



Université Abderrahmane Mira-Bejaia

Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Département des Sciences Commerciales

# **Polycopié pédagogique**

**Préparé par : Dr TOUATI Karima**

**Titre**

**Finance Internationale**

Cours destiné aux étudiants de

L3 Commerce International et Logistique du département des sciences Commerciales

Année : 2022/2023

# Sommaire

<b>Sommaire</b> .....	<b>1</b>
<b>Introduction générale</b> .....	<b>2</b>
<b>Chapitre 1 : Le Système Monétaire International</b> .....	<b>3</b>
Section 1 : Evolution du Système Monétaire International.....	3
Section 2 : Système monétaire actuel.....	9
Section 3 : Régimes de change et théories du choix du régime.....	13
Série de Travaux Dirigés N° 1.....	18
Eléments de Réponse.....	19
<b>Chapitre 2 : Balance des Paiements, déséquilibres externes et taux de change</b> .....	<b>22</b>
Section 1 : Présentation de la Balance des paiements .....	22
Section 2 : Déséquilibre externes et modes d'ajustement .....	29
Section 3 : Taux de change et ses déterminas .....	33
Série de Travaux Dirigés N°2 .....	38
Corrigé de la Série de TD N °2 .....	39
<b>Chapitre 3 : Marché des changes et gestion de risque de change</b> .....	<b>40</b>
Section 1 : Notions de base sur le marché des changes.....	40
Section 2 : Risque de change et techniques internes de couverture .....	49
Section 3 : Les techniques externes de couverture .....	53
Série d'Exercices N° 3.....	62
Correction de la série de TD N° 3.....	63
<b>Chapitre 4 : Les institutions financières internationales</b> .....	<b>64</b>
Section 1 : Fonds Monétaire International.....	64
Section 2 : Groupe de la Banque Mondiale.....	68
Section 3 : Les banques régionales et la Banque des règlements internationaux .....	71
Série d'Exercices N° 4.....	77
<b>Chapitre 5 : Environnement international, globalisation et instabilité financière</b> ....	<b>78</b>
Section 1 : Internationalisation des marchés financiers .....	78
Section 2 : Globalisation financière et mutations du système financier international .....	87
Section 3 : Innovations, produits structurés et instabilité financière internationale .....	92
Série d'Exercices N° 5.....	100
Correction de la série de TD N° 5.....	100
<b>Conclusion générale</b> .....	<b>101</b>
<b>Bibliographie</b> .....	<b>102</b>

## Introduction générale

Ces trois dernières décennies, la finance internationale a connu un essor considérable et a subi de nombreuses transformations. La finance internationale constitue l'une des branches de l'économie internationale. Elle représente la matérialisation financière des relations économiques internationales et couvre un domaine vaste qui ne cesse d'évoluer au fil des années.

Ce cours s'intéresse aux fondements de la finance internationale. Il a pour but de familiariser les étudiants avec les principaux éléments de l'environnement monétaire et financier international. L'objectif étant de faire connaître les différentes dimensions (macroéconomique, technique et institutionnelle) de la finance internationale.

Pour mieux appréhender les différents concepts développés dans ce cours ainsi que l'importance et les enjeux de la finance internationale, l'étudiant doit acquérir un certain nombre de notions et connaissances préalables dans les domaines : d'économie internationale, économie monétaire, marché des capitaux et mathématiques financières.

Le cours s'articule autour de cinq grands chapitres qui sont enrichis par des illustrations et exercices d'applications, selon la composition suivante :

- Le chapitre 1, portant intitulé " Système Monétaire International " est consacré à la présentation des étapes phares de l'évolution du système monétaire international et la classification des régimes de change ainsi que les facteurs déterminants du choix du régime de change. Les questions de la série de travaux dirigés relative au premier chapitre permettront de familiariser les étudiants aux concepts clés du système monétaire international. L'accent est mis sur l'évolution du régime de change en Algérie.
- Le chapitre 2 qui s'intitule "*balance des paiements, déséquilibres internationaux et taux de change*" abordera les principaux soldes de la balance des paiements ainsi que l'ajustement des déséquilibres externes par le taux de change. La série d'exercices relative à ce chapitre permettra aux étudiants d'assimiler les différents comptes de la balance des paiements et l'enregistrement des opérations dans ce document.
- Le chapitre 3 portant sur "*Marché des changes, risque et techniques de couverture*", traitera des notions de base sur le marché de change, le risque de

change et les principales techniques de couverture. Des exercices portant sur les techniques de couverture sont présentés dans la série d'exercices n° 3.

- Le chapitre 4 intitulé " *Les institutions financières internationales*" est consacré à la présentation des institutions financières internationales (FMI et Banque Mondiale) et les principales banques régionales.
- Le chapitre 5, portant intitulé " *environnement financier international, globalisation et instabilité financière*, abordera les marchés financiers internationaux, la globalisation financière, les produits structurés et l'instabilité financière.

Ce support de cours se clôturera par une conclusion générale et une liste de références.

Enfin, le module est dispensé sous forme de cours magistral et de travaux dirigés. Il est programmé pour un seul semestre. Il est destiné aux étudiants de L3, Commerce International et logistique du département des sciences commerciales. Toutefois, son contenu peut également être adapté aux spécialités concernées par ce module la faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion.

L'évaluation de ce cours est sommative par un examen final à la fin du semestre, pour établir un bilan sur les connaissances acquises par les étudiants. Il est enrichi par des séances de travaux dirigés (TD) sous forme d'exercices et de question de compréhension. Nous procédons également à une évaluation continue des TD par des interrogations et un travail à remettre en prenant en considération l'assiduité et la participation des étudiants.

Les principales références que nous avons utilisées pour la composition de ce support sont données dans la bibliographie, particulièrement le polycopié de cours de Touati (2018)<sup>1</sup>, l'ouvrage d'Yves Simon et Delphine Lautier (2005)<sup>2</sup> et celui de Dupuy Michel et *al.* (2006)<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>Touati, K. (2018). Monnaie et Finance Internationale. *Polycopié à caractère pédagogique, Université de Bejaia*. Disponible sur : [https://elearning.univbejaia.dz/pluginfile.php/338724/mod\\_resource/content/0/Polycopie%20Touati.pdf](https://elearning.univbejaia.dz/pluginfile.php/338724/mod_resource/content/0/Polycopie%20Touati.pdf).

<sup>2</sup> Yves Simon et Delphine Lautier (2005) "*Finance Internationale*", 9 édition economica, Paris

<sup>3</sup> Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), "*Finance internationale : rappels de cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées*", Dunod, Paris.

## **Chapitre 1 : Système Monétaire International et choix du régime de change**

Le système monétaire international (SMI) est « *un ensemble d'accords, de règles, de pratiques et d'institutions dans le cadre desquels s'effectuent les paiements liés aux échanges internationaux.* »<sup>4</sup>. Il a pour rôle de fournir les liquidités nécessaires au développement du commerce international, en facilitant les mouvements des biens et services, ainsi qu'à un bon ajustement international de l'épargne et de l'investissement, en facilitant les mouvements de capitaux.

Ce chapitre est structuré de telle sorte qu'il permettra au lecteur d'appréhender les éléments suivants :

- Les principales étapes de l'évolution du SMI ;
- Les principaux éléments caractérisant la période actuelle ;
- La typologie des régimes de change et les facteurs déterminants du choix du régime.

### **Section 1 : Evolution du Système Monétaire International**

Le SMI, selon une définition de Robert Mundell, est « *l'ensemble des mécanismes qui gouvernent les interactions entre les monnaies et les instruments de crédit des différentes nations, et les moyens de règlement des biens et des services* ». Il est constitué par l'ensemble des règles et des mécanismes qui visent à l'émission, à la gestion et au contrôle de la monnaie internationale<sup>5</sup>. Un régime de change est un élément constitutif du SMI, de même qu'une monnaie internationale; mais ces deux éléments ne suffisent pas eux seuls pour pleinement caractériser un système monétaire international.

Le SMI se caractérise par son régime de change, le choix des réserves internationales, les réserves internationales, les mécanismes d'élimination des déséquilibres externes et les principes de gestion des crises internationales.<sup>6</sup>

Le système monétaire international a profondément évolué. L'histoire du (SMI) n'a pas commencé en 1944 à Bretton Woods, dès le milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, un système existe, celui de l'étalon or, promu par la Grande-Bretagne.

#### **1.1 Le Système de l'étalon-or (1870 - 1914)**

Pendant des siècles, les échanges commerciaux intérieurs et internationaux se sont réglés en métaux précieux. Jusqu'à la fin des années 1870, l'or et l'argent ont coexisté comme instruments monétaires.

---

<sup>4</sup> Robert Solomon (1987), "The International Monetary System, 1945-1981" Harper & Row, New York

<sup>5</sup> Josette Peyarard (1999), "Gestion financière internationale" Vuibert, 5<sup>e</sup> édition, Paris, p.5.

<sup>6</sup> Idem, p 1.

Le Système du *Gold Standard*, qui a fonctionné en Europe et en Amérique du Nord jusqu'en 1914, reposait sur un certain nombre de principes qui sont sensés pouvoir instaurer sur le marché international une indispensable confiance<sup>7</sup>.

L'étalon-or est un système monétaire dans lequel l'unité monétaire est définie en référence à un poids fixe d'Or : chaque monnaie nationale est librement convertible en or. Pour garantir cette convertibilité, la quantité de monnaie émise par la banque centrale est strictement limitée par ses réserves d'or. Les règlements entre pays sont effectués en or. Comme chaque monnaie nationale est fixée en poids d'or, le taux de change entre deux monnaies est fixe, et égal au rapport entre les poids d'or respectifs. Ce système se caractérise également par la liberté de circulation de l'or entre les Etats.

Le succès de l'étalon-or a été imputé à ses mécanismes d'ajustement automatique. Cette capacité d'ajustement s'expliquait par le lien établi par l'étalon-or entre les conditions économiques nationales et internationales. En effet, dans le système d'étalon-or, l'évolution de la masse monétaire reflète celle du stock d'or. La quantité de monnaie disponible est donc indépendante du niveau de l'activité économique et du volume des transactions dans l'économie. Les paiements internationaux se traduisaient par des mouvements d'or d'un pays à un autre. Quand un pays est, par exemple, en déficit (ou en excédent) de balance des paiements, il doit régler (ou être réglé) en or. Il enregistre des sorties (ou entrées) d'or. Par conséquent, la masse monétaire nationale se contracte (ou augmente). La masse monétaire est donc déterminée par la balance des paiements. Ceci constitue un mécanisme d'ajustement automatique des balances des paiements. La contraction de la masse monétaire entraîne, à son tour, une baisse des prix nationaux. Avec des prix relatifs plus faibles par rapport au reste du monde, la compétitivité de l'économie se rétablit, ce qui ramène la balance des paiements à l'équilibre. Ainsi, le système d'étalon-or assure son autorégulation.

Avec le système étalon-or, la politique monétaire fut fortement contrainte par le stock d'or mondial, ce qui limitait naturellement la croissance de la masse monétaire. L'avantage d'une telle contrainte résidait dans l'absence d'inflation. Par contre, elle a eu pour inconvénient majeur de dissocier largement la croissance de l'offre de monnaie de l'activité économique réelle. Comme les prix (prix des biens et services, salaires) évoluaient lentement, les modifications de conjoncture passaient par des ajustements sur les quantités.

---

<sup>7</sup>Josette Peyarard , ( 1999), *Op.cit.*, p. 6.

La première guerre mondiale marqua la fin du système de l'étalon-or sous sa forme originelle avec la suspension de la convertibilité-or.

### **1.2-Le SMI de 1918 à 1944**

La guerre de 1914-1918 diminua considérablement les relations commerciales entre les pays. Les exportations d'or diminuèrent et des restrictions aux mouvements de capitaux furent introduites et amenèrent la fin du système *Gold Standard*. Des tentatives de retour à ce système eurent lieu après la guerre (USA et Royaume-Uni).

En 1922, à la conférence de Gene, les participants préconisèrent l'adoption d'un nouveau système international, qui constituait un aménagement du système *Gold Standard*. Dans ce système de « *Gold Exchange Standard* », les réserves des banques centrales sont constituées en or et en monnaie de réserves convertibles en or. Cela présentait l'intérêt d'économiser l'or dont la production risquait d'être insuffisante à assurer les règlements de déficit de la balance des paiements. Mais en 1931, la livre fut déclarée inconvertible en or et ce fut la fin du *Gold Exchange Standard*.

Seul le dollar resta convertible en or et devint la monnaie internationale détrônant la livre sterling. De nombreux pays procédèrent à des dévaluations de leurs monnaies, dans le dessein de bénéficier d'avantage pour leurs exportations. La Seconde Guerre mondiale détruisit ensuite de nombreuses économies<sup>8</sup>.

### **1.3- Le SMI de Bretton Woods de 1944 à 1971**

Les restrictions au commerce et aux paiements durant l'entre-deux-guerres ainsi que la politique de change du «chacun pour soi» s'étaient traduites par une contraction désastreuse du commerce et de la production dans le monde, contribuant indirectement à semer les germes des hostilités ultérieures. Le dispositif de Bretton Woods était conçu de manière à offrir au commerce international un environnement libéral<sup>9</sup>.

Les États-Unis sont sortis de la guerre en tant que puissance mondiale dominante. Ils ont pris l'initiative dans la définition d'un nouvel ordre économique mondial, visant le libre-échange multilatéral et la stabilité des taux de change. Les accords de Bretton Woods ont fait émerger un nouveau système monétaire international. Le GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade* ? Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce)

---

<sup>8</sup> Josette Peyarard , ( 1999), *Op.cit.*, p.7.

<sup>9</sup> Crockett Andrew D (1994). "Évolution du système monétaire international". In: *Revue d'économie financière. Hors-série*, 1994. Bretton Woods : mélanges pour un cinquantenaire. pp. 139-150, p.140.

s'est vu octroyer la mission de promouvoir la libéralisation du commerce international. Au niveau politique, les Nations-Unies ont été créées.

Keynes a également joué un rôle majeur dans les négociations. Durant l'été 1941, il a présenté la proposition d'une « *International Clearing Union* » (Union internationale de compensation<sup>10</sup>). Keynes a proposé la création d'une nouvelle monnaie internationale, qui porterait le nom de « *bancor* ». L'union de compensation utiliserait le bancor pour procéder au règlement des comptes entre les banques centrales nationales. Il y aurait en outre des facilités de crédit automatiques pour les pays présentant des déficits de balance des paiements. Le projet de Keynes cherchait à impliquer les pays en surplus dans la correction des déséquilibres de balance des paiements (à cette époque, c'était le cas des États Unis). Keynes considérait clairement son union de compensation comme une sorte de banque centrale des banques centrales nationales. Néanmoins, son projet ne fut pas suivi.<sup>11</sup>

Bretton Woods établissait un système de convertibilité à deux niveaux, un « étalon de change-or »<sup>12</sup>. Le dollar était au centre de ce mécanisme. Les autorités monétaires américaines garantissaient la convertibilité du dollar en or au prix fixe de 35 dollars l'once d'or. Contrairement à l'étalon-or, la convertibilité du dollar en or était limitée aux seules banques centrales.

En principe, le système de Bretton Woods était basé sur des taux de change fixes. Néanmoins, la parité officielle pouvait être ajustée dans le cas de déséquilibres de paiements fondamentaux. Le nouveau système était donc moins rigide que l'étalon-or conventionnel. Le cours de marché d'une monnaie ne pouvait pas s'écarter de plus de 1 % de la parité officielle dans l'une ou l'autre direction. Les autorités monétaires devaient intervenir sur le marché de change chaque fois que cette marge était dépassée.

Le régime de taux de change ne constituait pas un objectif en soi, il avait pour but d'encourager la croissance du commerce mondial. C'est pourquoi les restrictions relatives aux paiements courants devaient, en définitive, être supprimées, afin que des mesures protectionnistes ne puissent être utilisées pour lutter contre des déficits de la balance des paiements. Néanmoins, les pays participants avaient le droit d'introduire des contrôles des capitaux afin d'éviter des mouvements spéculatifs.

---

<sup>10</sup> Toniolo, G. (2005) (with the cooperation of P. Clement), *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 264.

<sup>11</sup> Ivo Mae (2010), "La genèse du système monétaire international actuel. " *Reflets et perspectives de la vie économique* 4/2010 (Tome XLIX) , p. 17-27, p.18.

<sup>12</sup> De Grauwe, P. (1989), *International Money: Post-war trends and theories*, Oxford, Clarendon Press, p. 15.



Deux institutions furent créées lors de cette réunion : Le Fonds Monétaire International (FMI), chargé de surveiller le système monétaire international et de favoriser à la fois l'élimination des restrictions de change applicables au commerce des biens et des services et la stabilité des taux de change, et La Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement, communément appelée Banque Mondiale, chargée de financer la reconstruction des économies détruites par la guerre.

Durant leurs vingt-cinq premières années d'existence, les accords de Bretton Woods ont fait la preuve qu'ils fournissaient à l'économie mondiale un cadre bénéfique. Dans un contexte d'inflation relativement faible et de mobilité limitée des capitaux, les parités fixes ont contribué à un développement notable du commerce mondial. En outre, la réduction des barrières tarifaires ainsi que le démantèlement progressif des restrictions sur les paiements jouèrent également un rôle important. En conséquence, le commerce international se trouva multiplié par cinq entre 1949 et 1971, pendant que la production mondiale triplait presque<sup>13</sup>.

L'ajustement de la balance des paiements s'opérait fondamentalement par l'adaptation obligatoire de la demande intérieure, de façon à exercer une influence sur les écarts d'inflation et, par là, sur l'absorption de biens produits dans le reste du monde. Des ressources financières internationales, assorties ou non de conditions, venaient conforter ce mécanisme central, permettant d'étaler l'ajustement dans le temps.

Ce système a garanti pendant de nombreuses années une relative stabilité monétaire internationale. Mais sa viabilité dépend de la confiance qu'ont les autres pays dans le dollar, donc du degré de rareté de cette monnaie au niveau international.

#### **1.4. Effondrement du système de Bretton Woods**

La stabilité du système de Bretton Woods supposait que la balance commerciale américaine ne soit pas déficitaire. Or, elle le devient à partir des années soixante, du fait de la baisse des importations européennes.

Le déficit de la balance des paiements américaine est réglé par l'émission de dollars. Les banques centrales non américaines réclament la convertibilité en or, de ces dollars accumulés. La convertibilité du dollar en or est supprimée en août 71, par Nixon, car les réserves diminuent. Après une dévaluation du dollar par rapport à l'or et un élargissement des marges de fluctuation (passant à  $\pm 2,25$  %), les monnaies flottent

---

<sup>13</sup>Crockett Andrew D. (1994), *Op.cit.*, p.141.

progressivement avant que les accords de la Jamaïque, en 1976, ne décrètent officiellement que l'or n'est plus liquidité internationale.

Depuis 1973, le système monétaire international peut être décrit comme un non-système. Les pays peuvent choisir pratiquement toute politique de change qu'ils souhaitent. Il existe donc tout un spectre de régimes de change, allant des changes fixes aux changes purement flottants.

Les membres de la Communauté Economique Européenne<sup>14</sup> décidèrent en 1972 de créer le serpent monétaire européen, un système ayant pour but de maintenir des rapports quasi-fixes entre les différentes monnaies des pays ayant signé le pacte (variation maximale de + ou - 2,25%) afin de faciliter les échanges. Mais à partir de 1975, de très fortes tensions sur les marchés (crises pétrolières, faiblesse du dollar..) et les divergences économiques et politiques font que la plupart des membres ne parviennent pas à défendre leur taux de change (la livre sterling est par exemple dévaluée de 30% en 1976) et entraîne, en seulement quelques années, la disparation du serpent monétaire.

Après l'échec du serpent monétaire européen, le système monétaire européen est créé en 1979. L'idée est la même, mais le système est plus souple avec l'introduction d'une nouvelle unité de compte, l'ECU (*European Currency Unit*), définie comme un panier moyen pondéré des différentes monnaies européennes et servant de cours pivot de référence.

Chaque fois que le pourcentage maximal de variation était atteint (à savoir + ou - 2,25%, puis + ou - 15% à partir de 1993), les banques centrales devaient intervenir sur les marchés pour empêcher que le taux de change ne sorte de la bande de fluctuation, en achetant de la monnaie en cas de baisse par rapport au cours pivot, ou bien en vendant la monnaie concernée en cas de hausse.

L'Union Économique et Monétaire (UEM) s'est réalisée de manière progressive, en trois phases: Au cours de la première phase, de 1990 à 1993, la réalisation du marché unique a été finalisée, la libération des capitaux a été parachevée et l'interdiction du financement monétaire des pouvoirs publics par les banques centrales a été introduite. Durant la deuxième phase, qui a commencé le 1er janvier 1994 et qui s'est terminée le 31 décembre 1998, des efforts ont été déployés pour parvenir à une convergence des

---

<sup>14</sup> Créée en 1957 par le traité de Rome, la Communauté économique européenne poursuit l'œuvre de construction européenne entreprise par la Communauté européenne du charbon et de l'acier. La CEE prévoyait la coopération économique, l'abolition progressive des barrières douanières entre les pays membres et la mise en place de tarifs douaniers communs avec l'extérieur. Rassemblant dès 1957 6 pays, la CEE s'élargit en 1973 avec l'entrée du Royaume-Uni, de l'Irlande et du Danemark ; puis en 1981 avec celle de la Grèce ; et en 1986 avec l'entrée de l'Espagne et du Portugal.

économies des États membres. Pour mesurer cette convergence, quatre critères ont été fixés dans le Traité de Maastricht qui reposent sur: l'inflation, les finances publiques, le taux de change et le taux d'intérêt à long terme<sup>15</sup>. Au sommet Européen de Madrid des 15 et 16 décembre 1995, il a été décidé que la troisième phase commencerait le 1er janvier 1999 par la fixation du taux de conversion définitif en Euro des unités monétaires participantes. Elle se terminera par l'introduction des pièces et des billets en Euro en 2002<sup>16</sup>.

## **Section 2 : Le système monétaire international actuel**

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, le système monétaire international est devenu instable, malgré les efforts de gestion concertée des parités cherchant à limiter les trop fortes fluctuations des cours du dollar (accords du Plaza et du Louvre en 1985 et 1987). Le dollar reste toujours le moyen de paiement international le plus utilisé. Il est néanmoins concurrencé par le yen et l'euro, qui s'impose progressivement comme une monnaie forte, du fait de la politique monétaire restrictive de la BCE.

### **2.1 L'expérience des taux de change flottants**

Le système monétaire international actuel se fonde sur le libre fonctionnement des marchés. Il ressemble en cela au système de Bretton Woods pour ce qui est des échanges de biens, mais il repose davantage sur les forces du marché, qu'il laisse, en outre, déterminer les cours de change entre la plupart des grandes monnaies internationales.<sup>17</sup>

De surcroît, il accepte et favorise de plus en plus la libéralisation accrue des marchés financiers internationaux. Le processus d'ajustement ainsi que la création de liquidités internationales s'appuient sur le jeu des forces du marché. En dehors du mécanisme de change européen, les positions globales de balance des paiements sont maintenues en équilibre par l'ajustement des cours de change aux variations de la demande et de l'offre de monnaies.

---

<sup>15</sup>Les quatre critères de convergence du Traité de Maastricht : *La maîtrise du taux d'inflation* (Le taux d'inflation moyen observé au cours d'une période d'un an avant l'examen de l'entrée d'un pays ne peut dépasser de plus de 1,5 % la moyenne de ceux des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix) ; *Le déficit public ne peut être supérieure à 3 % du produit intérieur brut (PIB) et la dette publique ne peut excéder 60 % du PIB* ; *La stabilité du taux de change* (Le pays candidat doit avoir respecté les marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du Système Monétaire Européen) ; *Taux d'intérêt bas* (Durant l'année précédant l'évaluation, le taux d'intérêt moyen à long terme ne peut excéder de plus de 2 % celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix).

<sup>16</sup><https://www.nbb.be/fr/pièces-et-billets/histoire/une-breve-histoire-de-leuro/les-trois-phases-de-lunion-monetaire>(Consulté le 02/3/2022).

<sup>17</sup> Idem

La détention de liquidités internationales est décentralisée, du fait de la capacité du secteur privé à disposer d'avoirs ou de lignes de crédit lui procurant un accès garanti aux devises. Dans la mesure où des agents économiques détiennent de la monnaie locale et comptent pouvoir la convertir en devises, ce sont les marchés, plutôt que les banques centrales, qui assurent cette convertibilité. Ainsi, dans un monde où les monnaies sont convertibles, la distinction entre liquidités internes et internationales perd de son sens. Les réserves de change des banques centrales servent à agir sur les cours plutôt qu'à faire face aux besoins commerciaux ordinaires<sup>18</sup>.

Les USA continuent de jouer un rôle du premier plan dans le système financier mondial. Ils disposent non seulement de marchés financiers profonds, mais le dollar demeure également la principale devise internationale, à la fois pour les opérations commerciales et pour les réserves de change des banques centrales<sup>19</sup>. Le dollar reste la principale monnaie internationale (60% des réserves des Banques centrales). Après l'éclatement du système de BrettonWoods, les Etats-Unis continuent donc de jouir du « privilège exorbitant » du dollar : ils attirent les capitaux même lorsque les taux d'intérêt américains sont très faibles. De fait, la balance courante américaine connaît un déficit quasi systématique depuis le début des années 1980, atteignant 3% du PIB en 1987 et 6% du PIB en 2006. Les autorités américaines peuvent mener des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes sans se soucier des conséquences, ni sur la valeur externe du dollar, ni sur les déséquilibres externes (le « déficit sans pleurs » perdure). Cette asymétrie au sein du système monétaire international pose la question de ses conséquences sur les déséquilibres internationaux et la stabilité monétaire et financière internationale. Le Système actuel se caractérise ainsi par<sup>20</sup> :

- Une convertibilité presque universelle du compte courant, une généralisation graduelle de la convertibilité du compte financier et des capitaux de plus en plus mobiles entre les pays avancés et les pays émergents ;
- Un flottement presque général des monnaies dans les pays avancés mais la persistance d'une « peur du flottement » dans beaucoup d'économies émergentes ou en développement ;

---

<sup>18</sup>[https://www.persee.fr/docAsPDF/ecofi\\_0987-3368\\_1994\\_hos\\_4\\_1\\_5611.pdf](https://www.persee.fr/docAsPDF/ecofi_0987-3368_1994_hos_4_1_5611.pdf)(Consulté le 02/9/2022).

<sup>19</sup>Maes Ivo, (2010), *Op.cit.*, p.24.

<sup>20</sup>Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry, (2011) "Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ? "CEPII, DT n° 2011-04a, p.9.

- Une fourniture de liquidités en cas d'urgence assurée par les différentes facilités de financement du FMI mais aussi par les accords de *swap* bilatéraux et les accords régionaux ;
- Une surveillance et une coopération monétaire au niveau régional (Union Européenne) ou multilatéral (FMI, G20), dont l'efficacité est cependant contestable ;

Le système monétaire international actuel a été qualifié de « non-système »<sup>21</sup> ou de « système hybride » en raison de l'assortiment hétéroclite de politiques de change appliquées par les économies d'importance systémique. Ce système a été incapable de s'ajuster adéquatement aux chocs d'envergure, comme l'intégration de la Chine à l'économie mondiale, de sorte qu'il n'a pu empêcher la création de déséquilibres substantiels et intenables au titre des balances courantes. De nombreux observateurs expliquent la crise financière de 2007-2009 et la lenteur du rétablissement présent de l'économie mondiale par l'instabilité intrinsèque du système monétaire international, notamment l'absence de corrections rapides et symétriques des cours réels des monnaies en réaction à ces déséquilibres. Les autorités de nombreuses économies de marché émergentes sont intervenues pour limiter les flux de capitaux et les fluctuations du cours de la monnaie nationale, ce qui a eu pour effet de contrer le nécessaire rééquilibrage de la demande mondiale<sup>22</sup>.

## **2.2 Caractéristiques du SMI actuel**

Les principaux éléments caractérisant la période depuis 1973 sont :

### **2.2.1 Volatilité, variabilité et spéculation déstabilisatrice**

Qu'il s'agisse de la *volatilité* à court terme ou de la *variabilité* à moyen-long terme, c'est l'instabilité qui a été la règle. 'Bulle' du dollar (janvier 1980 – février 1985) ; chute du dollar (février 1985 – décembre 1987) ; appréciation (juillet 1995 – février 2002), dépréciation (février 2002 – avril 2008).

### **2.2.2 Un accroissement du commerce international et de l'investissement international, une montée des déséquilibres commerciaux**

Cette instabilité n'a pas entravé le développement du commerce international et de l'internationalisation des entreprises (mondialisation). Mais elle s'est accompagnée d'une

---

<sup>21</sup> Il est qualifié de non système parce que les pays d'importance systémique n'ont en commun ni leur régime de change ni leur point d'ancrage nominal. Les deux tiers environ des 40 principaux pays sont dotés de taux de change flottants, alors que le tiers restant a un régime de changes dirigés ou fixes; en gros, ces deux groupes de pays pèsent respectivement les trois quarts et le quart du PIB mondial.

<sup>22</sup> Eric Santor, et Lawrence Schembri (2011), *Op cit*, p.1.

montée des déséquilibres mondiaux (déficits courants américains et excédents japonais dans les années 1980, déficits américains et excédents chinois à partir de la fin des années 1990) susceptibles d'avoir joué un rôle dans la crise des subprimes.

### **2.2.3 Une autonomie limitée et des interventions nombreuses des autorités monétaires**

Selon le triangle des incompatibilités<sup>23</sup>, alors que les mouvements internationaux de capitaux s'amplifient (globalisation financière), le flottement des taux de change doit redonner de l'autonomie à la politique monétaire. Toutefois, la « peur du flottement » (Calvo G. et C. Reinhart (2002), « Fear of Floating » in the *Quarterly Journal of Economics*) pousse les autorités monétaires à intervenir pour limiter les fluctuations de taux de change. Ces interventions peuvent prendre des formes diverses : 1) interventions concertées dans le cadre des accords du Plaza (1985) et du Louvre (1987) ou à l'automne 2000 pour lutter contre la chute de l'euro nouvellement créé, 2) interventions unilatérales comme dans le cas du Japon, 3) voire élaboration de systèmes de changes fixes au niveau régional (Système Monétaire Européen) ou arrimage unilatéral de monnaies sur des devises-clés (pays émergents, Chine en particulier). A l'exception des Etats-Unis, l'autonomie de la politique monétaire s'avère donc relativement limitée. De plus, le taux de change comme instrument de politique macroéconomique n'est pas totalement abandonné, qu'il s'agisse de viser par exemple des objectifs en termes de balance courante (compétitivité-change) ou d'inflation (un taux de change faible est susceptible de générer de l'inflation importée).

## **Section 3 : Régimes de change et théorie du choix du régime**

Le régime de change se définit comme l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, et donc le comportement du taux de change<sup>24</sup>. Le choix d'un régime de change revêt une grande importance puisqu'il met en cause la politique économique d'un pays, ses marges de manœuvre et ses différents ajustements macro-économiques.

### **3.1 Classifications des régimes de change**

Il existe une grande variété de systèmes de change allant du libre flottement à la fixité extrême. Ces régimes sont généralement regroupés en trois grandes catégories : les

---

<sup>23</sup>Cette notion sera expliquée dans la section suivante

<sup>24</sup> Amina Lahrière-Revil, (1999), " Les régimes de change" Economie Mondiale 2000 , Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999. p. 93-103.

régimes de change fixes, les régimes de change intermédiaires et les régimes de change flexibles. La séparation entre ces trois groupes n'est pas toujours évidente, dans la mesure où un même régime intermédiaire peut être considéré suffisamment flexible pour être classé dans les régimes flexibles ou assez rigide pour être classé comme fixe.

### **3.1.1. Régime de change fixe**

C'est un régime qui suppose la définition d'une parité de référence entre la monnaie d'un pays donné et une devise (ou un panier de devises), sur laquelle la banque centrale s'engage à échanger sa monnaie. La banque centrale doit intervenir sur le marché de change, en achetant ou en vendant de la monnaie nationale, afin de rétablir le cours du change fixé. Les régimes de change fixes comprennent <sup>25</sup>:

**3.1.1.1 L'union monétaire** est le régime de change le plus strict dans lequel le taux de change des pays membres est fixé de manière irrévocable. Plusieurs pays adoptent une monnaie commune ainsi qu'une banque centrale qui met en œuvre la politique monétaire commune et gère les réserves de change de l'Union. La zone UEMOA constitue un exemple d'union monétaire. L'UEM est une union monétaire.

**3.1.1.2 La dollarisation** est un système dans lequel, un pays adopte la monnaie d'un autre comme sa propre monnaie. Le principal objectif est d'importer la crédibilité du pays émetteur de la monnaie étrangère. C'est l'exemple du Panama et de l'Équateur qui ont choisi la dollarisation.

**3.1.1.3 La caisse d'émission ou « currency board »** est un régime de change basé sur un engagement explicite de la banque centrale à convertir la monnaie domestique contre une devise particulière à un taux fixe. La base monétaire est entièrement gagée sur les réserves de change dans la monnaie de rattachement, ce qui implique une perte d'autonomie de la politique monétaire. Un exemple de caisse d'émission est l'Argentine de 1991 à 2001.

**3.1.1.4 Autres régime conventionnel de parités fixes.** Le pays rattache sa monnaie à un taux fixe à une grande monnaie ou un panier de monnaies, mais autorise une bande de fluctuations de + ou - 1% par rapport à ce cours de référence.

### **3.1.2 Le régime de change flexible**

Dans un régime de change flexible, le cours de la monnaie est déterminé librement sur le marché des changes, par l'offre et la demande de devises. Ce système est connu sous le nom de « flottement pur ». Les Banques Centrales n'interviennent pas et laissent le

---

<sup>25</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), "Finance internationale : rappels de cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées", Dunod, Paris, p. 146.

marché s'équilibrer librement selon la loi de l'offre et de la demande. Les modifications du niveau relatif des prix aboutissent à une modification parallèle des taux de change. La politique monétaire retrouve alors son autonomie, mais la Banque Centrale abandonne le contrôle sur l'évolution du cours de change nominal.

### **3.1.3 Régime de change intermédiaire**

Entre les deux régimes extrêmes, on trouve les régimes intermédiaires, qui se distinguent selon les fluctuations que la Banque Centrale autorise au tour de la parité de référence et selon la fréquence de réalignements de cette parité. On présentera deux régimes : la parité glissante et le flottement administré.

Dans le premier cas (la *parité glissante*), le taux de change est ajusté périodiquement, à un taux fixe annoncé au préalable ou en réponse aux changements de certaines variables indicatrices, comme le différentiel d'inflation avec le pays d'ancrage afin de maintenir la compétitivité-prix. Exemple (Bolivie, Costa Rica Tunisie...)

Dans le *régime de flottement administré*, les taux de change sont flottants, mais des interventions ponctuelles ou coordonnées des Banques Centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable. Il s'agit d'un « flottement impur ». Cette approche permet aux autorités monétaires d'influencer les mouvements du taux de change à travers une intervention active, sans spécifier ou pré-annoncer une trajectoire pour le taux de change, la Banque Centrale ne s'engageant pas sur un taux de change ciblé.

Dans la classification des régimes de change des pays membres, le Fonds monétaire international (FMI) classe le régime de change du dinar algérien dans la catégorie dite de flottement dirigé<sup>26</sup>.

## **3.2 Déterminants du choix des régimes de changes**

Le débat sur déterminants du choix du régime de change ne cesse de se renouveler. Daly (2007) passe en revue les principaux déterminants du choix du régime de change.<sup>27</sup>

### **3.2.1 La théorie de la zone monétaire optimale**

La théorie de la Zone Monétaire Optimale (ZMO), introduite par Robert Mundell (1961), explique dans quelle mesure un groupe de pays a intérêt à former une union monétaire par l'adoption d'une monnaie unique. Selon Mundell, une union économique monétaire présente des avantages et des inconvénients. Les avantages consistent en la diminution des coûts de transaction liés à l'existence de plusieurs monnaies différentes, à

---

<sup>26</sup>Fonds Monétaire International, 2005. "Algérie : Consultations de 2004 au titre de l'article IV", Rapport du FMI. No.05/50, Février 2005, p.9.

<sup>27</sup>Daly, M.S. (2007), "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", MPRA, mai 2007, p. 1-100



un gain en termes de liquidité de la monnaie qu'entraîne toute extension de son aire de circulation et à l'essor du commerce dans la zone considérée. L'inconvénient réside dans la perte de la politique du taux de change permettant d'absorber les chocs via la dévaluation. Par exemple, avec une union monétaire, un pays perd sa possibilité de répercuter sur sa monnaie une hausse du prix des matières premières.

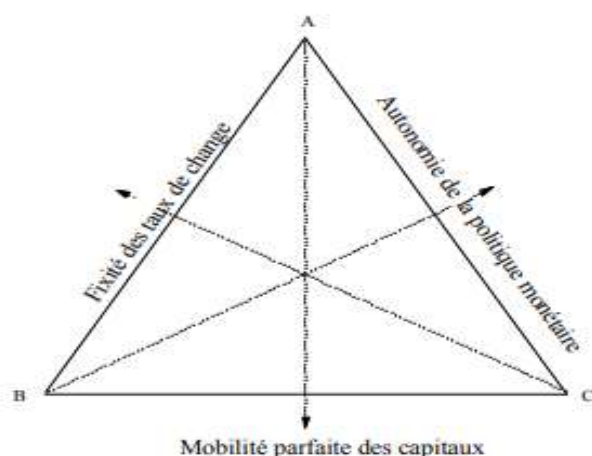
Selon Robert Mundell, La ZMO se caractérise par deux critères : 1) l'absence de chocs asymétriques (un choc asymétrique se produit lorsqu'une région de la zone monétaire est touchée par la crise, et pas une autre) et 2) la mobilité des facteurs de production (le marché du travail et les marchés de capitaux doivent être flexibles : possibilité pour les marchés de s'équilibrer en cas de chocs). D'autres économistes ont cherché à découvrir des critères supplémentaires pour apprécier la pertinence d'une union monétaire. On peut énumérer les plus importants :

- pour Mac Kinnon ( 1963), plus les économies présentent un degré d'ouverture élevé et des échanges réciproques important, plus elles ont intérêt à participer à une union monétaire ;
- pour Kenen (1969), le degré de diversification du tissu productif permet de limiter l'impact des chocs asymétriques, de se passer de l'instrument du taux de change et donc former une zone monétaire optimale. En effet, plus les structures de production sont diversifiées, et moindre est le risque d'être affecté par un choc spécifique ;
- pour Johnson (1970), l'existence d'un budget fédéral apparaît comme un substitut à l'ajustement par le change. L'intégration budgétaire et fiscale permet d'engager une action spécifique dans la zone concernée par le choc via des transferts budgétaires entre les régions.

### **3.2.2 Le triangle d'incompatibilité de Mundell**

Le triangle d'incompatibilité de Mundell est un principe développé par Robert Mundell et Marcus Fleming dans les années 1960 d'après lequel il n'est pas possible pour un Etat de maintenir à la fois un taux de change fixe, la liberté de circulation des capitaux, et l'indépendance de la politique monétaire de la Banque centrale.

Figure N° 1: **Le triangle d'incompatibilité**



Source : Amina Lahrèche-Revil (1999) « Les régimes de change » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, p .6.

Les mécanismes économiques qui gouvernent le triangle de Mundell sont assez simples à comprendre. Si en effet, dans un contexte de libre circulation des capitaux, un pays décide de pratiquer une politique monétaire autonome en baissant son taux d'intérêt directeur, les capitaux internationaux placés dans sa devise se portent sur d'autres monnaies, à la recherche d'une meilleure rémunération. Dans ces conditions, il en résulte une dépréciation monétaire qui finit par rendre impossible le maintien de la monnaie du pays concerné dans la bande de fluctuation autorisée par l'appartenance au système de changes fixes.

A travers ce triangle, les autorités monétaires d'un pays sont contraintes de choisir entre trois principes attractifs, à la fois en tant qu'instruments et objectifs : fixer le taux de change pour les besoins de la stabilité relative des prix, bénéficier d'une libre mobilité des capitaux pour des besoins d'efficacité et de flexibilité et jouir d'une autonomie dans la conduite de la politique monétaire pour des besoins de stabilisation macroéconomique.

Plusieurs études récentes ont mis l'accent sur l'importance des variables politiques dans le processus du choix d'un régime de change. La démocratie et le nombre de révolutions, ainsi que le nombre de changements de gouvernements sont déterminants et influencent bien sur les décisions du choix du régime de change. La « peur du flottement » est un phénomène qui part de l'hypothèse selon laquelle la plupart des pays ont tendance à opter pour l'un des régimes extrêmes, à savoir : la parité fixe ou le régime flexible. Cependant, très peu de pays laissent leur monnaie flotter librement. Ces pays stabilisent le

cours de leur monnaie en intervenant sur le marché des changes et sont même prêts à sacrifier d'autres objectifs comme la stabilité des prix et l'emploi<sup>28</sup>.

### **3.3 Choix d'un régime de change : entre objectifs de politique économique et contraintes externes**

Le choix d'un régime de change résulte à la fois des objectifs économiques du pays et des contraintes qu'il doit supporter.

#### **3.3.1 Choix d'un régime de change et objectifs de politique économique**

L'objectif ultime de la politique économique est de parvenir à la croissance la plus rapide et la plus stable possible. Le régime de change affecte la stabilité et la compétitivité de l'économie. Lorsqu'ils sont prévisibles, les taux de change limitent l'incertitude dont souffrent les agents dans leurs relations internationales, et sont favorables aussi bien à l'investissement national qu'à l'investissement direct étranger et au commerce. C'est le régime de de change fixe qui permet d'atteindre le mieux cet objectif de stabilité. Mais celui-ci a deux inconvénients. En premier lieu, l'avantage de la stabilité ne vaut que lorsque l'économie n'est pas affectée par un choc asymétrique, puisque la fixité du change empêche, par définition, d'amortir ce choc par l'ajustement du taux de change nominal. Dans ces conditions, un régime de change fixe ne serait désirable que si les pays considérés constituent une zone monétaire optimale (ZMO), c'est-à-dire si la flexibilité des prix et la mobilité des facteurs sont en mesure d'absorber les perturbations économiques sans qu'il soit nécessaire de recourir à un ajustement du taux de change nominal.

Cependant, un régime de change fixe peut être adopté précisément en raison de la discipline anti-inflationniste qu'il suppose. La fixité du taux de change est utilisée alors comme une contrainte externe qu'impose le pays pour réussir la désinflation. La politique de désinflation compétitive menée par les pays membres du SME repose en partie sur ce type de mécanisme, qui justifie également la politique de change de certains pays émergents.

Cette stratégie d'ancrage peut être d'autant plus justifiée que les régimes de change, orientés exclusivement sur le maintien de la compétitivité (donc du niveau du taux de change réel) peuvent accélérer l'inflation : lorsque le taux de change est dévalué

---

<sup>28</sup> Touati, K. (2018). Monnaie et Finance Internationale. *Polycopié à caractère pédagogique, Université de Bejaia*. Disponible sur : [https://elearning.univbejaia.dz/pluginfile.php/338724/mod\\_resource/content/0/Polycopie%20Touati.pdf](https://elearning.univbejaia.dz/pluginfile.php/338724/mod_resource/content/0/Polycopie%20Touati.pdf)

régulièrement pour compenser les écarts d'inflation, cela peut conduire à un processus d'inflation importée, qui impose une nouvelle dépréciation.

### **3.3.2 Contraintes externes au choix d'un régime de change**

Un certain nombre de contraintes limitent le champ des régimes de change qu'un pays peut adopter. Par exemple, il est impossible, dans un contexte de mobilité parfaite des capitaux, d'avoir à la fois un régime de change totalement fixe et une politique monétaire parfaitement autonome. Symétriquement, lorsqu'un pays souhaite conserver l'autonomie de sa politique monétaire, il est tenu de choisir un régime de change flexible ou de limiter la mobilité des capitaux. Ainsi, en change fixe, une relance produit un excès d'offre de monnaie ou une baisse du taux d'intérêt, qui tend à déprécier la monnaie. Cette tendance ne peut être combattue que par le rachat de la monnaie, ce qui annule la stimulation monétaire. S'il est possible d'échapper temporairement à cette contrainte en stérilisant la variation des réserves de change (par exemple, la banque centrale achète des titres sur le marché financier national, ce qui injecte de la liquidité dans l'économie), une telle politique n'est pas tenable à long terme<sup>29</sup>.

Au terme de ce chapitre, il est montré que le système monétaire international qui représente le cadre institutionnel des échanges internationaux, a profondément évolué. Il est passé par plusieurs étapes qui ont conduit aux changes flottants. Le régime de change est caractérisé par l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes. Il existe une grande variété de régimes de change, que l'on peut classer selon que le degré d'ancrage de la monnaie domestique. La question du choix du régime de change apparaît souvent aujourd'hui comme une question davantage empirique que théorique. Il n'existe pas un régime de change unique qui convienne à tous les pays ou à tout moment. La création d'une zone monétaire (changes fixes ou monnaie unique) se justifie dans la mesure où les régions ou pays de la zone possèdent certaines caractéristiques (tels que la parfaite mobilité des facteurs de production).

---

<sup>29</sup> Amina Lahrèche-Revil (1999) « Les régimes de change » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999. P .5.

## Feuille de Travaux Dirigés N° 1 : Système monétaire international

En s'appuyant sur le polycopié du cours portant « Système monétaire international » et à l'aide de vos connaissances, répondez aux questions suivantes :

- 1- Quels sont les avantages et les inconvénients du système de change flexible
- 2- Qu'en est-t-il du système de change fixe
- 3- Comment le régime de change et la politique de change en Algérie ont –t-ils évolué ?

### Corrigé-Type

**Tableau 1.1 Les avantages et inconvénients du système de changes flexibles**

Avantages	Inconvénients
Autonomie des politiques monétaire	Il n'y a pas eu de véritables politiques autonomes
Rééquilibrage automatique de la balance extérieure	Pour les économies très ouvertes, l'effet du taux de change est empiriquement plus significatif que celui du taux d'intérêt. La croissance dépend des variations aléatoires du taux de change.
Adaptation rapide aux chocs réels	Fort risque inflationniste (inflation importée), grandeliberté des politiques monétaires
Les banques centrales n'ont plus besoin de conserver des réserves importantes de devises	Instabilité monétaire (forte sensibilité aux mouvements de capitaux
L'incertitude n'incite pas à la spéculation	L'incertitude n'incite pas à l'investissement

Source : Etabli par l'auteur à partir de <https://s64baf0d28d56c6e1.jimcontent.com/download/version/1487266666/module/10883001193/name/II.%20Balance%20des%20paiements%2C%20taux%20de%20change%20et%20syste%CC%80mes%20mone%CC%81taires%20internationaux.pdf> ) p. 8.

**Tableau 1.2 Les avantages et inconvénients du système de changes fixes**

Avantages	Inconvénients
Stabilité monétaire et macroéconomique	Incompatible avec la mobilité des capitaux
Stabilité encourage les échanges commerciaux	Dégradation de la compétitivité
Discipline anti-inflationniste	Peu adapté à la finance internationale
Obtention de la confiance des marchés	Formation de bulles spéculative
Encouragement de l'investissement	La croissance des pays à changes fixes est faible

Source : Etabli par l'auteur à partir de <https://s64baf0d28d56c6e1.jimcontent.com/download/version/1487266666/module/10883001193/name/II.%20Balance%20des%20paiements%2C%20taux%20de%20change%20et%20syste%CC%80mes%20mone%CC%81taires%20internationaux.pdf> ) p. 8.

### Eléments de Réponse aux questions(3)<sup>30</sup>

Jusqu'à 1964, l'Algérie faisait partie de la Zone Franc ; la libre circulation des capitaux a été de ce fait assurée. En 1963, l'Etat algérien s'est vu dans l'obligation d'instaurer le contrôle des changes afin de freiner l'hémorragie des capitaux causant la baisse des réserves de change. Le Dinar algérien fut créé en 1964. Jusqu'à 1973, le Dinar algérien était ancré à une monnaie unique, à savoir le Franc français. Il était émis à parité égale avec le franc (1 DZD = 1 FRF).

Avec l'effondrement du régime de Bretton Woods, l'Algérie avait adopté en 1974 le régime de change fixe ancré à un panier de 14 monnaies constituant les devises les plus importantes dans la structure des échanges commerciaux (et financiers). Ces monnaies étaient affectées de coefficients de pondération différents et révisables périodiquement. Le taux de change varie en fonction de l'évolution des monnaies du panier, notamment le Dollar dont le coefficient de pondération est le plus élevé.

Suite au contre choc pétrolier de 1986 et ses conséquences, un glissement progressif du Dinar a été enregistré pendant la période de 1986 à 1990 ; le cours USD/DZD est passé de 4,82 à 12,19, soit une dépréciation de l'ordre de 153 %. En septembre 1991, les autorités monétaires procèdent à la dévaluation du Dinar algérien de 22 % contre le Dollar américain.

En 1994 et au début du programme d'ajustement avec le FMI, la monnaie nationale a été dévaluée de plus de 40% avant de procéder à l'application du système de change flottant, où il a été permis aux banques commerciales de détenir des devises sachant que la Banque d'Algérie était le principal fournisseur.

Le régime de change adopté par la Banque d'Algérie, au début des années quatre-vingt-dix, est un régime de flottement dirigé. Ce régime se situe entre les deux régimes extrêmes ; à savoir, le régime de parité fixe et le régime de taux de change flottant. Il s'écarte, ainsi, de la fixation purement administrative du taux de change sans, pour autant, abandonner totalement la détermination du taux de change aux seules forces des marchés internationaux. Dans ce cadre, la politique de change de la Banque d'Algérie se fixe, pour variable cible, le maintien du taux de change effectif réel (TCER) à un niveau proche de son niveau d'équilibre. Le TCER est défini comme étant le taux de change effectif nominal, rapporté aux prix relatifs de l'économie nationale et des principaux pays partenaires, qui permet de favoriser, simultanément, une croissance non inflationniste (équilibre interne) et un compte courant de la balance des paiements soutenable à long terme (équilibre externe). La détermination du TCER s'appuie sur les fondamentaux de l'économie nationale, identifiés comme étant : le différentiel de productivité et le différentiel d'inflation entre l'économie nationale et les pays partenaires, le degré d'ouverture de l'économie, le prix de pétrole et les dépenses publiques<sup>31</sup>.

Conformément à la conduite de la politique monétaire visant à maintenir un niveau d'inflation faible, la Banque d'Algérie a continué la politique de stabilisation du taux de change réel effectif du dinar. A cet effet et dans le cadre du flottement dirigé entamé depuis 1996, la Banque d'Algérie intervenait dans le marché interbancaire des changes avec une offre des monnaies étrangères et une demande relativement croissante depuis 2003<sup>32</sup>.

<sup>30</sup>[https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange\\_2000\\_2018.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange_2000_2018.pdf) (Consulté le 02/10/2022).

<sup>31</sup>[https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange\\_2000\\_2018.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange_2000_2018.pdf) (Consulté le 02/10/2022)

<sup>32</sup>Fonds Monétaire International, 2006. "Algérie : Consultations de 2005 au titre de l'article IV", Rapport du FMI n° Rapport N°06/93, 2006, p.8.

Au cours de l'année 2009, les fondamentaux de l'économie nationale ont connu une forte détérioration, ce qui a induit à une dépréciation du dinar par rapport au dollar, de 11,1 %, en moyenne, en 2009 et de 2,1 % par an sur la période 2010-2013. La Banque d'Algérie a renforcé le suivi quotidien de l'évolution du taux de change nominal combiné aux perspectives d'évolution des prix relatifs avec l'objectif de stabilisation du taux de change effectif réel, en fonction de l'évolution des fondamentaux<sup>33</sup>.

L'effondrement du prix du pétrole à partir du deuxième semestre de 2014 qui s'est traduit, en 2015, par un déficit du compte courant extérieur de 16,4 % du PIB et un déficit budgétaire de 15,3 % du PIB, a entraîné une dépréciation du dinar, en moyenne annuelle, de 19,8 % vis-à-vis du dollar et de 4,07 % contre l'euro entre 2014 et 2015. Ainsi, face au choc externe de grande ampleur et durable, le taux de change du dinar a joué son rôle d'amortisseur, en l'absence de consolidation budgétaire.

Le second semestre de 2016 et le premier semestre de 2017 ont connu une relative stabilisation du cours de change du dinar vis-à-vis des deux principales monnaies de règlement de l'Algérie. Cependant, sur l'ensemble de l'année 2017, l'euro a enregistré une appréciation sensible par rapport au dollar. En conséquence, le dinar s'est déprécié de 15,4 % par rapport à l'euro et de 3,8 % vis-à-vis du dollar, entre fin décembre 2016 et fin décembre 2017<sup>34</sup>.

En définitive, la Banque d'Algérie a maintenu sa trajectoire en matière de politique de change inaugurée, à compter de juin 2016 : L'ajustement du cours du dinar n'ayant obéi, essentiellement, qu'à des fluctuations sur les marchés financiers internationaux des changes, des monnaies de référence.

---

<sup>33</sup>Banque d'Algérie: « Rapport 2012 : Evolution économique et monétaire en Algérie ».2012, p.65.

<sup>34</sup> [https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange\\_2000\\_2018.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange_2000_2018.pdf) (Consulté le 02/10/2022)

## **Chapitre 2 : Balance des Paiements, déséquilibres externes et taux de change**

La balance des paiements est un document comptable qui synthétise l'intégralité des transactions (réelles, financières et monétaires) entre les résidents<sup>35</sup> et les non-résidents.

Les soldes de la balance des paiements sont étroitement liés au taux de change. Ce chapitre est structuré de telle sorte qu'il permettra au lecteur d'appréhender les éléments suivants :

- Les principaux comptes et solde de la balance des paiements ;
- L'ajustement des déséquilibres internationaux ;
- Le lien entre taux de change et la balance de paiement.

### **Section 1 : Présentation de la Balance des paiements**

Le Fond Monétaire International a proposé une méthode d'établissement de la balance des paiements de laquelle toutes les nations s'inspirent afin d'uniformiser son établissement et rendre plus facile l'analyse et la comparaison entre les diverses économies. L'élaboration de la Balance des paiements obéit à des règles strictes : les opérations sont enregistrées selon des méthodes précises et sont réparties entre différents comptes.

#### **1.1 Méthodes d'enregistrement des opérations**

Afin de passer les écritures comptables dans la BP, on peut utiliser pour chaque opération les deux règles suivantes d'enregistrement, sachant que chaque opération donne lieu à deux écritures, l'une au crédit, l'autre au débit d'un autre compte (principe de la comptabilisation en partie double)<sup>36</sup>.

##### **➤ La règle basée sur la distinction entre les opérations autonomes et les opérations induites :**

Les opérations autonomes (le caractère autonome renvoie à la nature économique de l'opération : biens, services, titres) qui sont à l'origine de recettes en devise, sont inscrites au crédit de la BP (exportations de marchandises, achat de titres domestiques par les non résidents). Les opérations induites, ou opération de financement des opérations autonomes précédentes, (financement des exportations par le crédit commercial) sont quant à elles, inscrites au débit de la BP.

Inversement, les opérations **autonomes** qui sont à l'origine de dépenses en devises (importation de marchandises, achat de titres étrangers par les résidents) au débit, alors que

---

<sup>35</sup>Tous ceux qui résident pendant au moins un an sur le territoire national quelque soit leur nationalité.

<sup>36</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*,p. 1.



les opérations de financement de ces opérations autonomes sont inscrites en crédit (par exemple le règlement d'achat des titres étranger par chèque)

➤ **La règle basée sur le sens des variations affectant le patrimoine des résidents :**

Les opérations qui ont pour conséquence une baisse du patrimoine (réel, monétaire ou financier) des résidents CAD une baisse des avoirs ou une augmentation des engagements des résidents s'inscrivent en crédit (Exportation de marchandises, achat de titres domestiques par les non résidents, baisse des avoirs officiels, etc.).

Inversement, les opérations qui provoquent une augmentation du patrimoine des résidents (augmentation des avoirs ou une baisse des engagements des résidents) s'inscrivent en débit (importation de marchandises, augmentation des réserves officielles, achat des titres étrangers par les résidents).

Compte tenu des règles d'enregistrement précédentes, la BP est nécessairement équilibrée : la somme des crédits est en effet égale à la somme de débits. Dans la réalité, il ya un poste d'ajustement qui permet d'équilibrer artificiellement la BP. Le montant du poste est égal à la différence entre le total des ressources et le total des emplois recensés par ailleurs, correspond à des sur ou sous déclarations de flux de marchandises, des fuites de capitaux. La présentation systématique de la balance, doit répondre au système d'enregistrement à partie double. Cette convention obéit au principe suivant :

**Tableau 2.1 :** Enregistrement à partie double

<b>Inscription au Crédit</b>	<b>Inscription au Débit</b>
Exportation de biens et services	Importation de biens et services
Revenus à recevoir	Revenus à verser
Compensation de ressources réelles ou financières reçues sans contreparties (transferts)	Compensation de ressources réelles ou financières fournies sans contreparties (transferts)
Augmentation des engagements	Augmentation des actifs financiers
Diminution des actifs financiers	Diminution des engagements

Source: Banque d'Algérie

## 1.2 Les différents comptes de la balance des paiements

Suivant le 5<sup>ième</sup> manuel du FMI, la balance de paiement se subdivise en quatre titres : le compte des transactions courantes, le compte de capital, le compte financier et le compte des erreurs et omission nettes.

### 1.2.1 Le compte des transactions courantes

Ce compte comprend quatre grands postes :

**1.2.1.1 Les biens :** comprennent les marchandises générales, le travail à façon et avitaillement.

*Les marchandises générales :* Cette rubrique recense les transferts de propriété de biens meubles entre résident et non-résidents.

*Travail à Façon et Réparation* Ce poste enregistre les règlements effectués pour les réparations d'avions, de navires et pour toutes transformations de produits bruts (raffinage de pétrole). Il s'agit d'inscrire la valeur brute des biens échangés entre les deux économies concernées par la transformation<sup>37</sup>.

*Avitaillement :* Cette ligne enregistre les achats de marchandises algériennes par les transporteurs étrangers et des achats de marchandises étrangères par les pavillons algériens<sup>38</sup>.

**1.2.1.2 Les services :** Cette ligne comprend plusieurs rubriques qui sont les suivantes : Les transports<sup>39</sup>, les voyages, le service de communication<sup>40</sup>, Service de Bâtiments et Travaux Publics<sup>41</sup>, les services d'assurance<sup>42</sup>, les services financiers<sup>43</sup>, les redevances et droits de licence<sup>44</sup>, les services de location de toutes nature, les services divers aux entreprises tels que frais d'étude, frais d'abonnement etc.<sup>45</sup>, et les services informatiques<sup>46</sup>, Services Culturels et Loisirs<sup>47</sup>, Services des Administrations Publiques<sup>48</sup>.

---

<sup>37</sup> Banque d'Algérie « Bulletin Statistique Trimestriel » – Septembre 2007, p. 38.

<sup>38</sup> Idem.

<sup>39</sup> Selon la Banque d'Algérie ( 2007, p 40), en plus des transports traditionnels (maritime, aérien, routier) est inscrit le transport par canalisation. En général, ce poste est composé du fret (ratio évalué à 6% de la valeur CAF de la marchandise à l'importation déclarée par les banques), des règlements des comptes d'escales et des billets de passage des passagers non résidents auprès de compagnies algériennes et de résidents auprès de compagnies étrangères non résidentes.

<sup>40</sup> Il s'agit de trafics des postes et télécommunications, des services d'informations audiovisuelles et des services des agences de presse écrite.

<sup>41</sup> Ce poste couvre les services liés aux recherches minières et géophysiques, aux frais et bénéfices de chantiers, aux prospections et forages pétroliers.

<sup>42</sup> Les règlements effectués dans le cadre de primes, d'indemnités et recours d'assurances par des résidents auprès d'organismes non résidents et par des non résidents auprès de compagnies résidentes.

<sup>43</sup> Les règlements des commissions et frais bancaires et des frais de toute autre intermédiation financière.

<sup>44</sup> Les redevances versées ou perçues pour les brevets et droits d'exécutions, et marque de commerce.

<sup>45</sup> Tous les frais relatifs aux prestations d'études (engineering, architecture), de recherches, d'assistance technique (mise en route, essais, travaux de montages...).

<sup>46</sup> Ces services correspondent à la mise en œuvre et la connexion de sites serveurs à d'autres réseaux, à l'assistance et l'expertise pour la mise en œuvre de réseaux d'informations, de traitement des données, de règlements relatifs à la gestion des équipements informatiques, l'application de logiciels, la formation et la maintenance des équipements.

<sup>47</sup> Tous les frais liés aux redevances et exploitations de films, les droits de reproduction, les participations aux activités sportives et les cachets d'artistes (précédemment inclus dans le poste voyage).

<sup>48</sup> Les recettes et dépenses administratives des postes diplomatiques et consulaires algériens à l'étranger et étrangers en Algérie.

### **1.2.1.3 Les revenus**

Ce poste comprend les revenus des salariés et les revenus des investissements. On retrouve au niveau de cette rubrique : Les revenus du travail des travailleurs frontaliers, les revenus d'investissements en tant que flux reçus ou transférés par/vers les propriétaires d'avoirs financiers<sup>49</sup>, les intérêts sur les emprunts extérieurs privés et publics ; les revenus des placements de la Banque d'Algérie ; les intérêts des avoirs à court terme des banques primaires auprès des correspondants étrangers ainsi que les revenus.

### **1.2.1.4 Les transferts courants sans contrepartie**

Ce poste recense les transferts de propriétés des ressources réelles ou financières n'ayant pas de contreparties économiques. Ce poste comprend deux sous-postes :

- Secteur des Administrations Publiques : qui regroupe les dépenses et recettes de coopération, salaires, rentes, pensions de retraite, participations aux frais de fonctionnement des institutions internationales, subventions et taxes.
- Autres transferts : anciennement appelé "prestations gratuites", sont la contrepartie des dons, des importations des particuliers et des importations par les résidents des "véhicules et valises taxées" réglés sur leurs devises propres.

On retrouve également les envois de fonds des travailleurs, composés en dépenses de transferts des salaires des étrangers en Algérie, et en recette, les rapatriements sur les salaires des nationaux résidants à l'étranger y compris les pensions et allocations familiales versées par l'organisme employeur.

## **1.2.2 Le compte de capital**

Le compte de capital recouvre les transferts de capital (remises de dettes et pertes sur créance des secteurs public et privé) et les acquisitions et cessions d'actif immatériels mais non financier (achat et vente de brevet). Dans la balance des paiements de l'Algérie, se retrouve principalement, les règlements liés aux droits d'enregistrement pour les successions et l'ensemble des règlements liés aux ventes et achats de brevets et marques.

### **1.2.2.3 Le compte financier**

Il recense tous les mouvements de capitaux entre les résidents et les non-résidents. Il comprend :

- **Les investissements directs étrangers** : l'investissement direct étranger désigne l'opération effectuée par un investisseur afin d'acquérir ou accroître un intérêt durable dans une entreprise non résidente (investissement direct de l'économie à l'étranger et

---

<sup>49</sup> Il s'agit des revenus sur les investissements directs, revenus d'investissements étrangers en Algérie et des Algériens à l'étranger, sur les investissements de portefeuille et sur les autres investissements.

investissement de l'étranger dans l'économie). On est en présence d'un l'investissement direct dès lors qu'un investisseur détient au moins 10% du capital social de l'entreprise investie. Lorsque cette condition est vérifiée, tous les mouvements de capitaux entre la maison mère et la filiale ainsi que les bénéfices réinvestis sur place sont comptabilisés comme IDE. Selon la Banque d'Algérie, l'investissement direct désigne tout apport effectué par un investisseur afin d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise. L'investisseur cherche également à détenir une influence dans la gestion de l'entreprise. Il est alors admis que détenir un minimum de 10% des actions donne ces pouvoirs. Au-dessous de ce seuil, l'apport est classé comme un investissement de portefeuille.

**-Les investissements de portefeuille :** ils correspondent aux opérations sur titres effectuées par les résidents avec les non résidents (actions en dessous du seuil de 10%, obligation et titre de marché monétaire) destinés à procurer un revenu ou un gain en capital.

**- Autres investissements :** Ils consistent notamment dans les crédits commerciaux consentis par les entreprises résidentes à des non résidents ou inversement, dans les prêts accordés par des banques, des administrations ou les autorités monétaires à des non résidents ou inversement.

**-Les produits financiers dérivés :** Flux d'achat ou de vente de produit dérivés (options, Swap, contrat à terme).

**-Avoirs et réserves :** Variation des avoirs de réserves (l'or monétaire, les devises, DTS.....)

#### **1.2.2.4 Erreurs et omission nettes**

Les inscriptions aux débits et les enregistrements aux crédits ne sont pas simultanés du fait que les sources d'informations utilisées ne sont pas les mêmes. Il est donc inévitable que les chiffres des débits ne correspondent pas exactement à ceux des crédits. La différence représente précisément les erreurs et omissions nettes. Ils permettent à la fin, de disposer d'un total de débit égal au total des crédits.

La structure générale de la balance des paiements est présentée dans le tableau ci-après :

**Tableau 2.2 :** Structure générale de la balance des paiements

Présentation de la balance des paiements	
Compte des transaction courantes	Balance commerciale (échange de biens et services)
	Revenus principalement des transferts de capitaux et des retours sur investissement
	Transferts courants (transferts sans contrepartie)
Compte de capital	Transfert en capital (transfert de propriété, remise sur une dette)
	Acquisition d'actifs non financiers
Compte financier	IDE plus de 10% du capital social d'une entreprise
	Investissements de portefeuille moins de 10% du capital social d'une entreprise
	Autres investissements crédits commerciaux, prêts, et autres avoirs ou engagement
	Avoirs de réserves transactions sur les réserves des autorités monétaires
Erreurs et omissions	Correction des erreurs statistiques permettant de retrouver l'équilibre comptable de la BP

Source : Etabli par l'auteur à partir de

<https://s64baf0d28d56c6e1.jimcontent.com/download/version/1487266666/module/10883001193/n ame/II.%20Balance%20des%20paiements%2C%20taux%20de%20change%20et%20syste%CC%80mes%20mone%CC%81taires%20internationaux.pdf> ) p. 1.

### 1.3 Les principaux soldes de la balance des paiements

Plusieurs soldes intermédiaires peuvent être tirés de la balance des paiements.

#### 1.3.1 Le solde commercial

La balance commerciale d'un pays est l'élément de comptabilité nationale qui résume les exportations et les importations des biens. Elle comptabilise les exportations en crédit et les importations en débit.

Le solde commercial est égal à la différence entre les exportations et les importations de marchandises. Il constitue un indicateur important de la compétitivité d'un pays. Une balance commerciale déficitaire signifie que le pays importe plus qu'il n'exporte. Le solde commercial permet de calculer le taux de couverture qui est le rapport entre la valeur des exportations et celle des importations entre deux pays.

#### 1.3.2 Le solde des échanges de biens et services

Le solde des échanges de biens et services est égal à la différence entre les exportations et les importations de biens et services. Ce solde, corrigé des variations de

taux de change, est considéré comme un indicateur important de la compétitivité d'un pays. Les échanges de biens et services permettent de calculer le degré d'ouverture.

Le degré d'ouverture de l'économie donne une idée de la dépendance économique du pays vis-à-vis de l'extérieur. Il est donné par le ratio entre la moyenne des exportations et des importations de biens et services (ampleur du commerce extérieur) et le PNB. Le Taux d'ouverture est, en générale, compris entre 0 et 1. Plus un pays a un taux d'ouverture élevé, plus il sera sensible à la conjoncture internationale.

### **1.3.3 Le solde des transactions courantes**

La balance courante couvre les transactions sur biens, services, revenus et les transferts courants. Le solde des transactions courantes est égal au solde des échanges de biens et services + le solde des revenus + le solde des transferts courants. Donc, le solde de la balance courante est obtenu à partir de trois soldes intermédiaires qui sont additionnés, ceux de la balance des biens et services, ceux de la balance revenus<sup>50</sup> et ceux de la balance des transferts courants<sup>51</sup>. Ce solde permet de faire le lien entre l'épargne et l'investissement domestique.

Un déficit de la balance courante, c'est-à-dire ; les débits du pays dépassent les crédits, pour les biens et services et dons, signifie que le pays s'appauvrit (les résidents dépensent plus qu'ils ne produisent) donc, ce pays a un besoin de financement qu'il faudra combler en augmentant son endettement afin de payer ses importations supplémentaires de biens et services à l'étranger (le pays désinvestit).

- Pour l'inverse, un excédent indique que les recettes supérieures aux dépenses, et que le pays dégage des capacités de financements

Le solde des transactions courantes, augmenté du solde du compte capital, représente la capacité ou le besoin de financement d'un pays. Le taux de capacité de financement rapporte la capacité ou le besoin de financement du pays à son PIB.

### **1.3.4 Le solde des opérations financières (hors avoirs de réserves)**

La balance financière recense les flux financiers entre un pays et l'étranger, sous forme d'investissement direct à l'étranger (IDE), investissement de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements, réserves de change et autres. Le solde des opérations financières (hors avoirs de réserves), que nous appellerons *CF*, constitue la

---

<sup>50</sup> La balance des revenus intègre les transactions entre résidents et non-résidents et correspond à la rémunération des dits « facteurs de production » (capital et travail).

<sup>51</sup> La balance des transferts courants retrace les transferts publics et privés sans contrepartie (par exemple des subventions), à l'exclusion des transferts de capital.

contrepartie du solde précédent. Il est formé par l'addition des soldes des comptes regroupant tous les flux financiers engendrés par des opérations entre résidents et non résidents. Ce solde montre comment sont financés les échanges de biens et services et les transferts de capital entre le pays et le reste du monde.

$CF$  (hors avoir de réserves) = solde des investissements directs + solde des investissements de portefeuille + solde des autres investissements + le solde des opérations sur les produits financiers dérivés.

### 1.3.5 Le solde de la balance globale

Le solde de la balance globale, BG est formé par l'addition du solde du compte courant, du solde du compte capital, du solde des opérations financières (hors avoirs de réserves) et des erreurs et omissions nettes<sup>52</sup>.

### 1.3.6 Le solde des avoirs de réserves

Ce solde précise les conséquences nettes de l'intervention des autorités monétaires sur les marchés des changes pour réduire les déséquilibres de la balance des paiements. Il constitue la contrepartie de la balance globale<sup>53</sup>. Donc :  $BG + AR \equiv 0$ .

**Tableau 2.3 Les grands soldes de la balance des paiements**

Les grands soldes	
Biens et services	Mesure le solde des échanges commerciaux (biens et services)
Transactions courantes	Mesure le solde des opérations non financières (biens, services, revenus et transferts unilatéraux)
À financer	Mesure le solde des opérations « réelles » de la nation
Flux	Mesure le solde des opérations financières internationales
Balance globale	Intègre les erreurs et omissions.
	Indique la création monétaire induite par l'extérieur, c'est-à-dire le financement de la BP. Balance globale > 0 = création monétaire et vice versa

Source : Etabli par l'auteur à partir de <https://s64baf0d28d56c6e1.jimcontent.com/download/version/1487266666/module/10883001193/name/II.%20Balance%20des%20paiements%2C%20taux%20de%20change%20et%20syste%CC%80mes%20mone%CC%81taires%20internationaux.pdf> )

## Section 2 : Déséquilibre externes et modes d'ajustement

L'ajustement des soldes courants par le taux de change constitue aujourd'hui un enjeu majeur compte tenu de l'ampleur des déséquilibres internationaux. Après avoir établi des liens entre le solde courant et les agrégats internes et expliqué la soutenabilité des

<sup>52</sup> <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI113.pdf> (Consulté le 02/9/2022).

<sup>53</sup> Idem.

déficits courants, l'ajustement du déficit commercial par la dévaluation et l'approche par absorption sera examiné.

## 2.1 Etablissement des relations entre soldes externes et agrégats internes

Plusieurs conditions d'équilibre en économie ouverte peuvent être établies.

### 2.1.1 La condition d'équilibre épargne-investissement en économie ouverte

L'équilibre ressources-emplois en biens et service en économie ouverte s'écrit :

$$Y+M= C+ I +G+ X \dots\dots\dots (1),$$

Avec Y représente le PIB, M les Importations biens et service, C la Consommation privée, I l'investissement privé, G les dépenses publiques et X les exportations de Biens et services.

En outre, dans une optique d'utilisation du revenu, on considère que le revenu issu de la production nationale (Y) augmenté des revenus nets perçus du RDM ( $\mu$  : solde du compte revenu et du compte transferts courants) est dépensé en consommation (C), épargné (S) et sert à payer les Impôts nets de Transferts public (T)

$$Y+ \mu = C+ S+T\dots\dots\dots(2)$$

En combinant les identités comptables (1) et (2), on obtient :

$$(S-I) + (T-G) = X-M+ \mu\dots\dots\dots(3)$$

Avec (S-I) l'épargne nette du secteur privé. (T-G) le solde budgétaire (X-M+  $\mu$ ) le solde des opérations courants (BOC= X-M+  $\mu$ ).

L'identité comptable (3) indique que le solde des transactions courantes est égal à la somme des capacités et/ou des besoins de financement du secteur privé et du secteur public.

$$S^N = S+ (T-G), \text{ on obtient alors } S^N - I= \text{BOC}\dots\dots\dots(3)'$$

Le solde des opérations courantes est égal à l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement domestique.

### 2.1.2 La relation entre l'Absorption et le solde commercial

On peut faire apparaître l'absorption dans l'identité Ressources - Emplois en Biens et services. L'absorption (A) représente les Dépenses Nationales Globales en Biens et services :  $A = C+I+G$  ; L'équation (1) s'écrit alors  $Y+ M = A +X$  d'où  $X-M = Y-A$

## 2.2 La soutenabilité des équilibres externe

On considère un déficit externe n'est pas soutenable lorsque l'aggravation de ce déficit a des effets importants sur les autres variables économiques (taux d'intérêt, taux de



change, absorption). la question de soutenabilité des déficits externes d'un pays doit être examinée à la fois du point de vue de l'emprunteur et du point de vue de ses créanciers.<sup>54</sup>

- *La soutenabilité du point de vue de l'emprunteur* : On dit que le déficit externe d'un pays n'est soutenable du point de vue de l'emprunteur lorsque l'aggravation de ce déficit modifie en profondeur l'absorption du pays. Pour assurer le service de la dette externe, le pays doit alors prélever des sommes de plus en plus importantes sur le revenu, ce qui provoque une baisse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises.
- *La soutenabilité du point de vue des créanciers* : Un déficit courant d'un pays n'est soutenable du point de vue des créanciers lorsque ceux-ci refusent de financer ce déficit aux taux de change et d'intérêt en vigueur. Seul le versement d'une prime de risque (supplément de rémunération) va alors conduire les non résidents à souscrire de nouveaux titres externes du pays considéré. Les autorités monétaires seront incitées à augmenter les taux d'intérêts afin de continuer à faire financer les déficits courants par le RDM.

### **2.3 L'ajustement des soldes courants**

Ils existent deux principaux modes d'ajustement : l'ajustement par le taux de change et l'ajustement en termes d'absorption.

#### **2.3.1 L'ajustement par le taux de change.**

On considère qu'une dévaluation/dépréciation est efficace lorsque le changement de parité provoque une amélioration de la balance commerciale, on se propose d'établir les conditions d'efficacité d'une dévaluation/dépréciation.

La dévaluation ou la dépréciation augmente les prix des biens importés sur le marché national et diminue les prix des biens exportés en devise sur le marché étranger. Les agents vont prendre en compte ces nouveaux prix et ajuster leur demande. La dépréciation va induire donc deux effets volumes qui améliorent la Balance commerciale du pays<sup>55</sup> :

- Les étrangers demandent plus de biens nationaux devenus moins chers en devise
- Les nationaux demandent moins de biens étrangers devenus plus chers en monnaie nationale. En conséquence, les biens nationaux se substituent donc aux biens étrangers à la fois sur le marché national et étranger.

---

<sup>54</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves, *Op.cit.*, p. 9.

<sup>55</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves, *Op.cit.*, p. 26.

Par contre, à ces deux effets volumes positifs pour le commerce extérieur du pays considéré, il faut ajouter un effet prix négatif qui correspond à une dégradation des termes de l'échange (TE)<sup>56</sup>.  $TE = P_x / P_m$  (prix des exportations/prix des importations)

Par conséquent, l'impact d'une dévaluation sur la balance commerciale d'un pays ne sera positif que si les deux effets volume positif dépassent l'effet prix négatif.

### **2.3.2. Le théorème des élasticités critiques ou conditions MLR.**

La condition de Marshall-Lerner, théorème des élasticités critiques, montre qu'une dépréciation réelle (appréciation réelle) du taux de change améliore (détériore) la balance commerciale d'un pays si la somme des valeurs absolues des élasticités-prix de son offre d'exportation et de sa demande d'importation est supérieure à un<sup>57</sup>. L'effet positif d'une dépréciation (ou dévaluation) sur le solde de la balance commerciale est d'autant plus important que les exportations (la demande externe de produits domestiques) et les importations (la demande domestique de produits étrangers) sont sensibles aux prix. Le théorème des élasticités critiques (ou condition de Marshall-Lerner) montre précisément que l'effet devient positif lorsque la somme des élasticité-prix des exportations et des importations est supérieure à 1.

### **2.3.3 L'ajustement structurel**

Le déficit courant coïncide avec une épargne nationale inférieure à l'investissement national, une résorption de ce déficit peut passer par une compression de la dépense intérieure. Les effets positifs immédiats attendus sur la balance commerciale sont une baisse des importations (corrélées aux dépenses intérieures) et une hausse des exportations (sous réserves que les capacités de production libérées, du fait de la baisse de la demande interne, soient réorientées vers la satisfaction de la demande externe). A plus long terme, la restauration de l'épargne est sensée favoriser la croissance économique. Cette solution a constitué le volet macroéconomique des politiques dites d'ajustement structurel qui furent mises en œuvre dans de nombreux PED aux lendemains de la crise de la dette de 1982, à l'initiative les institutions internationales (FMI, Banque mondiale)<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> Le TE est le rapport entre le prix unitaire à l'exportation et le prix unitaire à l'importation, chacun de ces prix étant mesuré avec la même unité monétaire. Lorsque le premier augmente davantage que le second, les termes de l'échange s'améliorent: les mêmes quantités exportées permettent d'acheter une quantité accrue de marchandises importées.

<sup>57</sup> <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI224.pdf> (Consulté le 02/9/2017).

<sup>58</sup> [http://jeromevillion.free.fr/AEHSC\\_Ressources/Documents/AEHSC/Plan\\_BalPaiement\\_MarcheChanges.pdf](http://jeromevillion.free.fr/AEHSC_Ressources/Documents/AEHSC/Plan_BalPaiement_MarcheChanges.pdf) (Consulté le 02/9/2017).

### **2.3.4 L'approche monétaire**

Il est considéré que « *tout déséquilibre de la balance des paiements est monétaire dans son essence* ». Le rééquilibrage de la balance des paiements est automatique, sous réserve que les taux de changes fluctuent librement (dépréciation du taux de change), mais se fait au prix d'un surcroît d'inflation.

## **Section 3 : Taux de change et ses déterminants**

Le change est l'opération qui consiste à acquérir une monnaie en échange d'une autre.

### **3.1 Notions de base sur le taux de change**

Le taux de change est la valeur d'une monnaie nationale par rapport à celle d'un autre pays. Nous nous attachons à définir les différents taux de change pouvant exister.

#### **3.1.1 Le taux de change nominal et réel**

*Le taux de change nominal* est le prix relatif de deux monnaies entre elles. C'est le taux de change affiché par le marché.

*Le taux de change réel* est le prix relatif des biens entre deux pays. C'est le taux de change nominal moins le différentiel d'inflation entre les deux pays. Il est calculé en multipliant le taux de change nominal par le rapport des niveaux de prix.

Taux de change réel = Taux de change nominal x niveau général des prix du pays étranger / Niveau des prix du pays domestique.

Si le taux de change réel est élevé, les biens étrangers sont relativement bon marché et les biens intérieurs relativement chers. Si le taux de change réel est faible, les biens étrangers sont relativement chers et les biens intérieurs relativement bon marché.

#### **3.1.2 Le taux de change effectif**

Ce taux est obtenu par la pondération du taux de change nominal pour chaque devise étrangère, avec les parts que représente chacun des partenaires du pays dans son commerce extérieur. En prenant en compte les différentiels d'inflation, le taux de change réel effectif indique plus précisément la valeur d'une monnaie dans les échanges extérieurs.

#### **3.1.3 Le taux de change effectif nominal (TCEN) et le taux de change effectif réel (TCER)**

*Le taux de change effectif nominal* d'une monnaie est une moyenne des taux bilatéraux de cette monnaie pondérée par le poids relatif de chaque pays étranger dans le commerce extérieur du pays étranger. *Le taux de change effectif réel (TCER)* est la valeur de la monnaie nationale par rapport à un panier de monnaies pondérées. Il tient compte de

l'évolution nominale de la monnaie, de l'évolution des prix dans le pays concerné et dans le reste du monde.

#### **3.1.4 Appréciation, réévaluation, dépréciation, dévaluation**

Dans le cas d'une cotation au certain, comme dans la zone euro, si le cours d'une devise (la monnaie étrangère, par exemple le dollar) augmente, cela signifie que cette monnaie étrangère se déprécie et qu'en revanche, la monnaie nationale s'apprécie. Dans le cas d'une cotation à l'incertain, comme en Suisse, lorsque le cours augmente, cela signifie que la monnaie étrangère, par exemple le dollar, s'apprécie et qu'en revanche, la monnaie nationale se déprécie.

La distinction entre dépréciation et dévaluation ainsi que entre appréciation et réévaluation est liée à la manière dont s'établit le cours d'une monnaie. Dans un système de parités fixes, les cours des monnaies sont établis par les autorités monétaires ; en cas de hausse de la valeur de la monnaie, on parle de réévaluation et, en cas de baisse, de dévaluation. Dans un système à taux de change flottants, les cours des monnaies résultent de la confrontation de l'offre et de la demande ; en cas de hausse de la valeur de la monnaie, le terme « appréciation » est utilisé ; en cas de baisse, le terme « dépréciation » est utilisé.

### **3.2 Détermination du taux de change**

Les théories du change cherchent à expliquer l'évolution des taux de change à partir de données économiques fondamentales. Les premières théories ont expliqué le taux de change par des facteurs réels. Avec le développement des mouvements de capitaux, les approches monétaires et financières ont été privilégiées à partir des années 1970<sup>59</sup>.

#### **3.2.1 Les approches réelles du taux de change**

Les principaux déterminants réels des taux de change sont : les prix relatifs des biens et services domestiques et la balance courante.

##### **3.2.1.1 La parité des pouvoirs d'achat (PPA)**

La (PPA), formalisée par Cassel en 1916, constitue la théorie la plus fréquemment utilisée pour déterminer les taux de change. La PPA s'applique en l'absence de toute entrave au commerce international (barrières tarifaires et non tarifaires, etc.) en supposant négligeables les coûts de transaction et d'information. Selon cette approche, la valeur du taux de change nominal est déterminée par le rapport des niveaux de prix entre deux pays.

---

<sup>59</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves , *Op.cit.*

Cette définition découle de la loi du prix unique selon laquelle le prix d'un bien échangeable est identique partout, une fois converti dans une monnaie commune.

Selon cette théorie, le taux de change dépend des prix relatifs des biens et services domestiques. Cette théorie existe en deux versions : la version absolue et la version relative.

**La version absolue de la PPA** stipule que le pouvoir d'achat d'une unité de monnaie nationale est identique sur le marché domestique et à l'étranger.

Sachant que le pouvoir d'achat d'une unité de monnaie est égal à l'inverse du niveau

général des prix, on a  $\frac{1}{P} = \frac{1/S}{P^*}$ , avec  $P$  niveau général des prix dans le pays domestique,

$P^*$  le niveau général des prix à l'étranger,  $S$  le taux de change coté à l'incertain. On déduit de la relation précédente que le taux de change de PPA est celui qui égalise les niveaux

généraux de prix entre deux pays <sup>60</sup> :  $S = \frac{P}{P^*}$ . Ainsi, si un panier de bien vaut 18000 DA

en Algérie et 100 euros dans la zone euro, le taux de change de PPA sera donc 1 euro = 18000/ 100 = 180 Da.

**La version relative de la PPA** découle de la version absolue, mais moins contraignante. Elle stipule que le taux de variation du change est déterminé par le différentiel entre le taux d'inflation interne et le taux d'inflation à l'étranger. Une inflation nationale supérieure à l'inflation étrangère doit déprécier le taux de change national ; à l'inverse, une inflation nationale inférieure à l'inflation étrangère doit apprécier le taux de change national.

### 3.2.1.2 L'approche du taux de change par la balance courante

Elle a été mise en valeur dans les années 1960 par Houthakker et Mage. Ces deux auteurs ont montré que deux pays ayant le même taux d'inflation pouvaient néanmoins connaître des évolutions différentes de leur taux de change si le solde tendanciel de leur balance courante différait. Deux situations peuvent être distinguées <sup>61</sup>:

- Si un pays dégage un excédent de la balance courante, il est détenteur net de devises. En conséquence, il vend ces devises contre de la monnaie nationale sur le marché des changes, ce qui tend à apprécier la monnaie nationale ;
- Si un pays présente un déficit de sa balance courante, il est demandeur net de devises, ce qui tend à déprécier sa monnaie nationale.

---

<sup>60</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p. 90.

<sup>61</sup> Ibid

### 3.2.2 Les approches financières du taux de change

Plusieurs théories déterminent le taux de change par les variables financières telles que le taux d'intérêt domestique, le taux d'intérêt étranger, les offres et les demandes d'actifs monétaires et financiers.

#### 3.2.2.1 La Parité des Taux d'Intérêts (PTI)

Elle stipule que le différentiel de taux d'intérêt entre deux pays doit être égal au différentiel de taux de change à terme (noté F) et le taux de change au comptant (S).

$\frac{F - S}{S} = i - i^*$ . Cette relation d'arbitrage est notamment utilisée pour déterminer le cours de change à terme. La formule exacte de la PTI est <sup>62</sup>:  $\frac{F}{S} = \frac{1 + i}{1 + i^*}$ .

Les écarts entre les taux d'intérêt réels (c'est-à-dire corrigés de l'inflation) jouent un rôle de plus en plus grand dans la détermination des taux de change. En effet, les taux d'intérêt réels constituent le rendement d'un placement financier. Lorsque le taux d'intérêt d'un pays s'élève par rapport à celui des autres places financières, cela attire de nombreux capitaux flottants à la recherche de la rémunération la plus élevée. Il en découle une appréciation de la monnaie sur le marché des changes.

#### 3.2.2.2 L'approche monétaire du taux de change

Selon cette théorie, les variations de taux de change reflètent les modifications de l'offre et de la demande de monnaie domestique et étrangère. Cette approche stipule que la PPA est vérifiée, de même pour la théorie quantitative. Une hausse de l'offre de monnaie domestique provoque une dépréciation de la monnaie nationale. L'augmentation des prix nationaux doit, en effet, être compensée par une dépréciation de la monnaie nationale afin de rétablir la PPA.

#### 3.2.2.3 La théorie du choix de portefeuille

Les agents économiques ont le choix entre un certain nombre d'actifs (immobilier, actions, obligations, plans épargnes bancaires...). Ils effectuent des opérations d'arbitrage (déterminent quel actif leur apportera la meilleure rentabilité pour un risque donné). Les taux de change évoluent donc en fonction des arbitrages effectués par les agents économiques.

### 3.2.3 Les déterminants conjoncturels du taux de change

A court terme, il se peut que le taux de change s'éloigne de son cours d'équilibre, tel qu'il est déterminé par les « fondamentaux », sous l'effet de causes conjoncturelles.

---

<sup>62</sup>Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves, *Op.cit.*, p. 92.

### 3.2.3.1 La bulle spéculative

Si les agents anticipent qu'une monnaie va se déprécier, ils vont la vendre en masse. Par là, la monnaie va effectivement se déprécier : les anticipations sont auto-réalisatrices et conduisent à des écarts fictifs entre la valeur d'une monnaie et sa valeur « réelle », telle qu'elle devrait résulter des fondamentaux.

### 3.2.3.2 La théorie de la surréaction (overshooting)

Cette théorie suppose que les marchés financiers s'ajustent plus rapidement que les marchés des biens et services, ce qui conduit à une différence entre le taux de change à court terme et son taux d'équilibre, à long terme. Supposons que la masse monétaire d'un pays augmente. A court terme, les prix des biens étant rigides, cette augmentation n'entraîne pas de l'inflation. En revanche, l'augmentation de l'offre de monnaie entraîne une baisse des taux d'intérêt, ce qui conduit à une sortie de capitaux qui déprécie le taux de change (théorie de la parité des taux d'intérêt). Cette dépréciation s'accroît ensuite sous l'effet de l'inflation : à court terme le taux de change surréagit. Mais à long terme la surréaction disparaît car la dépréciation du change supérieure à l'inflation stimule les exportations et limite les importations : le taux de change s'apprécie progressivement pour rejoindre à long terme son niveau d'équilibre en terme de PPA.

Les déterminants du taux de change, en Algérie, sont longuement discutés par Achouche et al (2006)<sup>63</sup>. Quant à l'impact des prix de pétrole sur le taux de change en Algérie est analysée empiriquement par Touati (2017)<sup>64</sup> et Touati (2021)<sup>65</sup>.

Au terme de ce chapitre, il est montré que la balance des paiements, qui est un état statistique qui enregistre de manière systématique et selon une classification donnée, tous les flux économiques et financiers pendant une période donnée entre les résidents et les non résidents d'une économie, constitue un instrument précieux d'analyse des politiques économiques en fournissant des indications non seulement sur l'insertion d'un pays dans l'économie mondiale, mais également sur la situation économique et financière de ce pays.

Le taux de change est le taux auquel une monnaie s'échange contre une autre monnaie. Les achats et ventes des monnaies les unes contre les autres résultent des

---

<sup>63</sup> Achouche, M ; Kherbachi, H. (2006). Détermination du taux de change réel d'équilibre par les fondamentaux de l'économie pour l'Algérie : approche par un modèle dynamique stochastique d'équilibre général, *cahiers du CREAD*, 2006.

<sup>64</sup> Touati, K. (2017). "The impact of oil price shock of 2014 on the exchange rate in Algeria: Vector Autoregressive Model" *Revue Finance & marchés*, Volume 4, Numéro 1, Pages 200-235

<sup>65</sup> Touati, K. (2021), Les effets à court et long termes du prix de pétrole sur le taux de change en Algérie : Modèle ARDL sur données mensuelles (2012-2019), *Revue des Sciences Economiques, de Gestion et Sciences Commerciales*,

opérations sur les biens et services et actifs financiers entre pays. Il existe donc un lien entre l'évolution du taux de change et celle de la balance des paiements. En effet, la détérioration du solde des différents comptes de la balance des paiements cause la dépréciation du taux de change. De même, il existe une influence réciproque entre le taux de change et la balance des paiements, c'est à dire que les soldes des sous balances de la balance des paiements influencent le taux de change et qu'en retour le taux de change influence ces soldes.

### Série d'exercices N°2

**Exercice 1 :** Les opérations autonomes suivantes sont-elles enregistrées dans le compte des transactions courantes, le compte de capital ou le compte financier de la balance des paiements de l'Algérie?

- a) Une entreprise nationale souscrit à un contrat d'assurance avec une compagnie étrangère ;
- b) Un investisseur français achète les titres financiers émis par une entreprise nationale ;
- c) Des travailleurs étrangers envoient leurs économies à leurs familles résidant en Algérie ;
- d) Une société étrangère achète une partie du capital d'une société algérienne
- e) L'Algérie annule une partie de la dette d'un pays africain ;
- f) Un investisseur français perçoit les intérêts sur la dette obligataire qu'il a souscrite précédemment ;
- g) Une banque étrangère accorde un crédit commercial à une entreprise algérienne
- h) une infirmière frontalière résidant en Algérie et travaillant en Suisse perçoit son salaire ;
- i) Une société algérienne achète un brevet à une société américaine.

### Exercice 2

Les opérations suivantes ont été enregistrées en Bukovinie :

- 1) Exportation de bois pour la valeur de 500 000 euros. Le client paiera le montant dans un délai de 30 jours fin de mois.
- 2) Dépense de la part des touristes en Bukovinie pour un montant de 60 000 euros.
- 3) Afin de diversifier son portefeuille d'actions, une société locale achète des actions émises par Belgacom, directement payée en Euros équivalent à 10 000 euros.
- 4) Le crédit de l'opération 1) vient à terme, et est réglé, en devise.

Passez les différentes opérations au travers des différents comptes (Débit-Crédit).

### Exercice 3

Supposons que :

Solde du Compte de Capital = 1 500 ; Solde du Compte Financier = - 700

Parmi les affirmations suivantes, quelles sont celles qui sont certainement vraies ?

- 1) Le Compte des Biens est en équilibre
- 2) Le Compte des Transactions courantes vaut 800
- 3) Le Total Général ne peut être en équilibre qu'à condition que le Compte des Transactions courantes vaille -800.
- 4) Les Transferts de capital ainsi que les acquisitions d'actifs non financiers valent 1 500
- 5) Les erreurs et Omissions nettes valent -800.



## Corrigé de la Série d'Exercices N° 2

### Réponse à l'exercice 1

- a) Compte des transactions courantes (dans le poste services)
- b) Compte financier (dans le poste Investissement de portefeuille)
- c) Compte des transactions courantes (dans le poste Transferts courants)
- d) Compte financier (dans le poste IDE si la part dépasse 10% du capital social de l'entreprise, si non dans le poste Investissement de portefeuille). d) Compte de capital ;
- e) Compte de capital ;
- f) Compte des transactions courantes (dans le poste revenu) ;
- g) Compte financier (dans le poste autres investissement)
- h) Compte des transactions courantes (dans le poste revenu)
- i) Compte de capital ;

### Corrigé de l'exercice 2

Opérations	Comptes Débités	Comptes Crédités
Exportation de bois : 500.000 euro Paiement plus tard	3.3.1 Avoirs (Crédit Commercial) : -500.000 euro	1.1.1 Marchandises Générales : 500.000 euro
Tourisme : 60.000 euro	3.5 Avoirs de réserve. devises étrangères : -60.000 euro	1.2.10 Tourisme : 60.000 euro
Investissement d'actions : 10.000 euro	3.2.1 Avoirs d'actions : -10.000 euro	3.5 Avoirs de réserve. devises étrangères : 10.000 euro
Échéance du crédit commercial :	3.5 Avoirs de réserve. devises étrangères : -500.000 euro	3.3.1 Avoirs (Crédit Commercial) : 500.000 euro

### Réponse à l'exercice 3

Nous avons le solde du Compte de Capital = 1500 et le solde du Compte Financier = -700. Ce qui implique, par définition, que : le solde du Compte de transactions courantes + Erreurs et Omissions nettes = -800

Car le total général = 0 puisque Balance des paiements toujours en équilibre.

Dès lors :

- 1) n'est pas toujours vraie
- 2) faux, car si c'était vrai, il aurait un solde débiteur, or, pour que le total général, sans les erreurs soit en équilibre, il devrait valoir -800
- 3) faux, car le total général vaut *toujours* zéro
- 4) vrai : (voir la définition du compte de capital)
- 5) faux, serait vrai si l'on ne tient pas compte du compte de transactions courantes.

## **Chapitre 3 : Marché des changes et gestion du risque de change**

Le marché des changes permet la confrontation des offres et des demandes de devises convertibles et détermine le prix de chacune d'entre elles. Le marché des changes est défini comme le marché sur lequel s'échangent les devises de l'ensemble des économies à monnaie convertible. Le risque de change, qui est le risque de perte en capital lié aux variations futures du taux de change, s'est fortement accru avec le flottement des monnaies et le développement des transactions commerciales et financières internationales.

L'objectif de ce chapitre est de présenter le marché des changes, le risque de change et les techniques de couverture contre ce risque.

### **Section 1 : Notions de base sur le marché des changes**

Quelle que soit leur nature, les transactions internationales imposent de convertir la monnaie nationale contre une monnaie étrangère, ou réciproquement. Le marché des changes se définit comme le lieu d'échange d'une monnaie contre une autre monnaie. Le taux de change ou le cours de change sera, en conséquence, le prix permettant au marché d'égaliser l'offre à la demande pour toute monnaie.

#### **1.1 Marché des changes : supports, intervenants, caractéristiques et nature d'opérations**

Il sera étudié dans cette sous section le fonctionnement du marché de change en précisant ses supports, la nature de ses intervenants et ses caractéristiques.

##### **1.1.1. Change manuel et scriptural**

###### **1.1.1.1 Le change manuel**

Il correspond principalement aux opérations « voyages » du compte courant de la balance des paiements, c'est à dire aux déplacements des personnes physiques pour des raisons touristiques ou d'affaires. Il porte sur deux instruments : les billets et les chèques de voyages (*traveller's cheques*).

Les billets représentent un coût de gestion relativement important en termes de stockage, de transport, de sécurité, d'assurance, pour les banques qui s'approvisionnent auprès d'institutions ou auprès de leurs correspondants étrangers. Ces billets étrangers peuvent aussi être échangés sur un marché interbancaire.

Les **chèques de voyages** sont émis par une banque, par exemple une banque française pour le compte d'une banque américaine ; libellés en dollars, ils permettent à leur détenteur

d'obtenir des billets en dollars auprès des banques à l'étranger et même de régler directement des commerçants. Il s'agit d'ordres de paiements (chèques) pour des sommes rondes. Leur traitement étant beaucoup moins coûteux pour les banques que celui des billets, ils donnent lieu à des marges et commissions plus faibles.

### 1.1.1.2 Le change scriptural

Le produit offert et demandé est toujours un actif financier émis par une institution financière mais n'est pas matérialisé par un papier transmissible manuellement, il s'agit alors d'un avoir en compte bancaire (dépôt à vue) transmissible par jeu d'écriture, virement de comptes à comptes par l'intermédiaire des comptes de correspondants, et qualifié de monnaie scripturale.

#### *Encadré 1 Le réseau des correspondants sur les euromarchés*

Le réseau des correspondants gère au niveau mondial les dépôts interbancaires qui relient les banques entre elles. Soit une banque américaine et une banque française. La banque américaine ouvre chez son confrère français un compte en euro (dit compte **nostro** pour la banque américaine et **vostro** pour la française). L'objectif du banquier américain est d'effectuer des opérations bancaires en euro depuis les Etats-Unis, chaque opération ayant lieu sur le compte du banquier américain dans la banque française. Cette dernière fera de même dans la banque américaine : elle ouvrira un compte en dollar pour effectuer ses opérations en cette monnaie. A partir de ces ouvertures réciproques, les deux banques sont **correspondantes**. La conséquence la plus remarquable du réseau des correspondants est que, à part les billets dont la masse est peu importante par rapport à la monnaie scripturale, **les devises ne quittent pas leur pays d'origine**. Il apparaît simplement un jeu d'écriture de correspondants à correspondants comme le montre l'exemple suivant.

Une société suisse vend pour 10 millions de \$ de montres à un importateur américain. Ce dernier paie en tirant un chèque sur sa banque (la Citibank qui perd donc des dépôts). La société suisse décide d'acquérir un dépôt en eurodollars en déposant son chèque au Crédit Lyonnais. En fait, ce dépôt apparaît dans le bilan de la Chase qui est le correspondant américain de la banque française. En terme de bilan, il faut souligner l'accroissement des dépôts du Crédit Lyonnais à la Chase et l'augmentation corrélative des engagements (sous la forme d'un dépôt) de cette dernière auprès de la banque française.

Crédit Lyonnais, Paris		Citibank, New-York	
Dépôts à la Chase + 10	Dépôts des clients + 10	Réserves FED - 10	Dépôts clients - 10
		Chase Manhattan, New-York	
		Réserves FED + 10	Dépôts clients + 10

Source : JP Allegret, Monnaies, finance et mondialisation, Vuibert, 2002

Les devises sont ainsi constituées d'avoirs en compte libellés en une monnaie étrangère. Un client acheteur de devises, dollars par exemple, verra son compte en euro débité (règlement) et son compte en dollar crédité de la contre-valeur (livraison). Inversement le vendeur de dollar sera crédité en euro et débité dollars. Le cours auquel la banque vend (achète) l'euro (le dollar) est supérieur (inférieur) au cours auquel elle achète l'euro (le dollar). La marge nettement inférieure au change manuel dépend du pouvoir de

négociation du client et reste supérieure à celle pratiquée sur le marché, c'est à dire entre banques.

La durée séparant l'ordre de change de la livraison permet de distinguer les opérations de change au comptant (*spot*) et les opérations de change à terme (*forward*). Au comptant, le délai de livraison n'est pas nul, mais de deux jours ouvrés. A terme, ce délai peut être de un, deux, trois, six mois, un an ou plus.

En dehors des billets de banques et des chèques de voyages, les supports utilisés sur les marchés des changes sont les lettres de change et les virements interbancaires<sup>66</sup>.

Le principal mode de transaction sur le marché des changes est le virement interbancaire par télex ou par SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*). Cela revient à envoyer par télex un ordre de débiter un compte libellé dans une devise A et de créditer simultanément un autre compte libellé en devise B. De plus en plus, les ordres de paiements, ne sont plus transmis par télex, mais par le système SWIFT, créé le 3 mai 1973. Ce système n'est pas un système de paiement, mais un mode de transmission des ordres de paiements et de messages, comme le télex. Depuis 2002, ces transmissions s'effectuent par internet (SWIFTNET)<sup>67</sup>.

Au système de transmission des paiements s'associe le mode de compensation des monnaies. Les transferts peuvent s'effectuer de plusieurs manières<sup>68</sup>:

- *Via* les comptes de correspondants que possède chaque banque dans chaque pays. *Via* le système CHIPS (*Clearing House Interbank Payment System*). Celui-ci assure la compensation pour les transactions comportant une contrepartie en dollars. Ce système est la propriété d'un groupe de banques new-yorkaises, la compensation s'effectuant par le biais de comptes détenus par ces banques à la Réserve fédérale de New York.
- *Via* le système CHAPS (*Clearing House Association Payment System*). Celui-ci permet la compensation pour les transactions comportant une contrepartie en livres anglaises. Ce système est la propriété de 14 banques anglaises, les compensations étant assurées par le biais de comptes à la Banque d'Angleterre.

---

<sup>66</sup> Patrice Fontaine (2011), "*Marchés des changes*", 2e édition, collection Synthex Pearson Education, France.

<sup>67</sup> Idem

<sup>68</sup> Idem

## **1.1.2 Les intervenants**

Les banques commerciales et d'investissement, les courtiers, les filiales spécialisées de certains groupes industriels sont des acteurs essentiels du marché des changes.

### **1.1.2.1 Les institutions financières**

Les banques peuvent intervenir pour leur propre compte : problèmes de trésorerie, gains de change en pratiquant de l'arbitrage qui consiste à acheter et à vendre des devises n'ayant pas le même prix à deux endroits différents, couverture des positions de change, opérations spéculatives.

Les banques interviennent pour le compte de leurs clients : financement du commerce international, placements financiers à l'étranger. Certaines institutions financières ont un poids prépondérant sur le marché. Les interventions quotidiennes de ces institutions en font des teneurs de marché (*market makers*). Les prix (appelés taux) qu'elles fixent à l'achat comme à la vente servent de référence aux autres intervenants.

Les cambistes, en tant que responsables du traitement des devises, ont pour fonction principale de réguler les fluctuations des avoirs en devises de la banque auprès de ses correspondants. Ils gèrent les positions de change de la banque. Ils sont en relation permanente avec les cambistes d'autres banques ou avec d'autres intervenants (courtiers) et contribuent ainsi à la formation progressive des cours de change.

### **1.1.2.2 Les banques centrales**

En opérant sur les marchés des changes, une banque centrale a pour fonction de :

- exécuter les ordres de leur clientèle : administrations, banques centrales étrangères ;
- chercher à influencer l'évolution du taux de change. Elle vend sa monnaie nationale dès lors qu'elle ne souhaite pas la voir s'apprécier davantage; à contrario, elle achète sa monnaie en cédant des devises puisées dans les réserves de change ou empruntées à une autre banque centrale, si elle cherche à enrayer sa dépréciation.

### **1.1.2.3 Les institutions financières non bancaires**

Ces institutions comprennent les filiales financières ou bancaires des groupes industriels. On trouve aussi les investisseurs institutionnels : fonds de pension, caisses de retraite, sociétés d'assurance, fonds gérés pour le compte de tiers, fonds d'investissement (*mutual funds américains, SICAV et FCP français, unit trusts britanniques, hedge funds*), départements des banques commerciales chargées de la gestion de fortune de leur clientèle privée (*bank trust departments*). Leurs interventions ne sont pas simplement destinées à se procurer des devises ou à couvrir un risque de change. Ils n'hésitent pas à procéder à d'importantes opérations d'arbitrage et de spéculation.

#### 1.1.2.4 La clientèle privée

Elle regroupe trois catégories : les particuliers, dont l'influence est marginale, les entreprises industrielles et commerciales et les institutions financières ne participant pas de manière permanente au marché des changes. Ces acteurs interviennent sur le marché des changes par l'intermédiaire des banques et des courtiers. Les entreprises, qui représentent la catégorie la plus importante, offrent ou demandent des devises en contrepartie d'opérations d'importations ou d'exportations et utilisent les marchés des changes pour leurs opérations financières internationales (prêts, emprunts en devises). Ils interviennent également pour des motifs de spéculation.

#### 1.1.2. 5 Les courtiers

Les courtiers (brokers) sont des intermédiaires qui, contre rémunérations, s'efforcent de trouver une contrepartie à la demande qui leur est faite. Leurs positions d'intermédiaires leur permettent de grouper les opérations et d'assurer l'anonymat des transactions. Ils centralisent les ordres de devises provenant d'autres acteurs du marché. Autrement dit, ils assurent la fluidité du marché des changes.

#### 1.1.3 Les caractéristiques

Le marché des changes se caractérise par<sup>69</sup> :

- **Un marché dominé par quelques places financières** : A la différence des marchés boursiers, qui ont une localisation géographique précise, le marché des changes ne connaît pas de frontières : il y a un seul marché des changes dans le monde. Le marché des changes est géographiquement très concentré sur les places financières de quelques pays.
- **Un marché dominé par quelques monnaies** : Les opérations sur les marchés des changes sont concentrées sur un petit nombre de monnaies, et très majoritairement sur le dollar.
- **Un marché réseau** : les intervenants communiquent par des instruments modernes de transmission (téléphone, télex...) complétés par des réseaux d'information spécialisés (Reuters, Telerate) et des systèmes informatiques qui permettent d'effectuer et d'enregistrer rapidement les opérations. Ainsi, le marché des changes apparaît-il comme un « marché réseau » qui transcende les espaces économiques nationaux et contribue à unifier l'économie mondiale.

---

<sup>69</sup> <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI211.pdf> (consulté le 12/10/2018)

- **Un marché en continu** : Au niveau international, les marchés fonctionnent en continu, 24 h sur 24. Quand ils ferment en Europe, ils deviennent actifs aux Etats-Unis. Lorsque le marché de la côte ouest américain s'arrête, les transactions débutent en Extrême-Orient où elles cessent quand elles commencent en Europe. Les cours de change sont aussi cotés 24h /24h. C'est le marché le plus parfait au sens où les cours de change reflètent d'une manière rapide et complète toute l'information disponible.
- **Un marché risqué dominé par les opérations à terme** : Le risque de change est le risque de perte en capital lié aux variations futures du taux de change. Le contrat de change à terme<sup>70</sup> est le principal moyen de se couvrir sur le marché des changes, ce qui explique pourquoi il domine le contrat de change au comptant.
- **Un marché dominé par les banques** : Les cambistes des banques et les courtiers sont les seuls intervenants privés à opérer directement sur le marché. Pour cette raison, le marché des changes est d'abord un marché interbancaire de gros. On distingue trois groupes d'agents opérant sur le marché des changes : le premier groupe est constitué par les entreprises, les gestionnaires de fonds et les particuliers ; le deuxième réunit les autorités monétaires (banques centrales) ; le troisième groupe rassemble les banques et les courtiers qui assurent le fonctionnement quotidien du marché. Les agents du premier groupe n'agissent pas directement mais transmettent aux banques des ordres dits "de clientèle" pour l'achat ou la vente de devises.

#### 1.2.4 La nature des opérations

Les agents économiques interviennent sur le marché des changes pour des raisons commerciales (importations ou exportations) ou financières. On distingue trois types d'opérations :

- **La spéculation** sur le marché de change se définit comme une opération d'achat de la devise avec pour objectif de la revendre à une date ultérieure afin de tirer profit d'une variation du cours de cette devise.
- **La couverture** correspond au recours au marché de change à terme / ou au marché dérivé afin de se prémunir contre une évolution défavorable du cours de change.
- **L'arbitrage** consiste à profiter d'une différence dans la valeur d'une devise entre deux places financières en opérant de façon simultanée une opération d'achat de la

---

<sup>70</sup>Un contrat de change à terme est un accord pour échanger une monnaie contre une autre à une date future à un prix fixé aujourd'hui qui est le taux de change à terme.

devise là où son prix est faible et une opération de vente là où son prix est comparativement élevé.

## **1.2 Compartiments du marché de change**

Les marchés de changes permettent d'échanger des monnaies. Ces échanges peuvent avoir lieu aujourd'hui, c'est-à-dire au comptant. Ils peuvent aussi être négociés aujourd'hui mais pour une livraison ultérieure (marché à terme).

### **1.2.1 Le marché au comptant**

Sur le marché au comptant (*spot*) s'effectuent des achats et des ventes de devises qui doivent être livrées au plus tard deux jours ouvrables après la date de conclusion de la transaction.

#### **1.2.1.1 Les principales devises cotées au comptant**

Sur les marchés des changes, les devises sont désignées chacune par un code ISO de 3 lettres dont les 2 premières indiquent le pays de la devise et la troisième indique l'unité monétaire<sup>71</sup>.

Sur la plupart des places financières, les devises sont cotées contre le dollar. Les devises les plus traitées sont : USD, EUR, JPY. Les autres devises comme la livre sterling, le franc suisse, le dollar canadien et le dollar australien sont aussi cotées sur les places internationales, mais les cotations sont plus ou moins continues<sup>72</sup>. Les autres devises qui sont peu utilisées dans le commerce international, sont cotées seulement sur certaines places financières internationales.

#### **1.2.1.2 Les cotations**

Les cotations sont annoncées en indiquant les quatre chiffres après la virgule<sup>73</sup>. Le deuxième chiffre après la virgule s'appelle la figure et le quatrième le point de base. Un point de base est égal à 0,01 %, soit 0,0001.

- La cotation à l'incertain : on indique le nombre d'unités monétaires nationales correspondant à une unité monétaire étrangère (ex : aux USA on dirait 1 GBP = 1,5788 USD). Dans tous les pays à l'exception du Royaume Uni, de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande et des pays de la zone euro, la cotation se fait à l'incertain.

Le **cours acheteur** est le cours auquel la banque achète la devise au client et le **cours vendeur** est celui auquel elle vend la devise au client. La différence entre cours vendeur et cours acheteur s'appelle le ***spread* ou marge de la banque**.

---

<sup>71</sup>USD pour le dollar ; EUR pour l'euro ; GBP pour la livre sterling ; JPY pour le yen.

<sup>72</sup> Paquet, P. "Finance internationale", *Polycopié de cours*, quatrième année de Management High-Tech, Rabat. Disponible sur (<https://docplayer.fr/18945429-Finance-internationale.html>), consulté le 2/10/2021.

<sup>73</sup>Patrice Fontaine (2011), "*Marchés des changes*", 2e édition, collection Synthex Pearson Education, France.



- La cotation au certain : C'est celle qui prévaut au RU, en Australie en N. Zélande et dans les pays de la zone euro. On indique combien une unité de monnaie domestique vaut en monnaie étrangère. Par exemple, l'euro est coté au certain avec : EUR/USD : 1,1240 – 1,1250 signifie que la banque achète l'euro à 1,1240 USD et le vend à 1,1250 USD. Pour obtenir la cotation équivalente USD/EUR, il suffit de prendre comme cours acheteur, l'inverse du cours vendeur ( $1 / 1,1250 = 0,8889$ ) et comme cours vendeur, l'inverse du cours acheteur ( $1 / 1,1240 = 0,8897$ ).

### 1.2.1.3 Les cours croisés

Les cours croisés sont calculés en comparant les cotations de deux devises par rapport à une troisième prise comme base, généralement le dollar US.

$$1 \text{ USD} = 0,9552 \text{ EUR}$$

$$1 \text{ USD} = 1,3425 \text{ CHF}$$

Alors, le cours du franc suisse par rapport à l'euro est calculé ainsi :

$$1,3425 \text{ CHF} = 0,9552 \text{ EUR} \quad \implies \quad 1 \text{ CHF} = 0,9552 / 1,3425 = 0,7115 \text{ EUR}$$

Les journaux financiers ainsi que différents sites internet publient chaque jour les cours croisés entre les devises les plus importantes.

### 1.2.1.4 Les arbitrages

Une opération d'arbitrage géographique consiste à tirer profit sans risque d'un écart existant entre les cours cotés au même moment sur deux places financières différentes. Cet arbitrage peut être effectué par un cambiste lorsque, au même moment, le cours acheteur d'une devise sur une place financière donnée est supérieur au cours vendeur de cette même devise sur une autre place.

*Exercice d'application : GBP/USD Acheteur Vendeur*

	New York	Londres
Cours acheteur	1,4170	1,4160
Cours vendeur	1,4180	1,4165

Un cambiste qui détient 1 million de (USD) achète des GBP au cours vendeur le plus bas et les revend au cours acheteur le plus haut. Le cambiste achète des GBP à Londres à 1.4165 USD et les revend à New York à 1.4170 USD. Le gain réalisé à la suite de cette opération d'arbitrage est  $1\,000\,000 \times (1/1.4165) \times 1.4170 - 1\,000\,000 = 353 \text{ USD}$ .

Un arbitrage triangulaire met en jeu trois devises et permet au cambiste de tirer profit d'un écart entre un cours croisé calculé et un cours de change observé au même moment. Le cambiste peut réaliser un arbitrage triangulaire pour le propre compte de la

banque ou pour le compte de sa clientèle. Les opérations d'arbitrage triangulaire nécessitent le calcul de cours croisés.

	Cours acheteur	Cours vendeur
Banque A		
USD/CAD	1,495 00	1,496 50
USD/EUR	0,887 70	0,888 06
Banque B		
CAD/EUR	0,588 51	0,588 74

Exemple :

Calcul du Cours croisé acheteur CAD/EUR de la banque A:

Pour acheter des CAD elle **vend** des USD à : 1 USD = 1,496 50 CAD

Pour vendre de l'EUR elle **achète** des USD à : 1 USD = 0,887 70 EUR

Donc : 1,496 50 CAD = 0,887 70 EUR ==> 1 CAD = 0,887 70 / 1,496 50 = 0,593 18 EUR

Selon la même logique, le **cours croisé vendeur CAD/EUR** est donné par :

$$1 \text{ CAD} = 0,88806 / 1,49500 = 0,59402 \text{ EUR.}$$

Le cours croisé acheteur de la banque A étant supérieur au cours vendeur de la banque B, il faut acheter des CAD à la banque B pour les revendre à la banque A en utilisant le USD comme monnaie intermédiaire.

1) achat de CAD à la banque B contre EUR (10 000 000 EUR) on obtient :

$$\frac{10\,000\,000}{0,58874} = 16\,985\,426 \text{ CAD}$$

2) vente des CAD contre USD à la banque A (1 USD = 1,49650 CAD)

$$\text{on obtient : } \frac{16\,985\,426}{1,49650} = 11\,350\,101 \text{ USD}$$

3) vente à la banque A des USD contre EUR

$$\text{on obtient : } 11\,350\,101 * 0,88770 = 10\,075\,485 \text{ EUR}$$

4) Le gain du cambiste est de 75 485 EUR .

## 1.2. 2 Le marché des changes à terme

Sur le marché des changes à terme, les opérateurs négocient un échange de devises aujourd'hui, dont la livraison n'aura pas lieu dans deux jours comme sur les marchés au comptant, mais plus tard, par exemple dans 30 jours, 90 jours ou un autre terme négocié<sup>74</sup>.

Ce marché remplit la fonction de couverture contre le risque de change. En effet, les opérations d'exportation et d'importation comportent généralement des délais de paiement ou de règlement. Pendant ces délais, les fluctuations de change peuvent affecter de façon sensible le montant des sommes converties en monnaie nationale. Pour se couvrir

<sup>74</sup>Fontaine Patrice, *Op.cit.*

contre le risque de change, un exportateur réglé en devises étrangères vend à terme, à sa banque, le montant de sa créance. Il fixe ainsi de façon précise le montant de monnaie nationale qu'il recevra à l'échéance. L'importateur devant régler en devise étrangère achètera à terme, à sa banque, les devises correspondant au montant de sa dette. Il connaît ainsi avec précision le montant en monnaie nationale qu'il devra payer.

Le taux de change à terme est calculé en ajoutant un certain montant (report) ou en retranchant un certain montant (déport) au cours comptant. On parle de Report si le cours à terme est plus élevé que le cours au comptant, et de Déport lorsque le cours à terme est moins élevé que le cours au comptant.

## **Section 2 : Risque de change et techniques internes de couverture**

Dans un système de taux de change flottant, dès qu'une entreprise réalise une opération impliquant une entrée ou une sortie de devises dans les mois ou les années à venir, il y a un risque de change. En effet, l'entreprise ne connaît pas à l'avance le cours de cette devise et donc la contrepartie de ses flux en devises dans sa monnaie nationale. Cette section montre les modalités de la couverture du risque de change.

### **2.1 Risque de change : Définitions et typologie**

#### **2.1.1 Définitions**

Le risque de change est défini comme « *des pertes éventuelles susceptibles d'affecter du fait des variations des parités ou des cours de change des monnaies étrangères les revenus de l'entreprise libellés en devises étrangers* » (Prissert, 1973)<sup>75</sup>. Une entreprise est dans une situation de risque de change dès qu'elle engage une opération commerciale, industrielle ou financière en devise. Le montant de ce risque est mesuré par la position de change.

#### **2.1.2 Position de change**

La position de change d'un opérateur exprime son exposition au risque de change, elle correspond à la mise en balance de ses dettes et créances en devises étrangères. Si le montant des avoirs, par exemple, en euro d'une entreprise nationale n'est pas équilibré par un montant équivalent de ses engagements, la variation du cours devise étrangère/monnaie nationale affectera sa richesse.

*Une position est dite longue*, si les avoirs ou créances en devise (par exemple l'euro) sont supérieurs à ses engagements en cette même devise. Le risque pour l'opérateur est que

---

<sup>75</sup> Prissert, P. (1973), La gestion du Risque de Change. Revue Banque, Octobre 1973.

l'euro se déprécie, que le cours devise étrangère/monnaie nationale s'élève, puisque son actif se dépréciera plus que son passif. Dans cette position, il spéculé à la hausse devise étrangère.

*Une position est dite courte*, si les avoirs ou créances en devise sont inférieurs aux engagements en cette même devise. Le risque est alors une appréciation de la devise, une diminution du cours EUR/ DA par exemple. Dans cette position, l'opérateur spéculé à la baisse de l'euro.

*Une position est dite fermée* si les avoirs et les engagements en devises s'équilibrent, l'opérateur est alors couvert et ne court aucun risque de change.

Le risque de change se manifeste principalement dans trois opérations : importations, exportations, prêts/emprunts<sup>76</sup>.

Cas d'une importation : Pour l'importateur, le risque de change devient réel à la signature du contrat.

Cas d'une exportation : Pour l'exportateur, le risque de change devient réel depuis la réception de la commande jusqu'à la réception du règlement.

Cas des opérations financières : le risque naît dès que les opérations de trésorerie ont été exécutées. C'est à ce stade là que le risque de change est concrétisé.

### **2.1.3 Typologie de risque de change**

- Risque économique : est le risque que les fluctuations du taux de change affectent, d'une manière défavorable, la valeur de l'entreprise. Cette dernière, est sa valeur de marché ou économique égale à la somme des flux de liquidités nets actualisés à l'infini.
- Risque transactionnel : c'est l'effet des variations des taux de change sur les flux monétaires entre le moment où la transaction est engagée et le moment où elle est réglée.
- Risque de consolidation : c'est un risque lié à la conversion des états comptables de filiales étrangères et des profits des filiales en monnaie locale.

## **2.2 Les techniques internes de couverture du risque de change**

L'objet de la couverture du risque de change est de connaître exactement aujourd'hui la contrepartie dans la monnaie de référence des flux en devises futurs. Les entreprises, généralement les multinationales, ont la possibilité de recourir à un certain

---

<sup>76</sup> Hrifia Ahmed, Bamousse Zineb, ( 2018) « les stratégies de couverture contre le risque de change » *Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit* , p.158.

nombre de techniques internes pour se couvrir contre le risque de change. Ces techniques ne nécessitent pas le recours à une banque ou à un marché spécialisé.

### **2.2.1 Le choix de la monnaie de facturation**

Cette technique consiste à libeller les exportations en monnaie nationale et à essayer d'obtenir des fournisseurs étrangers une facturation en monnaie nationale.

Cette procédure élimine toute incertitude : l'exportateur (l'importateur) contractant dans sa devise connaît parfaitement la somme à recevoir (verser) à l'échéance du crédit qu'il accorde (dont il profite). Une facturation en monnaie nationale permet à l'évidence d'éviter de subir le risque de change puisque le montant qui sera perçu à l'échéance est parfaitement connu dès la conclusion du contrat. Le problème est que les intérêts de l'exportateur et de l'importateur sont divergents : chacun d'entre eux cherchera à libeller la transaction dans sa propre monnaie.

### **2.2.2 Le termaillage**

Le principe du termaillage consiste à accélérer les recettes de trésorerie libellées en devises faibles et les décaissements en devises fortes, et à retarder les décaissements en devises faibles et les recettes en devises fortes<sup>77</sup>.

L'exportateur ayant des créances en devises fortes tend à allonger le crédit accordé et à repousser le paiement de son client alors que celui qui a des créances en devises faibles aura le comportement inverse.

L'importateur ayant des dettes en devises fortes accélère le paiement de ses fournisseurs et réduit le crédit qui lui a été accordé initialement tandis que celui qui a des dettes en devises faibles retarde le paiement de ses fournisseurs et cherche à obtenir de nouveaux délais de paiement.

Les techniques visant à mesurer l'évolution des cours de change mobilisent des ressources importantes. La technique du termaillage, basée principalement sur cette estimation de l'évolution des cours, n'est applicable que dans la mesure où le chiffre d'affaires à l'exportation et les pertes potentielles liées aux variations de cours de change justifient la mise en place d'une telle structure.

### **2.2.3 Le recours aux clauses monétaires**

Les clauses monétaires permettent d'adapter les prix d'achat ou le prix de vente des biens et services à l'évolution du cours des devises, ce qui permet à l'importateur et à l'exportateur de réduire leur exposition au risque de change<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> Fontaine Patrice (2011), *Op.cit.*, p.136.

*L'adaptation des prix proportionnelle aux fluctuations de change* : en application de cette clause, l'exportateur et l'importateur acceptent que les fluctuations du cours de la devise de facturation se répercutent sur les prix. Si le cours s'élève, le prix de l'exportation ou l'importation est réduit. S'il baisse, le prix des produits exportés ou importés est augmenté.

*L'adaptation des prix proportionnelle aux fluctuations de change avec franchise* : avec cette clause, l'exportateur et l'importateur acceptent que la hausse et la baisse du cours de la devise de facturation se répercutent sur les prix, mais uniquement au-delà d'une franchise. Cette franchise peut être exprimée en pourcentage ou en variation absolue des cours.

*La clause de risque partagé* : en présence d'une telle clause, l'exportateur et l'importateur s'engagent à supporter chacun une partie de la variation du taux de change susceptible de se produire entre la date de facturation et la date de paiement. Le partage se fait par moitié.

#### **2.2.4 L'escompte pour règlement au comptant**

Elle consiste pour les entreprises exportatrices à accorder à leurs clients étrangers des escomptes afin de les encourager à effectuer des règlements au comptant. L'entreprise exportatrice fixe le taux d'escompte en tenant compte, d'une part, de la possibilité qu'elle a d'injecter immédiatement le produit de ses ventes dans son cycle d'exploitation et, d'autre part, d'un recours éventuel à une couverture par une vente à terme. L'escompte pour règlement au comptant présente pour l'exportateur plusieurs avantages. Il supprime le risque du crédit et le risque de change et il permet d'accroître immédiatement la trésorerie de l'entreprise exportatrice<sup>79</sup>.

#### **2.2.5 La compensation interne ou *netting***

Une entreprise peut limiter son risque de change en compensant les encaissements et les décaissements dans une même monnaie. La position de change ne porte alors que sur le solde. L'entreprise peut donc limiter le nombre de monnaies de facturation de façon à compenser les flux exprimés dans la même devise. Le choix de la monnaie n'est pas à lui seul suffisant, il faut également agir sur les dates de règlement. Car, compte tenu de la réglementation des changes dans plusieurs pays, les exportateurs et les importateurs n'ont pas la possibilité de conserver leurs comptes en devises.

---

<sup>78</sup>Yves Simon et Delphine Lautier (2005), Finance Internationale, 9<sup>ième</sup> édition, Ed. Economica, Paris, p. 441.

<sup>79</sup>Daouas Mohamed, Amel Zenaïdi, Monia Gharbi (2008). Techniques Financières Internationales, cours TFC – HEC Carthage, p 59. Disponible sur: [file:///C:/Users/compaq/Downloads/53bbbaac422bd%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/compaq/Downloads/53bbbaac422bd%20(1).pdf) (Consulté le 2/10/2022).

La compensation bilatérale : Entre deux sociétés qui sont en relation commerciale et qu'elles effectuent des ventes réciproques.

La compensation multilatérale : C'est le système généralement utilisé lorsque les transactions internes sont nombreuses. Le volume total des transferts sera réduit, puisque chacune des sociétés du groupe ne recevra ou ne paiera que le montant net de sa position débitrice ou créditrice.

### **2.2.6 Les centres de refacturation**

C'est une unité du groupe multinational dont l'objet est la centralisation du risque de change. Le centre de refacturation est situé dans un pays où la gestion du risque de change est facile à mener c'est à dire les pays où il n'y a pas de législation des changes et où les instruments de couverture sont importants. Chaque filiale du groupe établit les factures, libellées en monnaie nationale, à l'ordre du centre de refacturation. Ce dernier assure le paiement de la facture et ensuite se fait payer par le client de la filiale. De même, les paiements en devises des fournisseurs étrangers des filiales sont facturés au nom du centre de refacturation. Celui-ci reçoit l'équivalent en monnaie nationale de la filiale et effectuera le paiement en devises au fournisseur. Ainsi, toutes les filiales facturent dans leur propre monnaie, ce qui leur évite toute gestion du risque de change. Généralement le centre de refacturation perçoit une commission pour couvrir ses frais<sup>80</sup>.

### **2.2.7 La mise en commun ( *Pooling* )**

C'est la centralisation la plus large des opérations en devises des différentes entités du groupe. Tous les flux de trésorerie en devises, qu'ils soient entre sociétés du groupe ou entre sociétés du groupe et sociétés externes au groupe, sont centralisés. Les excédents en devises de certaines filiales sont utilisés pour financer les besoins en devises d'autres filiales. L'avantage est que le besoin minimal dans chaque devise est beaucoup plus faible dans ce système centralisé que dans un autre système.<sup>81</sup>

Dans le cadre du *pooling*, le termaillage va permettre de faire correspondre exactement les rentrées et sorties de devises de manière à éviter des immobilisations trop longues en devises et/ou des frais de transaction et de change.

## **Section 3 : Les Techniques externes de couverture du risque de change**

Les couvertures externes, consistant à constater une exposition au risque de change et à la couvrir grâce à des instruments tels que les contrats à terme (forwards), les options,

---

<sup>80</sup> Idem, p 62.

<sup>81</sup> Fontaine Patrice, *Op.cit.*, p. 136.

les swaps de change et de devises, la couverture sur le marché monétaire, les garanties offertes par des organismes d'État ou autres.

### **3.1 La couverture sur les marchés des changes à terme**

Les opérations d'exportation et d'importation comportent souvent des délais de règlements introduisant un aléa dans le montant de monnaie nationale qui sera reçu ou payé à l'échéance de crédits accordés. Tout détenteur d'une créance ou d'une dette en devise risque de subir des pertes dont il peut se protéger par une opération de couverture.

La couverture à terme est la plus utilisée par les entreprises du fait de sa simplicité d'utilisation. Le principe de cette technique est le suivant : Lors d'une exportation, pour se couvrir contre une dépréciation l'entreprise vend à terme les devises. Par contre, lors d'une importation, pour se couvrir contre une appréciation l'entreprise achète à terme les devises. Pour se couvrir, l'entreprise opère une transaction de change à terme auprès de sa banque : les deux entités se mettent d'accord pour échanger une devise contre une autre à un cours fixé immédiatement, l'échange pratique ayant lieu à une date déterminée située au-delà de deux jours ouvrés après la transaction (en deçà de deux jours ouvrés, il s'agit d'une opération au comptant).

#### **3.1.1 Dans le cas d'une exportation**

La banque et l'entreprise effectuent une vente à terme. L'exportateur qui redoute une baisse du cours de la devise vend à terme à une banque le montant de sa créance et détermine, de cette manière, avec précision, la somme en monnaie nationale qu'il recevra à l'échéance du crédit accordé à l'importateur.

L'exportateur a donc transmis à la banque le risque de change auquel il était confronté et dont il souhaitait se débarrasser<sup>82</sup>. La question est de savoir comment procède le banquier pour gérer le risque de change auquel il est désormais confronté ?

Pour se couvrir sur le marché au comptant contre le risque de baisse que lui a transmis son client, le banquier de l'exportateur emprunte la devise dans laquelle est libellée la créance de l'exportateur. Il s'expose à un risque de hausse qui compense le risque de baisse de la devise de la créance. Il vend sur le marché au comptant et obtient de la monnaie nationale qu'il place sur le marché monétaire local ou celui des eurodevises<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup>Yves Simon et Delphine Lautier, *Op.cit.*, p. 448.

<sup>83</sup> Les dépôts en euro-devises sont définis comme des dépôts en devises dans une banque située à l'extérieur du pays d'émission de la devise considérée ( voir le chapitre 5 de ce polycopié pour plus de détails)



A l'échéance de la transaction à terme, le banquier rembourse l'emprunt qu'il a réalisé grâce aux devises cédées par l'exportateur (ces dernières proviennent du paiement qu'effectue l'importateur) et lui verse la somme correspondant en monnaie nationale<sup>84</sup>.

*Exemple 1 : la couverture de l'exportateur*

Un exportateur européen vend des machines-outils aux USA et reçoit une créance de 1 million de dollars payable dans 6 mois. L'exportateur redoute une baisse de la devise américaine par rapport à l'euro et souhaite se couvrir par une vente à terme.

Les données permettant de calculer le taux à terme et la valeur de 1 million de dollars sont les suivantes :

- Le cours au comptant : 1 USD = 0,9090 - 0,9095 EUR;
- Le taux d'intérêt sur l'USD à 6 mois :  $4\frac{3}{8}\%$  -  $4\frac{4}{8}\%$  ;
- Le taux d'intérêt sur EUR à 6 mois :  $6\frac{6}{8}\%$  -  $6\frac{7}{8}\%$ .

Explicitons les opérations et les décisions de l'exportateur :

- À l'époque t :
  - il décide de se couvrir ;
  - il s'engage, par conséquent, à céder au banquier 1 million de dollars au taux à terme (si le taux proposé par la banque lui convient)
- À l'époque t+6 mois :
  - il reçoit 1 million de dollars de l'importateur
  - il cède ce million de dollars à la banque et reçoit la contrepartie en euro au taux à terme accepté à l'époque t ;

Les opérations et les décisions du banquier sont les suivantes :

- À l'époque t :
  - il s'engage à acheter à l'exportateur 1 million de dollars au taux à terme qu'il propose ;
  - il emprunte des dollars pour 6 mois à  $4\frac{4}{8}\%$  ;
  - il vend immédiatement les dollars empruntés sur le marché des changes au comptant au cours de 1 USD = 0,9095 EUR ;
  - il reçoit des euros qu'il place pendant 6 mois sur le marché monétaire européen au taux de  $6\frac{6}{8}\%$ .
- À l'époque t+6 mois :

---

<sup>84</sup>Yves Simon et Delphine Lautier, *Op.cit.*, p. 449.

- il reçoit 1 million de dollars cédés par l'exportateur et lui verse les euros correspondant ;
- il rembourse son emprunt sur le marché monétaire grâce au 1000000 de dollars obtenus de l'exportateur.

En résumé, les dollars ont été empruntés à  $4^{4/8}$  % ; les euros ont été placés à  $6^{6/8}$  %. Il en résulte un gain de  $6^{6/8}$  % -  $4^{4/8}$  %, soit 2,25% sur 6 mois. A l'équilibre, ce gain est constitutif d'un report qui majore le cours au comptant du dollar de :

$$\frac{0,9090 * 2,25 * 180}{360 * 100} = 0,0102$$

Le taux à terme du dollar à 6 mois est donc égal à :  $0,9090 + 0,0102 = 0,9192$ .

A l'époque t, celle à laquelle il décide de se couvrir, l'exportateur est donc assuré d'obtenir :  $1000000 * 0,9192 = 919200$  euros.

Le taux à terme ainsi calculé est approximatif, car il repose sur la version intuitive de la théorie de la parité couverte des taux d'intérêt. Pour en obtenir une valeur précise, il faut avoir recours à la relation fondamentale de cette théorie (voir la section 2 de ce chapitre).

### 3.1.2 Dans le cas d'une importation

La banque et l'entreprise effectuent un achat à terme. L'importateur qui craint une hausse du cours de la devise dans laquelle sa dette est libellée achète à terme auprès d'une banque les devises correspondant au montant de sa dette. Il détermine, de cette manière, avec précision, la somme en monnaie nationale qu'il devra ultérieurement verser. En se couvrant, l'importateur transmet la banque le risque de change auquel il était confronté.<sup>85</sup> Comment Le banquier de l'importateur procède pour gérer le risque de change qui vient de lui être transmis ?

Pour se couvrir sur le marché au comptant, le banquier de l'importateur qui a pris à sa charge le risque de hausse du cours de la devise (et par conséquent le risque de baisse de la monnaie nationale), emprunte la monnaie nationale (il s'expose ainsi à un risque de hausse venant compenser le risque de baisse qui lui a été transmis par son client). Il la vend sur le marché au comptant pour obtenir la devise sur le marché monétaire. A l'échéance de la transaction à terme, le banquier verse à l'importateur les devises dont celui-ci a besoin pour honorer ses dettes et reçoit leur contre valeur en monnaie nationale, ce qui lui permet de rembourser l'emprunt qu'il avait contracté.

<sup>85</sup>Yves Simon et Delphine Lautier , *Op.cit.*, p.448.

### Exemple 2 : la couverture de l'importateur

Un importateur européen achète des machines-outils aux USA et bénéficie d'un crédit de 1 million de dollars payable dans 6 mois. L'importateur redoute une hausse de la devise américaine par rapport à l'euro et souhaite se couvrir par un achat à terme.

Les données permettant de calculer le taux à terme et la valeur de 1 million de dollars sont les suivantes : Le cours au comptant : 1 USD = 0,9090- 0,9095 EUR ;

- Le taux d'intérêt sur le USD à 6 mois :  $4^{3/8}$  % -  $4^{4/8}$  % ;
- Le taux d'intérêt sur EUR à 6 mois =  $6^{6/8}$  -  $6^{7/8}$  %.

Explicitons les opérations et les décisions de l'importateur :

- À l'époque t :
  - il décide de se couvrir ;
  - il s'engage par conséquent à acheter 1 million de dollars au taux à terme (si le taux proposé par la banque lui convient).
- À l'époque t+6 mois :
  - il reçoit 1 million de dollars du banquier et lui cède la contrepartie en euro au taux à terme accepté à l'époque t ;
  - il verse 1 million de dollars à l'exportateur.

Les opérations et les décisions du banquier sont les suivantes :

- À l'époque t :
  - il s'engage à livrer à l'importateur 1 million de dollars au taux à terme qu'il propose ;
  - il emprunte des euros sur le marché monétaire pour 6 mois à  $6^{7/8}$  % ;
  - il vend immédiatement les euros empruntés sur le marché des changes au comptant au cours de 1 EUR = 1 / 0,9095 USD ;
  - il reçoit des dollars qu'il place pendant 6 mois sur le marché monétaire américain au taux de  $4^{3/8}$  %.
- À l'époque t+6 mois :
  - il livre 1 million de dollars à l'importateur et reçoit de ce dernier les euros correspondant ;
  - il rembourse son emprunt sur le marché monétaire européen grâce aux euros versés par de l'importateur.

En résumé, les euros ont été empruntés à  $6^{7/8}$  % ; les dollars ont été placés à  $4^{3/8}$  %. Il en résulte une perte d'intérêt de  $6^{7/8}$  % -  $4^{3/8}$  %, soit 2,5% sur 6 mois. A l'équilibre, cette perte est constitutif d'un déport qui minore le cours au comptant de l'euro de :

$$\frac{1,9095 * 2,25 * 180}{360 * 100} = 0,0137$$

Le taux à terme du dollar à 6 mois est donc égal à : 1,0995 - 0,0137, soit 1,0858 de dollar, ce qui, exprimé en dollar par rapport à l'euro, donne un dollar égal à 1/1,0858, soit 0, 9210 euro.

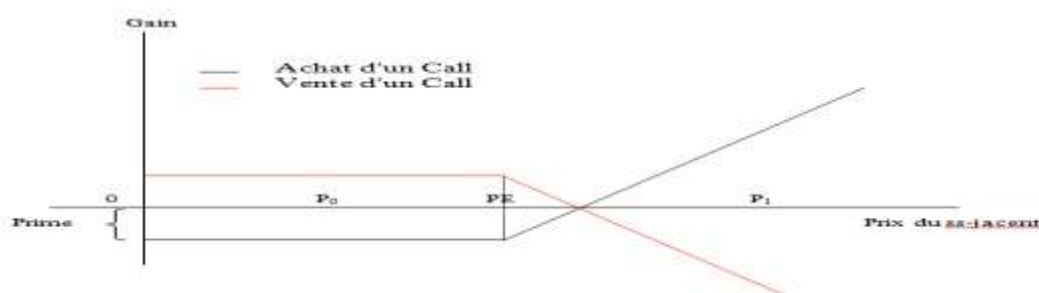
A l'époque t, l'importateur est assuré de déboursier : 1000000 x 0, 9210 = 921000 euros.

La couverture sur les marchés des changes à terme est une sécurité pour l'entreprise. L'exportateur sait d'avance ce qu'il va recevoir en monnaie nationale et l'importateur ce qu'il va payer. Cela peut être utile pour la prévision des budgets et de trésorerie. Cependant sur le marché à terme, les contrats sont fermes et l'entreprise ne pourrait pas bénéficier d'une éventuelle évolution favorable du taux de change. Les options de devise permettent de dépasser les limites des contrats à terme.

### 3.1.2 L'option de change

L'option de change est un contrat donnant à son acquéreur le droit (et non l'obligation) d'acheter ou de vendre un montant donné de devises à une date (ou pendant une période) déterminée et à un cours fixé par avance appelé prix d'exercice, moyennant le paiement d'une prime<sup>86</sup>. Il s'agit d'un contrat optionnel et négociable qui permet de se protéger contre le risque de change, tout en préservant l'opportunité de réaliser un gain de change dans le cas d'une évolution favorable du cours de la devise concernée. Le droit d'acheter une quantité de devises contre une autre est un call (option d'achat). Le droit de vendre est un put (option de vente).

Schéma N° 2 : Le CALL



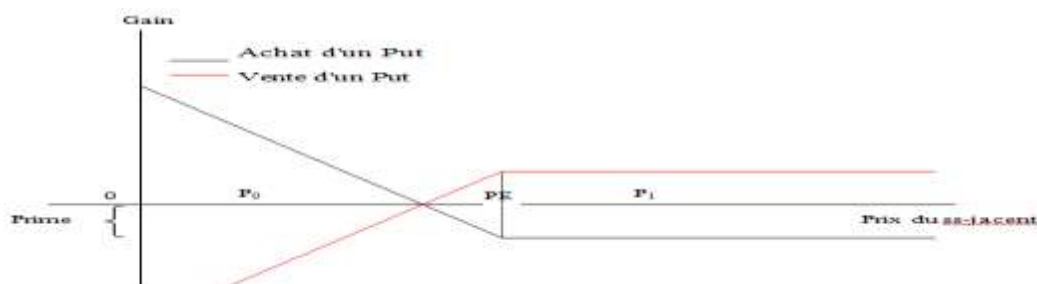
Source : Paquet, P. "Finance internationale", *Polycopié de cours*, quatrième année de Management High-Tech, Rabat, p.24. Disponible sur (<https://docplayer.fr/18945429-Finance-internationale.html>), consulté le 2/10/2021.

Achat d'un Call : la prime payée par l'acheteur lui donne le droit d'exercer son option pendant toute sa durée de vie restant à courir. Mais il n'aura d'intérêt à exercer cette option que si le prix de l'actif sous-jacent vient à dépasser le prix d'exercice PE (par exemple P<sub>1</sub>).

<sup>86</sup> Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves, *Op.cit.*

Si l'option expire sans jamais avoir dépassé le prix d'exercice, l'acheteur perd définitivement sa prime, qui est définitivement acquise au vendeur. Dans tous les cas de figure, ce que l'acheteur gagne, c'est le vendeur qui le perd et vice versa. Le profil de gain du vendeur est totalement symétrique de celui de l'acheteur.

Schéma N° 3 : Le PUT



Source : Paquet, P. "Finance internationale", *Polycopié de cours*, quatrième année de Management High-Tech, Rabat, p.24. Disponible sur (<https://docplayer.fr/18945429-Finance-internationale.html>), consulté le 2/10/2021.

### 3.1.3 La couverture sur le marché monétaire

Le principe est le suivant : L'importateur qui a une position courte en devises peut acheter les devises dont il a besoin pour une date future (la date de paiement) et les placer sur le marché monétaire des eurodevises pour la durée correspondante. L'exportateur qui a une position longue en devises peut emprunter sur le marché des eurodevises. Il vend immédiatement les devises sur le marché comptant pour obtenir de la monnaie nationale. Il remboursera l'emprunt avec les devises reçues de son client.

*Exemple :* Un exportateur européen vend pour 1 500 000 USD et n'est payé que dans 3 mois. Le cours au comptant est de 1 USD = 0,8463 EUR

Le taux d'intérêt USD = 3% l'an ; Le taux d'intérêt EUR = 4% l'an

-L'exportateur emprunte des USD sur 3 mois :  $1\,500\,000 / 1,0075 = 1\,488\,833$

-L'exportateur vend les USD sur le marché au comptant contre des EUR  $1\,488\,833 * 0,8463 = 1\,259\,999$

- L'exportateur place les EUR pendant 3 mois :  $1\,259\,999 * 1,01 = 1\,272\,599$

- Au bout de 3 mois l'exportateur reçoit les 1 500 000 USD de son client et rembourse son emprunt.

- L'exportateur récupère son placement en EUR.

Au final il aura un cours de change de  $1\,272\,599 / 1\,500\,000 = 0,8484$ .

Il bénéficie d'un report de 0,0021.

Cette technique est très similaire à celle de la couverture sur les marchés à terme, cependant dans ce cas il n'y a plus d'intermédiaire. L'entreprise agit seule et doit avoir une bonne connaissance des marchés des changes et des taux d'intérêts.

Cela n'est pas le seul inconvénient dans l'utilisation de cette technique. En effet lors d'une couverture sur le marché monétaire, la transaction figure au bilan de l'entreprise puisqu'elle s'endette et place. Ceci n'est pas le cas sur les marchés à terme puisque c'est la banque qui réalise l'opération. La structure du bilan est donc affectée et les ratios financiers en subissent l'influence.

### **3.1.4 Les avances en devises**

L'avance en devises est une technique de financement du commerce international, mais elle offre également aux exportateurs une couverture contre le risque de change. Cette opération se déroule en trois phases <sup>87</sup> :

- L'exportateur emprunte auprès d'une banque le montant de devise correspondant à la créance qu'il possède sur son client étranger. Si la position de change avait pour origine une créance de 5 millions de dollars, l'exportateur en procédant à un emprunt dans la devise de la créance se constitue un passif qui supprime, à l'échéance de la créance et de l'emprunt, toute position nette en dollar. Dans ces conditions, les hausses et les baisses du taux de change n'ont aucun impact sur les résultats financiers de l'exportateur.
- Les devises empruntées sont immédiatement vendues sur le marché des changes au comptant contre sa monnaie nationale, ce qui permet à l'exportateur de reconstituer sa trésorerie en sa monnaie nationale.
- Le remboursement de l'avance est assuré par les devises versées par l'importateur à l'échéance de la créance.

Pour que l'exportateur soit effectivement couvert contre le risque de change, la devise dans laquelle se fait l'avance doit être identique à celle de la créance. La durée de l'emprunt doit aussi correspondre à l'échéance de la créance sur l'importateur.

### **3.1.5 Les swaps de change**

Les Swap de change et de devises consistent en des opérations d'emprunt et de prêt simultanées et s'apparentent aux opérations d'emprunt et de prêt sur le marché des eurodevises. Ils peuvent aussi être assimilés à une double opération de change au comptant et de change à terme. Leur objet initial est la couverture du risque de change.

Les swaps de devises ont succédé aux prêts parallèles qui s'étaient développés dans certains pays soumis au contrôle des changes. Un swap de devises est un engagement

---

<sup>87</sup>Yves Simon et Delphine Lautier, *Op.cit.*, p. 446.

conclu avec une contrepartie d'échanger un certain montant de devises et des paiements d'intérêt à des dates définies et correspondant à un taux déterminé.

Cet échange permet à une entreprise qui a besoin d'une devise étrangère d'obtenir cette devise, sans risque de change (si la contrepartie ne fait pas défaut) et sans risque direct sur le capital. Il faut que les durées et les montants échangés soient identiques. Dans la plupart des cas, une banque servira d'intermédiaire.

Les swaps de devises permettent aux sociétés de payer les intérêts aux obligataires et de rembourser en fin de période l'emprunt sans se soucier des variations de cours des devises. Ils ne figurent pas au bilan des entreprises. Ils sont intéressants pour couvrir le risque de change sur des périodes longues.

*Exemple :* Un exportateur de marchandise d'un montant de 1 000 USD à la suite d'une vente de marchandises à l'étranger par crédit commercial d'1 an.

Pour ne pas courir de risque de change, l'exportateur contracte un swap (emprunteur en dollars, prêteur en euros) qu'il oblige à céder 1 000 USD en  $t = 1$  et il les livre à l'exportateur pendant la période  $t = 0$  à  $t = 1$  aux conditions figurant au tableau (3.1). Les taux de change au comptant et à terme sont respectivement égaux à 1,45 USD / 1 EUR et à 1,4 USD / 1 EUR.

	t = 0	t = 1 an
Swap	+ 1 000 USD - 1 000 / 1,45 EUR	- 1 000 USD + 1 000 / 1,4 EUR

La position globale de l'exportateur, opération commerciale + swap, est donnée au tableau suivant :

	t = 0	t = 1 an
Opération commerciale	Négociation	+ 1 000 USD
Swap	+ 1 000 USD - 1 000 / 1,45 EUR	- 1 000 USD + 1 000 / 1,4 EUR
Solde global	0 USD 0 EUR	+ 714 EUR

En  $t = 1$ , l'exportateur n'aura plus de risque de change puisque les positions de change à terme en dollars s'annulent. L'opération se traduit par un résultat identique à celui d'une couverture sur le marché à terme, ce qui est normal puisque le but d'un swap est de remplacer une opération de change à terme, d'achat ou de vente de futures, une opération sur le marché monétaire ou encore une avance en devises.

### 3.1.6 La couverture par une société d'assurance

En France, la Coface offre aux entreprises exportatrices et importatrices une garantie de change basée sur leurs prévisions de courants d'affaires libellés en devises.. En couvrant 100% de la perte de change, la Coface assure la stabilité de leurs revenus (pour les exportateurs) et de leur dépenses, quelque soit l'évolution du cours de la monnaie de

facturation. Les entreprises recourant à cette technique sont des petites entreprises peu familiarisées avec les opérations financière internationale<sup>88</sup>.

Il est montré, à travers ce chapitre, que l'environnement économique et financier des entreprises opérant au plan local et à l'international est de plus en plus marqué par une volatilité accrue des monnaies. Dès lors, le niveau de compétitivité de cette dernière restent liées en partie à sa capacité à s'adapter à l'évolution perpétuelle de cet environnement ; d'où la nécessité pour elle de disposer de techniques de couverture de risque de change.

### Série d'exercices N°3

#### Exercice 01:

Un client français demande à sa banque de convertir 500 000 USD, provenant d'exportations, en EUR. Les données sur le marché des changes *spot* sont les suivantes :

A Paris : EUR/USD = 0.8704-25 . A Londres : GBP/USD = 1.4140-50

A Paris : EUR/GBP = 0.6113-18

Comment la banque interviendra-t-elle sur le marché des changes pour réaliser des gains pour le compte de sa clientèle ?

#### Exercice 2 :

La société XYZ a plusieurs filiales aux États-Unis, au Japon, en Allemagne, au Royaume-Uni et en Suisse. Ses comptes sont établis en euros. Jusqu'à présent, cette multinationale a maintenu pour chaque filiale des excédents de trésorerie correspondant à deux écarts types au-dessus des flux moyens attendus dans chaque pays. Quelle économie pourrait réaliser XYZ en centralisant sa trésorerie, par exemple à Bruxelles ? Pour cela, les flux dans chaque pays sont supposés normalement distribués et indépendants les uns des autres.<sup>89</sup>

Pays	Flux moyen attendu	Écart type
États-Unis	25 000 000 EUR	5 000 000 EUR
Japon	40 000 000 EUR	4 000 000 EUR
Royaume-Uni	30 000 000 EUR	7 000 000 EUR
Suisse	20 000 000 EUR	5 000 000 EUR

#### Exercice 3 :

Vous êtes responsable import dans une entreprise française. Vous devez importer des machines des États-Unis pour une valeur de 2 000 000 \$ payable dans 3 mois. Le taux de change au comptant est 1€ = 4\$ ; Le taux de change à terme dans 3 mois est : 1€ = 1\$

1. Quelle est votre position de change ? Quel(s) risque(s) encourez-vous ?
2. Vous décidez de vous couvrir en passant un contrat à terme avec votre banque. Expliquez le principe.
3. Quel sera alors le coût des importations pour votre entreprise ?

Vous décidez de vous couvrir avec une option de change

4. Quelle position devez-vous prendre sur le marché des options ?

#### Éléments de réponse à l'exercice 1

Pour répondre aux besoins de son client, le cambiste a la possibilité d'effectuer une vente directe de (USD/EUR) sur le marché ou une vente indirecte de (USD/EUR) en passant par l'intermédiaire de la GBP.

1<sup>er</sup> cas : Vente directe de USD/EUR à Paris : USD→EUR = 500 000 x 1/0.8725 = 573 065.9 EUR

2<sup>ème</sup> cas : Vente indirecte de (USD/EUR) en passant par Londres : USD→GBP→EUR  
(USD/GBP) = 500 000 x 1/1.4150 x 1/0.6118 = 500 000 x 1/0.8657 = 577 569.3 EUR

<sup>88</sup> Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 446.

<sup>89</sup> Fontaine Patrice (2011), "*Marchés des changes*", *op.cit.*, p 144.



La vente indirecte est plus profitable. Le gain d'arbitrage s'élève à 4503.4 EUR. De ce gain, il faut déduire les coûts de transactions.

### Eléments de réponse à l'exercice 2

Afin d'éviter les erreurs de prévision des flux futurs, les filiales maintiennent l'équivalent de deux écarts types au-dessus des flux moyens attendus dans chaque pays. Globalement, le flux moyen attendu pour l'ensemble des filiales est égal à  $25 + 40 + 30 + 20$  millions d'euros, soit 115 millions d'euros, et la marge de sécurité (deux fois l'écart type par pays qu'il faut additionner) est égale à  $10 + 8 + 14 + 10$  millions d'euros, soit 42 millions d'euros.

Si la gestion de trésorerie en devises est centralisée, il faut calculer l'écart type associé au flux moyen global, 115 millions d'euros. Les flux étant indépendants, les covariances sont nulles et donc  $\text{Var } G = \text{Var } A + \text{Var } B + \text{Var } C + \text{Var } D$ , soit  $(25 + 16 + 49 + 25) \times 1012 = 115 \times 1012$ , donc l'écart type est égal à 10,72 millions d'euros.

La marge de sécurité se monte dans ce cas à 21,44 millions d'euros. La centralisation permet de réduire la marge de sécurité de 20,56 millions d'euros, ce qui se traduit par un gain d'opportunité (économie d'intérêt).

### Eléments de réponse à l'exercice 3

a) Pour couvrir cette position en utilisant un placement en francs suisses de manière à connaître exactement le nombre d'euros que cela coûte en  $t = 0$ , il faut acheter des francs suisses aujourd'hui et les placer sur 6 mois de manière à obtenir exactement 1 000 000 CHF. Avec un taux de rémunération du placement de 5 % en termes annuels, cela signifie qu'il faut placer  $1\,000\,000 \text{ CHF} / [1 + (5\% / 2)]$ , soit 975 609 CHF. Cet achat de 975 609 CHF coûtera, au cours de change au comptant, 1,6 CHF / 1 EUR, 609 755 EUR.

	t = 0	t = 180
Opération commerciale	Achat de marchandises payable dans 6 mois	- 1 000 000 CHF
Achat de devises	Coût 975 609 CHF / 1,6 soit - 609 755 EUR + 975 609 CHF	
Placement des devises à 5 %	975 609 CHF	+ 1 000 000 CHF
Opération globale	609 755 EUR 0 CHF	0 EUR 0 CHF

b) la couverture de la position de change par une couverture à terme se traduirait par la négociation en  $t = 0$  d'un achat à terme de 1 000 000 CHF au cours à terme de 1,616 CHF / EUR et donc par une sortie d'argent de 618 811 EUR en  $t = 6$ .

	t = 0	t = 180
Opération commerciale	Achat de marchandises payable dans 6 mois	- 1 000 000 CHF
Couverture à terme	Négociation d'un achat à terme de 1 000 000 CHF au cours de 1,616 CHF / EUR	+ 1 000 000 CHF - 618 811 EUR
Opération globale		- 618 811 EUR

A la fin de la seconde guerre mondiale, se sont développées des organisations des institutions financières dont les actionnaires sont des États ou des banques centrales. La crise financière et monétaire des années trente avait déjà donné naissance à la Banque des règlements internationaux (BRI). Le souci d'éviter une répétition des problèmes engendrés par la politique protectionniste des gouvernements de l'époque conduira la création des institutions issues des accords de Bretton Woods : le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. L'objet de ce chapitre est de présenter le rôle et le fonctionnement des principales organisations financières internationales.

## **Section 1 : Le Fonds Monétaire International**

Le Fonds monétaire international est créé en 1944 afin de faire respecter la libre convertibilité (basée sur le dollar des États-Unis) des monnaies entre elles pour les opérations courantes et la fixité des taux de change. Il intervient particulièrement auprès des pays dont la balance des paiements est en grave déséquilibre. Pour soutenir les pays en difficulté financière, le Fonds accorde des facilités de crédit - droits de tirage - financées par les dépôts - quotes-parts des États membres<sup>90</sup>.

### **1.1 Objectifs**

Les buts assignés au FMI par ses Statuts sont les mêmes aujourd'hui qu'en 1944. L'objectif premier du FMI est de veiller à la stabilité du système monétaire international. Instrument de régulation financière et d'aide aux pays en développement, il est notamment chargé de permettre aux pays membres de surmonter des crises temporaires de financement de leur déficit de la balance des paiements. Son action consiste à accorder des prêts aux pays connaissant ce type de difficultés, ceux-ci devant en contrepartie mettre en œuvre des politiques d'ajustement structurel. Le FMI exerce une surveillance sur les politiques de change des États membres et adopte des principes spécifiques pour les guider en ce qui concerne ces politiques.

### **1.2 Les ressources du FMI**

Ses ressources lui sont fournies à partir de trois provenances, principalement : 1) les souscriptions, 2) les accords généraux d'emprunt et 3) les Droits de Tirage Spéciaux (DTS).

**1.2.1 Les souscriptions :** Le FMI reçoit ses ressources de ses pays membres. La souscription de chaque pays membre (quote-part) est fonction du poids de chacun d'eux dans l'économie mondiale. Lorsqu'il devient membre du FMI, un pays doit régler 25% de

---

<sup>90</sup> Josette Peyarard , ( 1999), *Op.cit.*

sa quote-part en monnaies étrangères acceptées à l'échelon international (devises telles que le Dollar, Yen et Euro) ou en DTS; et 75% en sa propre monnaie<sup>91</sup>. La quote-part influe sur le poids exercé par le pays dans les décisions du FMI.

**1.2.2 Les accords généraux d'emprunt:** Le FMI peut emprunter auprès des sources officielles ou privées s'il considère que sa capacité de prêt risque d'être insuffisante pour répondre aux besoins de ses pays membres (cas de crise financière)<sup>92</sup>.

**1.2.3 Les Droits de Tirage Spéciaux (DTS):** Le FMI a créé en 1969 le droit de tirage spécial (DTS). Cette unité monétaire artificielle est composée d'un panier de monnaies nationales<sup>93</sup>.

Le DTS sert d'instrument de réserve internationale pour compléter les réserves existantes des pays membres (or, devises, position de réserve au FMI). Le DTS est l'unité de compte du FMI : c'est l'unité de base des quotes-parts et des prêts.

### 1.3 Les emplois

Le FMI dispose, à titre principal, de deux formules de crédit connues sous les dénominations de : **Accords de confirmation, Mécanisme élargi de crédit**. Il s'y ajoutera, au fur et à mesure, d'autres facilités<sup>94</sup>.

**Les accords de confirmation<sup>95</sup> :** La première fois qu'un pays rencontre des difficultés d'équilibre de la balance des paiements, il peut demander à faire un tirage sur sa tranche de réserve, qui est la fraction de sa quote-part qu'il avait versée en devises, soit 25 % de sa souscription.

**Le mécanisme élargi de crédit (MEDC):** Lorsqu'un pays se heurte à de graves problèmes de balance des paiements à moyen terme, en raison de faiblesses structurelles qui tarderont à être corrigées, le FMI peut apporter son concours au processus d'ajustement dans le cadre du mécanisme élargi de crédit (MEDC). Par rapport au soutien qu'offre la

---

<sup>91</sup>Le Conseil des Gouverneurs du FMI procède par intervalles de 5 ans maximum à une révision générale des quotes-parts et, lorsqu'il le juge approprié, propose un ajustement. Un pays membre peut, en outre, à tout moment demander une modification de sa quote-part.

<sup>92</sup> Le FMI dispose de deux mécanismes multilatéraux d'emprunt permanents — les nouveaux accords d'emprunt (NAE) élargis et les accords généraux d'emprunt (AGE) — dont la capacité totale est, en 2018, de 370 milliards de DTS (environ 508 milliards de dollars). En avril 2010, le Conseil d'administration a adopté la proposition d'accroître et d'assouplir davantage les NAE, ainsi portés à 367,5 milliards de DTS, en ajoutant treize nouveaux participants, dont un certain nombre de pays émergents qui apportent une contribution importante à cette expansion considérable.

<sup>93</sup> Ce panier est revu tous les 5 ans pour veiller à ce que les monnaies dont il se compose soient représentatives des monnaies utilisées dans les transactions internationales et que leurs pondérations reflètent l'importance relative dans le commerce et les systèmes financiers internationaux

<sup>94</sup> Josette Peyarard, (1999), *Op.cit.*

<sup>95</sup>L'accord de confirmation couvre généralement une période de 12-24 mois, mais ne va pas au-delà de 36 mois, son objectif étant de s'attaquer à des problèmes de balance des paiements à court terme. Le taux du prêt est lié au taux d'intérêt du FMI (fondé sur le marché, lié au taux d'intérêt du DTS).

formule d'un accord de confirmation, ce concours prévoit un accompagnement plus prolongé du FMI à l'appui d'un Programmed'Ajustement Structurel (conditionnalités)<sup>96</sup>. Les difficultés rencontrées par de nombreux pays dans la mise en œuvre de ces conditionnalités ont déclenché une vague de critiques qui ont amené, en 2002, le FMI à réviser ses procédures. Les conditionnalités ne sont plus des actions standardisées imposées à tous et que chaque pays doit exécuter de façon mécanique. Désormais elles ont été assouplies pour tenir compte de la réalité des pays qui peuvent ainsi bénéficier d'un programme personnalisé.

#### **1.4 Le rôle du FMI dans la stabilité du système financier**

Les objectifs initiaux du FMI, établis au moment de sa constitution (à Bretton Woods), étaient : la surveillance du système monétaire international existant à ce moment-là, la promotion de la coopération monétaire internationale, la stimulation du développement du commerce international, l'assurance de la stabilité des taux de change, le contrôle des déséquilibres des balances des paiements et le renforcement de la crédibilité des états membres par l'intermédiaire d'une assistance technique.

Suite aux crises financières des années 90, l'activité du Fonds a été étendue vers la prévention et la résolution des crises financières<sup>97</sup>. La résolution des crises et la fonction de prêteur en dernier ressort au niveau international ne sont pas clairement stipulées dans son statut. Malgré tout cela, le Fonds a soutenu les économies des Etats en crise ayant en même temps un rôle dans la coordination des actions liées à la sortie de la crise.

La surveillance des politiques économiques et financières des Etats membres se trouve à présent au centre de sa mission. Des Programmes d'Evaluation du Secteur Financier (*Financial Sector Assessment Programs – FSAP*) qui analysent la stabilité du secteur financier dans son ensemble, ont été développés. Ces programmes sont destinés à détecter l'existence des facteurs de vulnérabilité et à évaluer la résistance du système financier à des chocs potentiels. Le FMI avec la Banque Mondiale et la Banque Européenne de Reconstruction et Développement, ont défini un ensemble d'indicateurs de solidité financière (*Financial Soundness Indicators – FSI*), qui prennent en considération l'adéquation du capital, la sensibilité au risque de marché, la qualité des actifs, les revenus,

---

<sup>96</sup>Les conditionnalités du FMI sont un ensemble de mesures qui vise à libéraliser les économies planifiées se trouvant en crise, à travers notamment : le désengagement de l'Etat dans l'activité économique (réduction des dépenses publiques), la privatisation des entreprises publiques, la libéralisation des prix, la libéralisation du commerce extérieur. L'objectif étant de stabiliser les indicateurs macroéconomiques (l'inflation, le solde commercial et le budget de l'Etat).

<sup>97</sup> Uzan, M. (1996), *The Financial System Under Stress*, Edition Routledge, Londres & New York

le profit et la liquidité des institutions bancaires. A côté du FMI, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) est l'une des institutions qui jouent un rôle important dans la surveillance prudentielle internationale.

### **1.5 La pandémie de COVID-19 et les interventions du FMI**

La pandémie de COVID-19 a déclenché une série de chocs sur l'ensemble des pays membres du Fonds, créant de graves perturbations dans le système économique et financier mondial. En conséquence, de nombreux pays émergents et pays en développement membres (EMDC) sont confrontés à des besoins de financement urgents créant une demande immédiate importante de ressources du FMI. Afin de répondre aux besoins de financement importants et urgents des membres, l'action du FMI comporte cinq volets.

- **L'instrument de financement rapide (IFR)** du FMI peut offrir une assistance financière rapide à tous les pays membres qui ont un besoin de financement urgent de la balance des paiements. Cet instrument a été créé dans le cadre d'une réforme plus large destinée à accroître la souplesse du dispositif de prêts de l'institution pour lui permettre de répondre aux besoins divers des pays membres. L'IFR a remplacé le précédent instrument d'aide d'urgence du FMI et peut être utilisé dans des circonstances très variées. Pour faire face à l'urgence et à l'ampleur des besoins de financement des pays membres engendrés par la COVID-19, les limites d'accès de ces guichets ont été provisoirement relevées jusqu'au 31 décembre 2021. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2022, les limites d'accès annuel du guichet ordinaire et du guichet pour catastrophes naturelles de grande ampleur ont été ramenées à leurs niveaux prépandémiques de 50 % et de 80 % de la quote-part, respectivement. Cependant, les limites d'accès cumulé de ces deux guichets resteront à 150 % et à 183,33 % de la quote-part, respectivement, jusqu'au 30 juin 2023.
- **La facilité de crédit rapide (FCR)** permet de fournir rapidement et sans conditionnalité ex post une aide financière concessionnelle à des pays à faible revenu ayant des besoins urgents de financement de leur balance des paiements, dans des situations où un programme économique à part entière n'est pas nécessaire ou bien n'est pas faisable<sup>98</sup>. Face à l'ampleur et à l'urgence des besoins de financement des pays membres engendrés par le covid, les limites d'accès du guichet pour les chocs exogènes et du guichet pour les catastrophes naturelles de grande ampleur ont été provisoirement relevées. Les limites d'accès au titre du guichet pour les chocs exogènes ont

---

<sup>98</sup> <https://www.imf.org/fr/About/Factsheets/Sheets/2016/08/02/21/08/Rapid-Credit-Facility> (Consulté le 07/08/2022).

été temporairement relevées de 50 % à 100 % de la quote-part par an et de 100 % à 150 % de la quote-part sur une base cumulée jusqu'au 31 décembre 2021.

## **Section 2 : Le Groupe Banque mondiale**

Depuis sa création en 1944, la Banque mondiale s'est élargie pour passer d'une seule institution à un groupe de cinq organismes de développement étroitement liés entre eux. Sa mission a aussi évolué : initialement chargée de soutenir le processus de reconstruction et de développement d'après-guerre (d'où son nom), la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) a désormais pour objectif de réduire la pauvreté dans le monde au côté de son institution affiliée, l'Association internationale de développement (IDA) et les autres institutions du Groupe de la Banque mondiale. Le Groupe Banque mondiale poursuit deux objectifs ambitieux : mettre fin à l'extrême pauvreté en l'espace d'une génération et promouvoir une prospérité partagée. Ces deux objectifs visent respectivement à : réduire à 3 % la proportion de personnes vivant avec moins de 1,90 dollar à l'horizon 2030 ; et favoriser, dans chaque pays, la croissance du revenu des 40 % les plus pauvres<sup>99</sup>.

### **2.1 La Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD)**

La BIRD a été fondée en 1944 afin d'accompagner la reconstruction de l'Europe au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. De nos jours, ses prêts et son assistance sont essentiellement dirigés vers les pays à revenu intermédiaire. La BIRD œuvre aujourd'hui étroitement avec les autres institutions du Groupe pour aider les pays en développement à réduire la pauvreté, promouvoir la croissance économique et bâtir la prospérité. La BIRD appartient à ses 189 pays membres. Elle fournit des ressources financières mais aussi des services techniques et d'appui aux connaissances ainsi que des conseils stratégiques ; ses clients sont des pays en développement à revenu intermédiaire ou plus pauvres mais solvables. Plus précisément, la BIRD contribue, entre autre, à la satisfaction des besoins de développement humains et sociaux que les créanciers privés ne financent pas, protège la solidité financière des emprunteurs en leur fournissant un appui en période de crise, facilite l'accès des pays aux marchés financiers à des conditions souvent plus favorables que celles qui auraient pu être obtenues sans son appui.

### **2.2 La Société Financière Internationale**

La SFI, créée en 1956, est chargée de favoriser le développement de l'investissement privé dans les pays en développement et de promouvoir dans ces pays un environnement favorable à la croissance. La SFI est la plus importante institution mondiale

---

<sup>99</sup> <http://www.banquemonde.org/fr/about/what-we-do> (Consulté le 02/9/2022).

d'aide au développement dont les activités concernent exclusivement le secteur privé. Son capital est détenu par 184 pays membres qui définissent ensemble ses politiques. L'action qu'elle mène dans plus de 100 pays en développement permet aux entreprises et institutions financières des pays émergents de créer des emplois, de produire des recettes fiscales, de renforcer le gouvernement d'entreprise, d'améliorer les résultats au plan environnemental et de contribuer au bien-être de leurs communautés. Les priorités stratégiques de la SFI sont <sup>100</sup> :

- Privilégier les marchés pionniers ;
- Éliminer les obstacles à la croissance du secteur privé dans les domaines de l'infrastructure, de la santé, de l'éducation et des marchés locaux des capitaux
- Cultiver les relations à long terme avec les clients dans les marchés émergents.

La SFI facilite et appuie des occasions d'affaires dans les pays en développement, plus précisément dans les trois secteurs d'activités suivants : services d'investissement (prêts, équité, financement du commerce, financement structuré, syndication); services consultatifs (conseils, résolution de problèmes et formation); gestion des biens (mobilisation et gestion de fonds d'immobilisations de pays tiers aux fins d'investissements dans les marchés en développement). Au cours de l'exercice 2014, la SFI a investi plus de 17,26 milliards \$ US<sup>101</sup>.

**2.3 L'Association Internationale de Développement (IDA)** est l'institution de la Banque mondiale qui aide les pays les plus pauvres de la planète. Fondée en 1960, l'IDA vise à réduire la pauvreté en accordant des prêts (appelés « crédits ») et des dons destinés à des programmes de nature à stimuler la croissance économique, à réduire les inégalités et à améliorer la vie des plus démunis. L'action de l'IDA complète celle de l'autre guichet de prêt de la Banque mondiale, la BIRD. La BIRD et l'IDA partagent donc le même personnel et le même siège et évaluent les projets suivant les mêmes normes rigoureuses. L'IDA prête des fonds à des conditions concessionnelles. Cela signifie que les crédits de l'IDA portent un intérêt très faible ou nul et que les remboursements sont étalés sur 25 à 38 ans, dont un différé d'amortissement de 5 à 10 ans. L'IDA accorde également des dons aux pays menacés de surendettement. Outre les prêts concessionnels et les dons, l'IDA apporte des allègements de dette. L'IDA figure parmi les principaux bailleurs de fonds des 77 pays

---

<sup>100</sup> [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Multilingual\\_Ext\\_Content/IFC\\_External\\_Corporate\\_Site/Home\\_FR](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Multilingual_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Home_FR) (Consulté le 02/10/2022).

<sup>101</sup> <http://delegatescommerciaux.gc.ca/development-developpement/assets/pdfs/fr157317.pdf> (Consulté le 02/10/2022).

les plus pauvres de la planète, dont 39 se trouvent en Afrique, et représente la plus importante source de contributions des donateurs aux services sociaux de base dans ces pays<sup>102</sup>.

**3.2.4 L'Agence Multilatérale de Garantie des Investissements (AMGI)** a pour objectif de promouvoir les apports d'investissement direct étranger (IDE) aux pays en développement, en fournissant aux investisseurs et créanciers des garanties (assurance contre les risques politiques et rehaussement de crédit). Les garanties de la (AMGI) protègent les investissements contre les risques non commerciaux et peuvent aider les investisseurs à accéder à des sources de financement à des conditions et modalités bonifiées. La durée des garanties offertes par la (AMGI) est d'un an au minimum et de 15 ans au maximum (voire même de 20 ans si la nature du projet le justifie). La (AMGI) peut assurer les investissements sous forme de participation à concurrence de 90 % du montant investi<sup>103</sup>.

**2.5 Le Centre International pour le Règlement des Différends Relatifs aux Investissements (CIRDI)** a été institué par la Convention pour le règlement des différends relatifs aux investissements entre Etats et ressortissants d'autres Etats (la Convention du CIRDI ou la Convention). La Convention est entrée en vigueur le 14 octobre 1966, suite à sa ratification par 20 pays. Au 10 avril 2006, 143 pays avaient ratifié la Convention pour devenir des Etats contractants. Conformément aux dispositions de la Convention, le CIRDI fournit des services de conciliation et d'arbitrage des différends relatifs aux investissements entre des Etats contractants et des ressortissants d'autres Etats contractants<sup>104</sup>.

### **Section 3 : Les banques régionales et la Banque des règlements internationaux**

En plus des institutions de Bretton woods, il existe d'autres institutions à savoir les banques régionales de développement (telles que la Banque européenne d'investissement, le groupe de la Banque africaine de développement ...etc.). Elles sont fondées sur le modèle de la Banque mondiale. Mais, contrairement à cette dernière, les actionnaires majoritaires sont les pays membres régionaux et exercent, de ce fait, un rôle prépondérant dans les décisions du conseil d'administration. Les banques régionales de développement,

---

<sup>102</sup> [http://ida.worldbank.org/sites/default/files/pdfs/ida\\_french\\_brochure\\_2016.pdf](http://ida.worldbank.org/sites/default/files/pdfs/ida_french_brochure_2016.pdf) (Consulté le 01/10/2022).

<sup>103</sup> Agence Multilatérale de Garantie des Investissements, groupe de la banque mondiale (2015), Disponible à [https://www.miga.org/documents/IGG\\_French\\_final.pdf](https://www.miga.org/documents/IGG_French_final.pdf) (Consulté le 02/10/2017).

<sup>104</sup> <https://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc-fra/intro.htm> (Consulté le 04/10/2022).



au travers de leurs fonds spéciaux et de leurs institutions spécialisées, financent uniquement les projets et programmes dans leurs pays membres régionaux.

### 3.1 La Banque africaine de développement

La Banque africaine de développement a pour objectifs de financer le développement de l'économie des pays membres africains, essentiellement par l'octroi de prêts et d'encourager les investissements publics ou privés, l'assistance technique et financière ainsi que la coopération avec d'autres agences ou organismes de développement.

La Banque a débuté ses opérations en 1966. Son capital, initialement fixé à 250 millions de BUA<sup>105</sup>, fut régulièrement augmenté. Originellement composée d'États indépendants et exclusivement africains, la banque a admis des membres non régionaux depuis 1982. Son organisation rappelle celle d'autres organismes financiers internationaux : chaque membre désigne un gouverneur (fréquemment le ministre des Finances) et un suppléant. Le conseil des gouverneurs, qui se réunit au moins annuellement, est l'instance dirigeante de la Banque. Chaque pays y dispose d'un nombre de voix proportionnel à son importance économique. Le président de la Banque, quant à lui, est élu pour cinq ans par le conseil des gouverneurs et dirige le conseil d'administration ; il est assisté de trois vice-présidents<sup>106</sup>.

La BAD compte 54 pays africains membres régionaux et 26 pays non africains, membres non régionaux<sup>107</sup>.

Le Groupe **BAD** comprend aussi d'autres institutions qui sont :

- le Fonds Africain de Développement (FAD) fondé en 1972, qui est le guichet concessionnel du Groupe **BAD**. Il contribue à promouvoir le développement économique et social dans les pays africains les moins développés, en octroyant des financements concessionnels dédiés à la mise en œuvre de projets et de programmes, et une assistance technique pour mener des études et des activités de renforcement des capacités. Le Fonds compte 27 pays contributeurs qui œuvrent en faveur de 40 pays en Afrique ;
- le Fonds Spécial du Nigeria (FSN) créé en 1976, par un accord entre le Groupe **BAD** et le gouvernement nigérian. Ce fonds a pour objectif de soutenir des pays membres régionaux à faible revenu dont la situation économique ou social nécessitent des prêts à des taux concessionnels. Les ressources du FSN sont

---

<sup>105</sup> C'est l'unité de compte de la Banque, correspondant à un dollar jusqu'en 1971.

<sup>106</sup> Caroline Sagesser (1998) les institutions financières internationales, Courrier hebdomadaire du CRISP, Courrier hebdomadaire n01601 - 1998

<sup>107</sup> <https://www.umoatitres.org/fr/banque-africaine-de-developpement-bad/> (Consulté le 05/09/2022).

allouées par projet et non par pays contrairement à celles du Fonds africain de développement (FAD).

Le Groupe BAD est un acteur clé pour le développement des marchés financiers en Afrique. A ce titre, la BAD travaille avec plusieurs initiatives et partenariats parmi lesquels:

- le Partenariat pour le développement du secteur financier en Afrique (Making Work Finance For Africa) lancé en 2007 par le groupe G8<sup>108</sup>.
- l'Initiative des marchés financiers africains (African Financial Markets Initiative (AFMI)) créée en 2008 pour développer les marchés obligataires en monnaie locale en Afrique<sup>109</sup>.

Les appels d'offres pour les projets financés par la Banque sont réservés aux entreprises des pays membres du Groupe, alors que les possibilités offertes par le Fonds africain de développement sont accessibles à toutes les entreprises. La responsabilité de la gestion de l'approvisionnement revient au pays emprunteur<sup>110</sup>.

L'appel d'offres international constitue la principale méthode d'approvisionnement de biens et de travaux pour les projets financés par la BAfD. La Banque peut aussi autoriser d'autres méthodes d'approvisionnement au besoin<sup>111</sup>. L'appel d'offres à l'échelon national est généralement utilisé pour les contrats visant des biens ou travaux d'une valeur peu élevée qui n'intéresseraient probablement pas les sociétés internationales. La consultation de fournisseurs à l'échelon international ou national est utilisée pour acheter des biens ou marchandises ordinaires facilement disponibles<sup>112</sup>.

### **3.2 La Banque asiatique de développement**

La Banque asiatique de développement a pour but de promouvoir le développement économique et la coopération entre les pays asiatiques, au moyen de prêts, d'octroi d'une assistance technique et de promotion de l'investissement. C'est une banque multilatérale de développement qui a pour mission de réduire la pauvreté dans la région de l'Asie-Pacifique en misant sur la croissance économique durable, le développement social et la saine gestion.

---

<sup>108</sup>[www.mfw4a.org](http://www.mfw4a.org). (consulté le 3/10/2022).

<sup>109</sup>[www.africanbondmarkets.org](http://www.africanbondmarkets.org) (consulté le 15/10/2022).

<sup>110</sup><https://www.delegatescommerciaux.gc.ca/tcs-sdc/assets/pdfs/fr157307.pdf>(consulté le 02/09/2022).

<sup>111</sup> comme l'appel d'offres national, l'appel d'offres international restreint, la consultation de fournisseurs à l'échelon international ou de fournisseurs à l'échelon national et les achats négociés directement.

<sup>112</sup><https://www.delegatescommerciaux.gc.ca/tcs-sdc/assets/pdfs/fr157307.pdf>(consulté le 16/09/2022).

L'idée de la création de la Banque a pris naissance au sein de l'ONU, et a été adoptée à la conférence ministérielle de Manille en 1965. Fondée en 1966, elle appartient à ses 67 pays membres, la plupart issus de la région de l'Asie-Pacifique. Le Canada est le deuxième actionnaire membre de la BAD hors de cette région en importance et le septième actionnaire au total.

Elle est également une agence d'exécution pour les programmes de développement des Nations Unies. La Banque travaille en collaboration avec le FMI et la Banque mondiale, collaboration qui s'est renforcée lors de la crise asiatique de 1997.

Les prêts, l'aide technique et les subventions sont les principaux instruments financiers de la BAD. La plupart des prêts sont accordés au secteur public, principalement pour des projets d'infrastructures de grande envergure. La Banque octroie aussi des subventions et des prêts d'aide technique à ses pays en développement membres afin qu'ils puissent embaucher des experts-conseils qui les aideront à déterminer les possibilités de projets de développement et à élaborer ces projets.

Les prêts accordés par la BAD pour les projets d'infrastructures se situent pour la plupart dans les secteurs suivants : le transport et développement urbain, (projets de routes, de chemins de fer, de ports marins et d'aéroports); l'environnement, (approvisionnement en eau, traitement des déchets et gestion environnementale); l'énergie ; l'agriculture et les ressources naturelles; et la technologie de l'information et les télécommunications.

L'objectif de la BAD à l'égard du secteur privé consiste à accroître le flux des capitaux vers et dans les pays en développement membres de la BAD et à développer ces flux vers de nouveaux pays et secteurs. La stratégie 2020 de la BAD met l'accent sur la nécessité de la participation du secteur privé au développement du marché des capitaux et des infrastructures, sur l'utilisation généralisée de l'amélioration des termes de crédit et sur la formation d'alliances stratégiques avec d'autres organismes de développement. Au nombre des instruments financiers de la BAD, on trouve le financement direct, l'amélioration des termes de crédit, les garanties de réduction du risque et la facilitation du commerce <sup>113</sup>.

En 1974 a été créé le Fonds de développement asiatique<sup>114</sup>. La direction de la Banque est assurée par un conseil des gouverneurs (un membre effectif et un suppléant pour chaque pays membre) qui se réunit annuellement, et un conseil d'administration

---

<sup>113</sup> <https://www.deleguescommerciaux.gc.ca/development-developpement/156643.aspx?lang=fra> (Consulté le 02/06/2022).

<sup>114</sup> La république populaire de Chine a rejoint la Banque en 1986 - et emprunté largement depuis lors et plusieurs républiques de l'ancienne URSS ont fait de même.

composé de douze membres désignés pour deux ans, dont huit représentent les pays de la région et quatre les membres extrarégionaux.

### **3.3 La Banque européenne pour la reconstruction et le développement**

La Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) a été créée pour accompagner la transition des pays d'Europe de l'Est vers une économie de marché. Elle a pour objet l'octroi de crédits, prioritairement au secteur privé, pour stimuler leur développement économique dans le respect des principes de la démocratie pluraliste et de l'environnement.

La BERD comprend soixante membres : cinquante-huit pays, l'Union européenne et la Banque européenne d'investissement. L'autorité appartient au conseil des gouverneurs, auquel chaque membre désigne un gouverneur et un suppléant. Le conseil des gouverneurs délègue son autorité à un conseil d'administration, dont les vingt-trois membres sont élus par les gouverneurs pour un mandat de trois ans.

Contrairement à d'autres institutions financières internationales, la BERD est axée sur l'investissement au secteur privé plutôt que sur les prêts à des gouvernements étrangers<sup>115</sup>.

### **3.4 La Banque européenne d'investissement**

La BEI est une institution financière de l'Union européenne qui accorde des prêts pour le financement de projets de développement tant sur le territoire des quinze pays membres qu'à l'extérieur de l'Union. Les prêts consentis à l'intérieur de l'Union sont accordés pour des projets poursuivant l'un des objectifs suivants : le développement économique des régions moins favorisées ; l'amélioration des réseaux transeuropéens dans les secteurs des transports, des télécommunication et de l'énergie ; le renforcement de la compétitivité internationale de l'industrie et son intégration à l'échelle européenne ainsi que le soutien des petites et moyennes entreprises ; et la protection de l'environnement et du cadre de vie, par la promotion de l'aménagement urbain et la sauvegarde du patrimoine architectural de l'Union européenne ;

Elle est gérée par un conseil de quinze gouverneurs - un par pays membre de l'Union, généralement le ministre des Finances - et par un conseil d'administration de vingt-cinq membres dont vingt-quatre experts de l'administration ou des institutions publiques de crédit des pays membres et un représentant de la Commission européenne.

---

<sup>115</sup> <https://www.deleguescommerciaux.gc.ca/development-developpement/european-dev-bank-banque-dev-europeenne.aspx?lang=fra> (Consulté le 20/09/2022).

### **3.5 La Banque interaméricaine de développement**

La Banque interaméricaine de développement (BID) est une des plus anciennes banques de développement et réalise un volume d'opérations qui la place juste derrière la Banque mondiale. Elle fut créée à l'initiative de pays d'Amérique latine en 1959 à Washington, et regroupait alors les pays membres de l'Organisation des États américains - OAS au nombre de vingt et les États-Unis. Actuellement, elle compte quarante-six membres, dont les vingt-huit pays de la région sauf Cuba et seize pays européens ainsi que d'autres pays non régionaux. Elle est administrée par un conseil des gouverneurs, un pour chaque pays membre, qui se réunit annuellement. L'exercice du droit de vote y est lié à l'ampleur de la souscription de chaque pays au capital de la Banque.

La Banque a pour objet le développement des pays les plus pauvres du continent américain, par le biais du financement de projets d'initiative publique ou privée et par la fourniture d'une assistance technique et financière. La Banque prête à la fois aux gouvernements et aux entreprises publiques et privées. Son action est complétée par le Fonds des opérations spéciales, guichet concessionnel réservé aux pays les plus défavorisés.

La (BID) est la plus importante banque de développement régional d'Amérique latine et des Caraïbes, ainsi que la principale source de financement et d'expertise à long terme de la région pour un développement économique, social et institutionnel durable.

La BID a pour principal objectif de réduire la pauvreté et de favoriser l'équité sociale. Pour ce faire, la Banque concentre ses efforts sur quatre domaines prioritaires d'intervention : l'initiative « Opportunités pour la Majorité », l'eau et l'assainissement, l'énergie durable et le changement climatique, l'éducation et l'innovation.

La BID soutient des projets d'investissement publics et privés et de réformes politiques, et aide les pays à faire face à des crises financières ou à des catastrophes. Cette aide revêt la forme de prêts, de subventions et de garanties qu'elle accorde aux gouvernements nationaux, provinciaux et d'État ainsi qu'aux administrations municipales et à des institutions publiques autonomes.

Les procédures de passation des marchés de la BID sont pratiquement identiques à celles de la Banque mondiale et des autres banques multilatérales de développement. La principale différence réside dans le fait que l'admissibilité aux appels d'offres est limitée

aux pays membres de la BID, et que les produits fournis doivent provenir des pays membres<sup>116</sup>.

Depuis 1994, la Banque interaméricaine de développement (BID) s'occupe activement de prêt au secteur privé. La BID a ouvert quatre fenêtres par lesquelles il offre du financement au secteur privé :

- Le Département du financement structuré et corporatif (SCF) offre des possibilités de financement aux grandes entreprises et grandes banques commerciales ainsi qu'à des entités financières publiques et mixtes;
- La Société interaméricaine d'investissement (SII) offre du soutien aux entreprises et aux banques de taille petite et moyenne;
- Le Fonds multilatéral d'investissement (MIF) s'emploie à soutenir les micro-entreprises et les petites entreprises ainsi que les institutions de microfinancement;
- L'initiative Opportunités pour la majorité (OMJ) se concentre sur les initiatives du secteur privé qui bénéficient aux populations pauvres et à faible revenu.

La Banque accorde également des prêts sans garanties souveraines pour faciliter l'investissement du secteur privé<sup>117</sup>.

### **3.6 La Banque des Règlements Internationaux (BRI)**

La (BRI) a pour objet de régler la coopération entre les banques centrales ; elle est en quelque sorte la banque centrale des banques centrales. Créée dans les années trente pour régler les problèmes de paiements hérités de la première guerre mondiale (les réparations allemandes), la BRI s'occupe de coordonner et de faciliter les opérations financières internationales<sup>118</sup>.

Jusqu'en septembre 1996, parmi les banques centrales qui composaient la BRI, se retrouvaient celles de la plupart des pays européens, de l'Afrique du Sud, de l'Australie, du Canada, du Japon et des États-Unis. La BRI était considérée comme la banque centrale des banques centrales des pays les plus industrialisés. Depuis le 9 septembre 1996, la BRI a accepté neuf autres banques centrales parmi ses actionnaires<sup>119</sup>. Cette décision reflète une volonté de mondialiser la coopération entre banques centrales.

---

<sup>116</sup><https://www.deleguescommerciaux.gc.ca/development-developpement/inter-american-dev-bank-banque-dev-interamericaine.aspx?lang=fra> (Consulté le 02/10/2022).

<sup>117</sup> Idem

<sup>118</sup> Les premiers actionnaires en étaient les banques centrales de Belgique, de France, d'Allemagne, du Royaume-Uni, de l'Italie et du Japon, ainsi qu'un groupe financier américain (composé de la banque Morgan, la First National de New York, etc.).

<sup>119</sup> Il s'agit des banques du Brésil, de la Chine, de la Corée, de l'Inde, du Mexique, de la Russie et de l'Arabie Saoudite, ainsi que des autorités monétaires de Hong Kong et de Singapour

Ses activités comprennent notamment la vente et l'achat d'or, de devises et de titres ; l'emprunt et le crédit auprès des banques centrales ; la gestion des dépôts des banques centrales et des gouvernements (dans le cadre de règlements internationaux). D'autres activités, telle l'émission de monnaie, lui sont strictement interdites.

Les ressources de la BRI sont constituées à plus de 95 % des dépôts en or et en devises des banques centrales. L'un des rôles les plus importants de la BRI réside dans la mise à disposition d'un lieu de discussion pour les gouverneurs des banques centrales des grands pays du monde.

La BRI est associée, avec un statut d'observateur, aux réunions du comité intérimaire du FMI. La publication du « rapport annuel » de la BRI, qui est essentiellement consacré à une synthèse de l'évolution des indicateurs économiques et financiers dans le monde, et accessoirement aux activités de la banque, est toujours un événement très attendu par les analystes économiques. La BRI publie également le trimestriel *International banking and financial markets developments*, et des études économiques.

Au terme de ce chapitre, il est montré que les objectifs de stabilisation monétaire ainsi que de développement économique ont conditionné l'activité des organisations financières BRI, FMI et BIRD. D'autres institutions sont ultérieurement créées pour répondre à l'un ou à l'autre de ces objectifs ou aux deux simultanément.

Suite aux problèmes financiers hérités du premier conflit mondial ( c'est-à-dire les réparations allemandes et les dettes des alliés à l'égard de l'Amérique), un premier organe de la coopération financière internationale (la Banque des règlements internationaux) est mis en place.

#### **Feuille de Travaux Dirigés N° 4**

- 1- Quel est le rôle du Fonds Monétaire International (FMI) ? Expliquer le principe de son fonctionnement.
- 2- Quels sont les principaux de projets financés par la Banque Mondiale ? Dans quels cas intervient la Société financière internationale? Quel est l'objectif de l'association internationale de développement ?

## Chapitre 5 : Environnement international, globalisation et instabilité financière

La globalisation financière a contribué au développement des systèmes financiers internationaux mais, dans le même temps, elle les a rendus plus vulnérables. Ainsi, de nouveaux risques liés aux mouvements des capitaux et à l'utilisation des produits financiers complexes sont apparus. Ce chapitre a pour objectif de présenter l'Internationalisation des marchés financiers et les places financières internationales, la globalisation financière, les produits structurés et l'instabilité financière internationale.

### Section 1 : Internationalisation des marchés financiers

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

#### 1.1 Les marchés financiers internationaux

##### 1.1.1 Définitions et caractéristiques

Pour définir correctement les opérations internationales et les distinguer de celles qui ne le sont pas, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) recourt à un double critère : celui de la devise utilisée dans la transaction et celui du lieu de résidence de la contrepartie <sup>120</sup>.

Les opérations financières nationales sont définies par la BRI, comme toutes les activités financières réalisées par un résident <sup>121</sup> sur son marché local ou dans son pays et dans sa monnaie (nationale ou locale).

Les opérations financières internationales sont <sup>122</sup>:

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

**Tableau N°: Les opérations financières et internationales**

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

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

<sup>120</sup> Yves Simon et Delphine Lautier, *Op.cit.*, p. 261.

<sup>121</sup> Le terme « résident » indique que l'agent économique (entreprise, institution, particulier) est soumis à l'impôt sur les sociétés ou le revenu dans le pays considéré.

<sup>122</sup> Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.



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

*Une eurodevise* est une devise déposée dans une banque située hors du pays d'émission de la devise. Le préfix « euro » émane de la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, situé à Paris et contrôlée par l'Union soviétique qui l'utilisait durant les années 1950 pour placer ses avoirs en dollars issus de la guerre (devenus des eurodollars<sup>123</sup>. *Exemple* : un dollar déposé dans une banque située à Londres ou à Tokyo est un eurodollar, quelles que soient les nationalités du déposant et de la banque.

La naissance du marché des eurodevises remonte à la fin des années 50. Plusieurs raisons peuvent expliquer son origine et son développement<sup>124</sup> :

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

---

<sup>123</sup> Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves, *Op.cit.*, p.194.

<sup>124</sup> Bito .C et Fontaine (P 1989), "Les marchés financiers internationaux", PUF, Col. Que sais-je ? 1989, p. 8.

- les restrictions sur le mouvement de capitaux imposées par les USA, le 10 juillet 1963, pour remédier au déficit externe et freiner les sorties de capitaux.

Ces différents événements ont entraîné une demande de dollars à l'extérieur des USA provoquant le développement du marché des euro-devises. Le véritable essor date toutefois de des années 1974- 1982 avec le dépôt auprès des eurobanques d'une partie des pétrodollars des pays exportateurs de pétrole<sup>125</sup>.

### **1.1.2 Typologie de marchés internationaux de capitaux**

Les marchés internationaux de capitaux peuvent se décomposer en quatre parties :<sup>126</sup>

**1.1.2.1 Le marché des crédits étrangers** : Il correspond aux crédits octroyés en monnaie nationale (locale) par des banques résidentes à des entreprises ou organisations non résidentes (voir la partie supérieure de la figure 1, page 83).

**1.1.2.2 Le marché des euro-devises** : Il regroupe les dépôts en euro-devises et les eurocrédits accordés à partir de ceux-ci. Les dépôts en euro-devises sont définis comme des dépôts en devises dans une banque située à l'extérieur du pays d'émission de la devise considérée (voir la deuxième partie de la figure 1, page 83).

Le marché des euro-devises est constitué par les échanges entre les banques, appelées eurobanques, qui acceptent les dépôts en euro-devises et accordent des crédits en euro-devises. En règle générale, l'expression « marché des euro-devises » ou « marché euro-monnaire » est utilisée pour les prêts et emprunts à court terme (euro-crédits et euro-dépôts à moins d'un an).

Pour les euro-crédits à plus d'un an et de taille conséquente, l'expression « marché des euro-crédits » est plus couramment utilisée. Elle recouvre les prêts en euro-devises, accordés par un groupement de banques, plus communément désigné sous l'appellation « syndicat de banques ».

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

<sup>125</sup> Yves Simon et Delphine Lautier, *Op.cit.*, p. 263.

<sup>126</sup> Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.

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

Dans la pratique, pour chaque échéance, les taux d'intérêt affichés sont toujours exprimés en pourcentage annuel. Ils sont donnés sous forme d'une partie entière et d'une partie décimale. La partie décimale est généralement un multiple de 1/32. Les cotations de taux d'intérêt se font par eurodevise et par échéance : 1 jour, 2 jours, 1 semaine, 1 mois, 2 mois, 3 mois,...1 an. Les taux d'intérêt qui s'établissent sur le marché des eurodevises sont plus compétitifs que ceux qui s'établissent sur les marchés monétaires nationaux.

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

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

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

#### **1.1.2.3.2 Le marché des euro-obligations**

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

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

retraites. Une fois émis, les titres sont cotés sur le marché secondaire à New York, Londres ou Luxembourg<sup>127</sup>.

#### **1.1.2.3.3 Le marché des actions internationales**

Ce sont des actions placées par des syndicats internationaux de banques, dont l'achat est financé par des eurodevises. Dans ce contexte, les euro-banques n'ont pas le rôle de transformation, mais uniquement un rôle d'intermédiaire pour le placement des titres. Elles peuvent être amenées à accorder des euro-crédits dans le cas des facilités d'émission garanties. Elles peuvent ne pas apparaître du tout lorsque les émetteurs vendent directement leurs titres aux souscripteurs. Cependant, en règle générale, les euro-banques jouent un rôle important en plaçant ces euro-émissions auprès des investisseurs finaux ; dans certains cas comme pour les facilités d'émission garanties, elles peuvent octroyer un crédit s'il n'y a pas assez de souscripteurs pour les titres émis.

L'internationalisation peut se faire par l'inscription sur des bourses étrangères et l'émission d'*American Depository Receipts*. Le but recherché par cette émission internationale d'action est de diversifier de l'actionnariat de la société ainsi que de bénéficier des effets d'image liés au prestige de la multi-cotation<sup>128</sup>.

On distingue généralement les actions étrangères des euro-actions. Les actions étrangères sont des actions émises et cotées sur une place étrangère. Les euro-actions sont des actions vendues sur l'euromarché et cotées sur une place financière étrangère. Leur achat est généralement financé par des eurodevises et elles sont souvent cotées sur des places où les formalités sont réduites : Londres, Luxembourg et Singapour. Pour la société émettrice, l'intérêt des euro-actions est de faire connaître la société et d'obtenir des fonds sur plusieurs marchés. Ce type de financement permet de disperser les actions et donc de limiter les tentatives de prise de contrôle de la société émettrice. Elles permettent également d'éviter les éventuelles restrictions réglementaires du marché domestique<sup>129</sup>.

#### **1.1.2.4 Le marché des obligations étrangères**

Une obligation étrangère est une obligation émise sur une place financière par une entreprise ou une institution non résidente, libellée dans la monnaie de la place financière. Au sens strict, l'émission et le placement se font sur un marché national et non plus sur le marché international. Le caractère international est lié au fait que, normalement dans ce

---

<sup>127</sup> Daouas Mohamed, Amel Zenaïdi, Monia Gharbi (2008). Techniques Financières Internationales Polycopié de cours – HEC Carthage . Disponible sur : <https://docplayer.fr/184895445-Techniques-financieres-internationales-pdf-telecharger-description.html>, consulté le 9/6/2022.

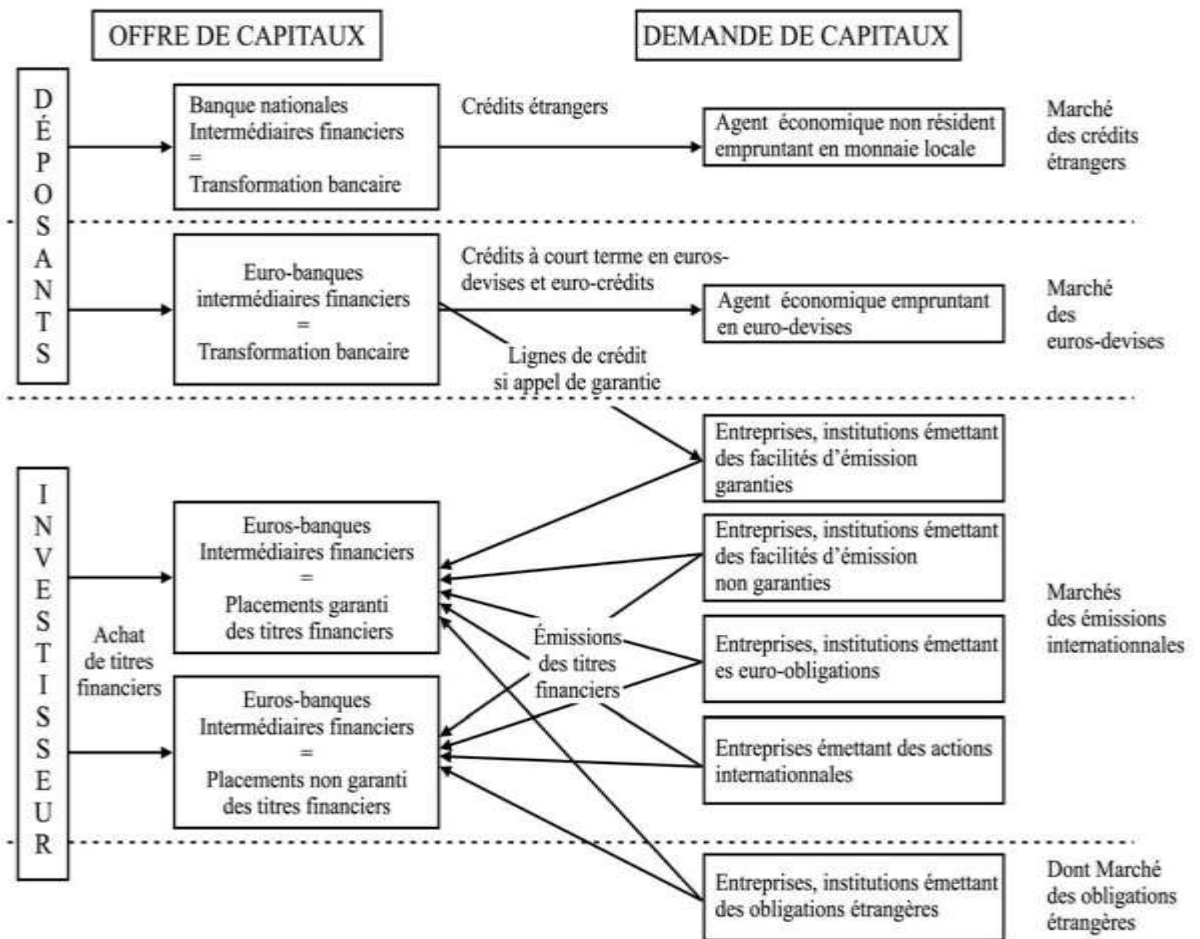
<sup>128</sup> Fontaine Patrice, Hamet Joanne, (2011) (2005), *Op.cit.*, p.183.

<sup>129</sup> Daouas Mohamed, Amel Zenaïdi, Monia Gharbi . *Ibidem*.

type d'émission, l'émetteur et le souscripteur n'ont pas la même nationalité. Les émissions d'obligations étrangères différent des émissions euro-obligations car l'emprunteur doit respecter la réglementation locale et se soumettre à toutes les conditions imposées par les autorités financières du pays où se fait l'émission (voir la partie inférieure de la figure 1).

<sup>130</sup> La principale différence entre ces deux types d'obligations est que les obligations étrangères sont placées et négociées sur une bourse alors que les euro-obligations ne font pas l'objet de cotations obligatoires à un endroit géographique unique et sont placées par un syndicat de banques dans plusieurs pays.

**Figure 4 :** Présentation générale des emplois et des ressources sur les marchés financiers internationaux



Source : Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011. Disponible sur (<https://www.cairn.info/les-marches-financiers-internationaux--9782130584957-page-3.htm>)

<sup>130</sup> Fontaine Patrice, Hamet Joanne, *Op.cit.*,p. 179.

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

## 1.2 Les places financières internationales

Une place financière internationale est définie comme « *le regroupement sur un espace urbain donné d'un certain nombre de marchés, institutions et services financiers destinés à faciliter les mouvements internationaux de capitaux.* »<sup>131</sup>

Depuis plus de trois siècles, trois places financières seulement se sont succédées dans le rôle de centres financiers du monde : Amsterdam au XVIIIe siècle, Londres au xixe et début du XXe siècle, New York depuis lors. Il s'agit dans les trois cas de la capitale financière de la première puissance économique du moment : les Pays-Bas, la Grande-Bretagne et les États-Unis<sup>132</sup>.

A la veille de la Première Guerre mondiale, la City de Londres demeure le centre financier du monde. Cette position repose sur deux activités centrales : l'exportation de capitaux et le financement du commerce international (qui était à l'origine d'un énorme marché monétaire (le *London Discount Market*). Les émissions étrangères ont largement contribué à l'expansion et l'internationalisation du marché financier de Londres (le *London Stock Exchange*). Cette prédominance de la City repose sur la position dominante de la Grande-Bretagne dans l'économie mondiale. Aucun autre centre n'a alors atteint la maturité financière de la place de Londres. La place de Paris, repose sur l'importance de son marché international des capitaux, en particulier les émissions étrangères. À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, Berlin s'est hissé au troisième rang des places financières internationales, à la faveur de l'essor industriel de l'Allemagne impériale. L'influence de Berlin repose sur la puissance des grandes banques universelles (Deutsche, Dresdner, Darmstädter, Disconto-Gesellschaft)<sup>133</sup>.

Les grandes places financières (durant la 1870-1914) sont les capitales financières des grands pays exportateurs de capitaux : Grande-Bretagne, France et Allemagne, mais également Belgique, Pays-Bas et Suisse qui, pris ensemble, sont proches de l'Allemagne et la dépassent nettement en termes d'investissements étrangers par tête d'habitant. À ce titre, Bruxelles, Amsterdam, Zurich et Genève tirent leur épingle du jeu en occupant des niches

---

<sup>131</sup> Cassis y (2018) Londres, New York et la dynamique des places financières internationales, fin xixe -début xxie siècle, presses universitaires de Rennes | « monde(s) » 2018/1 n° 13, p 26.

<sup>132</sup> Idem

<sup>133</sup> Idem

dans la finance internationale – les compagnies financières mises en place pour financer l'industrie électrique naissante en Belgique et en Suisse, le marché secondaire aux Pays-Bas.

Au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale, New York est sans conteste la première place financière du monde. Cette position reflète la superpuissance économique des États-Unis qui assurent, en 1946, autour de 50 % de la production industrielle mondiale et dont le PIB, en 1950, est plus de deux fois supérieur à celui de la Grande-Bretagne, de la France et de l'Allemagne fédérale réunies. La prééminence new-yorkaise s'appuie sur :

- le rôle international, comme unité de réserve et instrument de paiement, joué par la monnaie nationale.
- le rayonnement international de ses institutions financières. La Federal Reserve Bank de New York, en particulier, joue un rôle clé en matière de finance internationale, comme correspondant aux États-Unis des principales banques centrales et gouvernements étrangers<sup>134</sup>. Les *Investment Banks*, pour leur part, qui dominaient la scène jusque dans les années 1920, rentrent quelque peu dans le rang à la suite de la crise, de la concurrence des banques commerciales et des réglementations du New Deal.

La place de New York compte en outre 21 agences de banques étrangères en 1954, appartenant à douze pays différents, auxquelles s'ajoutent nombre de filiales de banques étrangères enregistrées comme banques ou *Trust Companies*. Elle dispose également de toute une gamme d'institutions spécialisées, caractéristiques d'une grande place financière internationale : courtiers et changeurs sur le marché des devises, maisons de courtage spécialisées dans le placement des titres, sociétés d'affacturage, en particulier pour la gestion des comptes liés au commerce étranger, courtiers en douanes, maisons d'expédition, maisons d'import et export, maisons d'escompte et maisons d'acceptation, bien qu'elles soient moins développées qu'à Londres. Comme aux époques précédentes, le marché de capitaux de New York reste un marché où se négocient principalement, mais pas uniquement, des valeurs américaines mais auquel participent des investisseurs du monde entier. Cette participation croissante des non-résidents lui donne une véritable dimension internationale, plus que les émissions étrangères, qui sont chères et restent

---

<sup>134</sup> Les banques commerciales de New York (National City, Chase National, Manufacturers Trust, Hanover, Chemical, J. P. Morgan) sont devenues, collectivement, les plus grandes du monde : elles disposent de services bien organisés pour leurs affaires internationales, entretiennent des relations de correspondants avec des banques du monde entier, et sont pour, la plupart, présentes à l'étranger.

relativement limitées, même si New York y occupe alors la première place, assez loin devant Londres, Zurich, Bruxelles et Amsterdam.

Le nombre de places financières émergentes s'est accru depuis les années 1980. Deux places ont réussi à accéder au rang de places financières régionales : Singapour et Hong Kong. Toutes les deux étaient déjà des places émergentes avant 1914 et des places régionales d'une certaine importance jusqu'aux années 1970. Elles disposent de solides institutions bancaires, comme la Hong Kong and Shanghai Bank et la Chartered Bank, jouissent d'une position géographique avantageuse, et leurs régimes politiques sont stables. Contrairement aux capitales financières de la plupart des économies émergentes, Hong Kong et Singapour remplissent l'essentiel des conditions requises à l'émergence d'une place financière internationale.

Le développement de Singapour s'explique par l'effort systématique entrepris par les autorités politiques au lendemain de l'indépendance du pays en 1965 pour en faire un centre financier international<sup>135</sup>. Le gouvernement intervient pour encourager l'émergence d'un marché obligataire<sup>136</sup>. Les marchés financiers de Singapour prennent véritablement leur essor dans les années 1980, en particulier l'*Asian Dollar Market*<sup>137</sup>. Le marché des devises croît dans son sillage et atteint le quatrième rang mondial en 1998. Et les produits dérivés se négocient dès 1984 avec la formation du premier marché organisé en Asie, le Singapore International Monetary Exchange (SIMEX). Ce dynamisme se traduit par une implantation accrue des banques étrangères dans l'île, 175 en 1995. Le Singapour est considéré le principal centre en Asie pour les marchés des eurodollars et euro-obligations, les eurocrédits syndiqués trouvent, eux, leur domicile à Hong Kong, avec le montage d'opérations pour le compte d'entreprises et de gouvernements des principales économies de la région<sup>138</sup>.

Hong Kong s'impose comme le troisième centre mondial pour les eurocrédits, derrière Londres et New York. La force de Hong Kong réside dans les activités bancaires internationales, où elle occupe le cinquième rang mondial, le marché de l'or (quatrième

---

<sup>135</sup> Le premier pas est franchi dès 1968, lorsque celles-ci autorisent la *Bank of America* à recueillir des dépôts et consentir des prêts en dollars à des clients asiatiques : ainsi naît le marché des eurodollars d'Asie, l'*Asian Dollar Market* qui, trouve son domicile à Singapour

<sup>136</sup> La première euro-obligation asiatique est émise à Singapour en 1971, 10 millions de dollars pour le compte de la Development Bank of Singapore, établissement sous contrôle public

<sup>137</sup> Cassis Y (2018) Londres, New York et la dynamique des places financières internationales, fin xixe -début xxie siècle, Presses universitaires de Rennes | « Monde(s) » 2018/1 N° 13, p 45.

<sup>138</sup> Japon, Taïwan, Corée du Sud, ou encore Australie et Nouvelle-Zélande, auxquelles s'ajoutent par la suite la Thaïlande, les Philippines et, surtout, la Chine



rang), et son marché financier avec la deuxième capitalisation boursière d'Asie, derrière Tokyo.

La crise financière de 2008 n'a pas modifié la hiérarchie des places financières internationales. New York et Londres n'ont pas été détrônées par Shanghai, Hong Kong, Singapour ou Dubaï et continuent à occuper les deux premières places des différents classements internationaux.

## **Section 2 : Globalisation financière et mutations du système financier international**

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

### **2.1 Définitions et déterminants**

La globalisation financière est le nom donné à des transformations qui ont affecté les principes de fonctionnement de la finance. Ce sont des transformations très profondes qui associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intégration internationale<sup>139</sup>.

#### **2.1.1 Définitions**

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

En termes économiques, la globalisation peut être définie comme une croissance de l'intégration des économies et des sociétés au niveau mondial. Elle constitue un processus généré par la compétition et la concurrence entre les principaux pôles du pouvoir économique international, qui inclut tous les aspects de l'univers économique<sup>140</sup>.

Le Fond Monétaire International définit ce processus comme « *la croissance de l'indépendance économique des pays du monde entier par la croissance du volume et de la variété des transactions transfrontalières qui impliquent des biens et des services, par la*

---

<sup>139</sup> Michel Aglietta (1999) « *La globalisation financière* » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, p 1

<sup>140</sup> Cerna, S. (2008), " *Les turbulences sur les marchés financiers internationaux : causes, Conséquences et remèdes*, " dans « *Oeconomica* », No. XVII, Vol. 2, pp. 51-67.

*libéralisation et l'accélération des flux internationaux des capitaux, ainsi que par une plus ample diffusion de la technologie* »<sup>141</sup>.

La globalisation financière peut être définie comme :

- « *le processus de plus en plus poussé de mise en communication des marchés nationaux de capitaux qui conduit à un marché financier mondial en voie d'unification croissante.* » (Henri Bourguinat)<sup>142</sup>;
- « *un processus d'interconnexion des marchés de capitaux aux niveaux national et international, conduisant à l'émergence d'un marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire.* » (Dominique Plihon)<sup>143</sup> ;

## **2.2 Déterminants de la globalisation financière**

Henri Bourguinat a identifié les « trois D » à l'origine de la globalisation financière : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation<sup>144</sup>.

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

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

La désintermédiation, enfin, désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par ces intermédiaires financiers traditionnels que sont les banques. Dans des pays comme l'Allemagne ou la France, le financement des entreprises a longtemps été massivement intermédié, c'est-à-dire assuré par les banques ; mais la part du crédit bancaire dans le financement des entreprises a fortement diminué dans ces deux pays.

---

<sup>141</sup> Sahai, R. (2002), *Globalization and the Role of the IMF*, IMF.

<sup>142</sup> Henri Bourguinat (1992), *Finance internationale*, Presses universitaires de France ... 21, no 3,

<sup>143</sup> Dominique Plihon (2016) *La globalisation financière, le nouveau capitalisme*, page 23 à 38.

<sup>144</sup> Henri Bourguinat (1987) « *Les vertiges de la finance internationale* », *Économica*, 1987

## **2.2 Les mutations du système financier international**

La globalisation financière est une transformation des systèmes financiers qui est intimement liée au changement de régime de croissance dans les pays de capitalisme avancé. Elle a fait prévaloir les principes de la finance de marché, une nouvelle logique financière par rapport à celle qui existait lorsque le financement de la croissance était assuré de façon prépondérante par le système bancaire. Les investisseurs institutionnels sont les acteurs dominants de cette nouvelle finance<sup>145</sup>.

L'évolution du système financier international s'explique par les modifications qui se sont produites dans la répartition des mouvements de capitaux entre les grandes régions du monde. La distribution géographique des déficits et excédents des opérations courantes, qui reflète les transferts internationaux d'épargne, a en effet connu différentes phases au cours des trois dernières décennies.

### **2.2.1 Les flux Nord-Sud**

Au cours des années 60-70, l'essentiel des flux internationaux de capitaux suivent un axe Nord- Sud, les principaux pays industriels (Etats-Unis, Japon, Europe) financent pour une large part les déficits structurel des pays en développement (PED). Ce mouvement va se renforcer de 1974 à 1982 avec les chocs pétroliers: le système bancaire international assure le financement des PED non producteurs de pétrole grâce au recyclage des pétrodollars accumulés par les pays de l'OPEP. Le surendettement des PED date de cette période. La crise de la dette de 1982-1983 marque un tournant. Les PED endettés sont en situation de cessation de paiement à la suite de la hausse brutale des taux d'intérêt et du dollar qui accroît fortement la charge de leur dette.

### **2.2.2 Les flux Nord-Nord**

Les transferts internationaux de capitaux changent alors d'orientation pour suivre une logique Nord-Nord : les excédents du Japon et de l'Europe (Allemagne) financent désormais le déficit massif des Etats-Unis. Dans le même temps, les politiques d'ajustement imposées par le F.M.I. réduisent fortement le déficit global des PED. La globalisation financière va aller de pair avec cette réorientation des flux financiers internationaux. Avant 1982, l'essentiel des financements internationaux passait par l'intermédiaire du système bancaire. C'était une logique d'endettement bancaire international. La montée des déficits (budgétaires et extérieurs) américains, la crise de la

---

<sup>145</sup> Michel Aglietta (1999) « *La globalisation financière* » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, p 2.

dette et la réorientation Nord-Nord des flux financiers internationaux font basculer le système financier international dans une logique de finance directe (non intermédiée) et planétaire.

Les financements et les placements internationaux se font désormais directement, sans passer par les banques. Cette nouvelle organisation de la finance répond à la demande des acteurs dominants du jeu financier, prêteurs comme emprunteurs. Investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de retraite, fonds d'investissement), trésoriers des banques et des entreprises multinationales, Trésors publics nationaux, tous préfèrent s'endetter ou réaliser des placements sur le marché des titres, qui est une technique plus souple et moins coûteuse grâce à la suppression du coût de l'intermédiation.

### **2.2.2 Les marchés de capitaux émergents**

Le terme de marché émergent désigne les pays en dessous d'un certain niveau de PIB par habitant mais possédant un marché boursier ouvert aux investisseurs étrangers<sup>146</sup>.

Au début des années 90, une vingtaine de nouveaux pays industrialisés, d'Amérique latine (Sept pays dont le Mexique et le Brésil), d'Asie (neuf pays parmi lesquels Hong Kong et Taïwan) et quatre d'Europe de l'Est deviennent des marchés attractifs pour les investisseurs.

Au début des années 90, les nouveaux pays industrialisés d'Asie et d'Amérique latine sont devenus d'importants acteurs de la finance internationale. C'est le phénomène des marchés financiers émergents (MCE). La part des MCE dans la capitalisation boursière mondiale est passée de 2,5 % à 9 % de 1983 à 1993. Le succès des MCE s'explique par leurs rendements élevés (certaines places financières d'Asie ont gagné entre 50 % et 100 % au cours de la première moitié de la décennie), ce qui favorise la diversification des placements des investisseurs internationaux mais augmente les risques du fait du manque de contrôle exercé par les pouvoirs publics locaux.

Le processus d'intégration des marchés développés et émergents a fortement contribué à développer les activités financières. Le marché financier global ainsi constitué permet aux investisseurs d'arbitrer aisément entre les différentes opportunités d'investissement, et des masses de capitaux considérables passent d'un État à l'autre dans le cadre d'une stratégie d'optimisation maximale des placements.

---

<sup>146</sup> Le PIB par tête doit être inférieur ou égal à 10 725 USD. Le terme est aujourd'hui utilisé pour désigner à peu près toutes les économies classées à revenus bas (PIB par tête inférieur à 875 USD) ou moyens (de 876 à 10 725 USD) par la Banque mondiale. Voir Delatte Anne-Laure, « Les marchés financiers des pays émergents sur la scène internationale : facteur de stabilisation ou de crise ? », Regards croisés sur l'économie, 1/2008 (n° 3), p. 246-254.

La part des MCE dans la capitalisation boursière mondiale passe de 2,5 % en 1983 à 9 % en 1993. Le succès des marchés émergents tient aux rendements élevés de leurs actifs, qui sont faiblement corrélés avec les marchés des pays développés, ce qui permet aux investisseurs internationaux de diversifier leurs risques de portefeuille<sup>147</sup>.

### **2.3 Système financier instable traversé par une succession de crises financières**

Le système financier actuel est traversé, depuis le début des années 90, par une succession de crises financières, comme en témoignent les dernières crises (crise des pays émergents, crise des *subprime* et crises de la dette souveraine).

#### **2.3.1 Un système financier instable**

Les flux financiers destinés aux marchés émergents sont instables: ce sont des placements spéculatifs à court terme qui peuvent quitter le pays d'accueil s'il y a une diminution du taux de change ou en cas de chute des cours. Ainsi, l'Asie a reçu 81 milliards de dollars nets en 1996, puis perd 97 milliards de dollars en 1997, et encore 69 milliards en 1998.<sup>148</sup> Un décalage important entre la " sphère réelle " et le " sphère financière " est constaté. D'après les estimations de la Banque des règlements internationaux, le montant des transactions financières est cinquante fois plus important que la valeur des échanges de biens et de services.

En outre, lorsque le cours des actions augmente, sans que les fondamentaux de l'économie ne justifient cette envolée des cours, on assiste à la formation de " bulles spéculatives " comme celle qui a touché la " nouvelle économie " : les cours sont parvenus à des sommets démesurés par rapport aux perspectives de profits réalisables par les entreprises en question. Par ailleurs, du fait de leur aversion marquée pour les risques, les investisseurs ont tendance à " sur-réagir " par rapport aux perturbations de l'environnement et leurs comportements mimétiques amplifient les mouvements du marché<sup>149</sup>.

La globalisation augmente le " risque systémique ". En effet, avec la globalisation financière, les pays sont devenus interdépendants financièrement. Une crise financière d'un pays se répercute rapidement sur l'ensemble de la planète (effet domino).

#### **2.3.2 Une succession de crises financières**

Une crise est définie, selon Davis (2001), comme « *un effondrement majeur et contagieux du système financier qui détermine l'incapacité à fournir des services de*

---

<sup>147</sup> Della Gaspera Sandrine (2006), *Op.cit.*, p.6.

<sup>148</sup> Ibid

<sup>149</sup> Ibid

*paiements ou à attribuer des fonds aux institutions* »<sup>150</sup>. Une autre définition des crises est la perte de la confiance dans la monnaie qui se manifeste par une forte demande d'échange de devise domestique contre des devises étrangères, ce phénomène conduisant soit à une dévalorisation/dépréciation importante de la monnaie, soit à la diminution des réserves en devises étrangères ou à l'application des restrictions liées aux mouvements de capitaux. La littérature économique distingue trois types de crises financières : la crise de change, bancaire et de dette externe. En pratique, il n'y a pas de formes pures de crise. Dans ce sens, un concept particulier dans la théorie économique est représenté par les crises jumelles (*twin crises*), crise de change et crise bancaire. Les crises de l'Asie (1997), de Russie (1998) ou de Turquie (2000) en sont des exemples types. D'autres formes complexes de crises sont les crises de change et fiscales, Brésil (1999), ou les crises de change et de dette externe, Mexique (1994), Argentine (2001)<sup>151</sup>.

Le processus de globalisation a continué même après le déclenchement des crises financières des années 90, suivies par un processus de re-régulation. L'intensification de la surveillance financière et de la régulation au cours de la dernière décennie a pour objectif de limiter les risques et non pas de stopper le processus de globalisation financière.

### **Section 3 : Innovations, produits structurés et instabilité financière internationale**

La globalisation a de nombreuses implications sur les économies des pays et leur nature est extrêmement diverse. La globalisation financière en particulier a généré à la fois des gains à leurs participants et une intensification des risques systémiques.

#### **3.1 Importance des produits structurés et rôle croissant des conglomérats financiers**

Le système financier a connu de profondes mutations qui ont conduit à une modification fondamentale de l'intermédiation financière. Désormais, le système bancaire n'est plus le seul à offrir du crédit à l'économie puisque la titrisation a ouvert les marchés de crédit aux investisseurs non bancaires. Le rôle des banques s'est significativement modifié. La titrisation a non seulement permis aux banques d'accroître leurs sources de refinancement, en rendant liquides les actifs illiquides détenus à leur bilan mais aussi de transférer le risque lié à ces actifs. Les banques sont ainsi devenues, au-delà de l'octroi de crédits, des intermédiaires tirant un pourcentage croissant de leurs revenus de la

---

<sup>150</sup> Davis, P., (2001), "Ageing and Financial Stability", The Pensions Institute, DP/0111

<sup>151</sup> Della Gaspera Sandrine (2006), Trente ans de déréglementation financière, Les cahiers français, n° 301.

constitution de portefeuille de créances destinés à être cédés sous forme de titres à des investisseurs sur les marchés financiers.

### **3.1.1 La titrisation**

Stimulé par la concurrence et la demande croissante des investisseurs, les grandes entreprises financières misent sur la puissance de l'informatique, épousant des techniques de modélisation complexes et des structures juridiques innovantes pour générer un nombre croissant de titres avec des profils de risque variés. La notation de crédit à la consommation permet l'approbation automatique des prêts au logement, consommation, et aux étudiants qui, avec des entreprises de grande hétérogénéité, les prêts immobiliers commerciaux sont de plus en plus regroupés ensemble comme des titres (*Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), 2006). Des vagues de titrisation, découlant d'une classe d'actifs à l'autre, ont créé de nouvelles opportunités et, de nouveaux défis<sup>152</sup>.

La technique de la titrisation s'est appliquée à une gamme plus élargie d'actifs, pourvu que ceux-ci puissent générer une séquence de revenus suffisamment prévisible pendant une période donnée. Cette technique se caractérise par la combinaison de trois mécanismes<sup>153</sup>:

- Le pooling : l'assemblage par une institution financière d'un portefeuille de référence composé de créances bancaires et/ou d'instruments financiers négociables (obligations, autres titres de créances...) et/ou de dérivés de crédit. Ce portefeuille provient soit de l'activité d'octroi de crédit de la banque, soit de l'achat par la banque de ces actifs sur les marchés financiers ;

- La déconnexion entre le risque de crédit du portefeuille et celui de la banque initiatrice du montage via le recours à un véhicule ad hoc (un *Special Purpose Vehicle* – SPV) émettant des titres et portant les actifs sous-jacents ;

- Le découpage en tranches de l'émission de titres, selon une hiérarchie précise quant aux droits des différentes tranches émises sur les revenus tirés des actifs ou des dérivés de crédit sous-jacents.

### **3.1.2 La complexité des produits structurés**

Parmi les résultats d'innovations financières relativement récentes, on peut citer les (CDO) (*Collateralised Debt Obligation*) obligations de titres collatéralisées qui sont des

---

<sup>152</sup> Ashok Vir Bhatia, (2007) " New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S". *IMF Working Paper, WP/07/195*, 2007 International Monetary Fund

<sup>153</sup> Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008), " Innovation, produits structurés et stabilité financière", *revue d'économie financière*, Volume 92. Numéro 92, p.130.

titres représentant un portefeuille de prêts bancaires et / ou des instruments financiers différents. Ces produits de financement structuré, de plus en plus populaires, sont utilisés par les institutions financières à diverses fins, allant de la réduction de leur coût de financement à l'exploitation des possibilités d'arbitrage ou au transfert du risque de crédit.

Indépendamment de leur forme, les CDO sont émis dans des tranches différentes qui sont adaptées en utilisant des techniques de titrisation. Le processus de *tranching* permet de redistribuer le risque de crédit et le rendement de son portefeuille sous-jacent aux investisseurs de manière ponctuelle.

Ce processus a commencé avec la titrisation et a ensuite été soutenu par le développement des notations de crédit et des marchés obligataires des entreprises et, plus récemment, par celui des dérivés de crédit. La forte croissance des structures synthétiques soutenues par les dérivés de crédit, notamment en Europe, a accentué cette tendance. Le développement rapide des CDO a amélioré l'accès des investisseurs non bancaires aux marchés du crédit et leur a permis de surmonter les obstacles posés par la taille et la diversification limitée du marché obligataire des entreprises. Les investisseurs peuvent désormais choisir des portefeuilles présentant des profils de risque-rendement spécifiques et prendre des risques de crédit précédemment limités aux bilans des banques, tels que les prêts aux PME. Étant donné que les CDO sont des instruments de transfert du risque de crédit, ils facilitent la redistribution de ce risque dans le secteur financier et bancaire et même au-delà, tout en augmentant le degré d'exhaustivité du marché du crédit. Cependant, l'évaluation des CDO et les risques qu'elles impliquent, en particulier dans le cas des CDO synthétiques, nécessite l'utilisation de techniques complexes qui ne sont pas toujours suffisamment testées. Les investisseurs et les acteurs du marché peuvent donc être exposés à des pertes potentielles relativement élevées<sup>154</sup>.

Des véhicules hors bilan sont également créés, ils sont destinés à accroître le rendement d'un investissement à long terme en le faisant financer à court terme sur les marchés financiers. Les conduits d'ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) et les SIV (Structured Investment Vehicles) entrent dans cette catégorie. Ils émettent des titres à court terme (de 1 jour à quelque mois) et financent directement soit des créances d'entreprises (pour les conduits dits « commerciaux » traditionnels) soit l'achat de CDO et autres produits structurés (ABS, MBS, CLO...). Le fonctionnement de ces véhicules repose sur l'hypothèse de la tacite reconduction de son placement par l'investisseur. Cependant une

---

<sup>154</sup> Cousseran, O and I. Rahmouni (2005), " The CDO market Functioning and implications in terms of financial stability", *financial stability review* , 2005, issue 6, pages 43-62.



inadéquation significative, est constatée, entre le profil des actifs détenus par ces véhicules, qui étaient parfois illiquides, à long terme et complexes, et le profil de risque des investisseurs dans les conduits, souvent des fonds ou OPCVM monétaires qui devaient assurer une liquidité quotidienne à leurs investisseurs et minimiser le risque. Cette inadéquation, créée par une situation de recherche de rendement, explique la crise de confiance majeure qu'ont traversé les marchés des ABCP et SIV à partir d'août 2007.

En effet, dans le cas où les investisseurs ne reconduisent pas leur investissement dans le conduit, celui-ci doit se procurer de la liquidité pour les rembourser. Deux solutions s'offrent alors à lui, soit il dispose d'une ligne de liquidité auprès d'une banque, qu'il peut tirer en cas de besoin (cas majoritaire pour les ABCP), soit il doit liquider une partie de ses actifs pour rembourser les investisseurs (cas des SIV). Le souhait des investisseurs de retirer leur fonds des conduits à partir d'août 2007 s'est traduit par une réduction de l'encours des ABCP américains de plus de 30 % (soit 397 milliards de dollars, ce qui représente l'équivalent de 15 % du PIB français) et les SIV, dont l'encours totalisait quelque 400 milliards de dollars, ont été tous repris au bilan des banques. Celles-ci ont préféré réintermédiaire les SIV qu'elles avaient sponsorisés plutôt que de subir des ventes forcées massives et un risque réputationnel significatif.

Dans certains cas, la re-titrisation sous forme de CDO et l'utilisation de véhicules hors bilan étaient utilisées simultanément, puisque certains SIV et ABCP avaient une partie significative de leur actif investie dans des CDO d'ABS. Cet empilement de strates de titrisation trouvait d'ailleurs sa raison d'être, au-delà des considérations de rendement, dans des problèmes de liquidité. Les tranches d'ABS ou de CDO étant intrinsèquement très peu liquides et sans marché secondaire actif, il était devenu plus simple de les re-packager (dans des CDO d'ABS, des CDO de CDO, ou les loger dans un SIV) pour les céder que de tenter de trouver un prix auprès des intermédiaires de marché<sup>155</sup>.

-Les prêts subprimes octroyés aux États-Unis sont titrisés. Leur titrisation comporte souvent plusieurs « étages » : les prêts sont d'abord assemblés dans des RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) ou des ABS (*Asset-Backed Securities*). Certaines tranches de RMBS sont ensuite assemblées dans des CDO (*Collateralised Debt Obligations*) ; enfin, un « conduit », véhicule se finançant par l'émission de titres à court terme, achète à son tour des tranches de CDO et de RMBS.

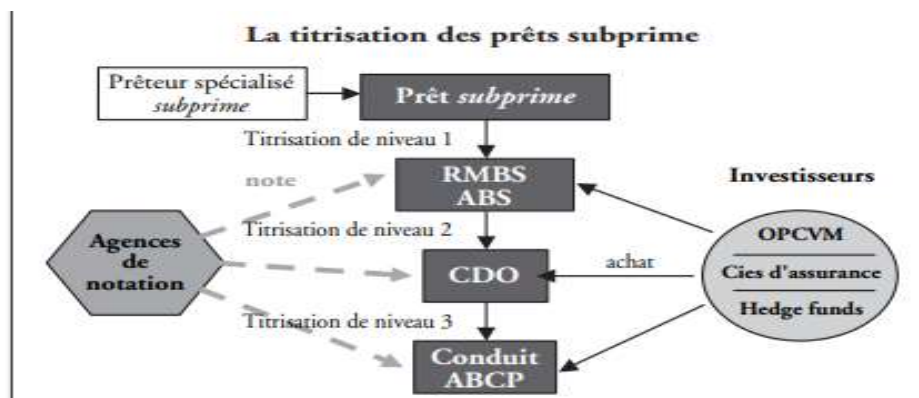
---

<sup>155</sup> Rahmouni-Rousseau Imène et Jassaud Nadège (2008), Op.cit. , p.133-134.

-Les investisseurs achètent ces produits structurés<sup>156</sup>.

- A travers les mécanismes de titrisation, les expositions risquées se trouvent largement dispersées auprès de nombreux investisseurs (même des investisseurs perçus comme peu risqués peuvent en détenir à titre de diversification ou d'amélioration du rendement<sup>157</sup>.

**Figure N° 5: La titrisation des prêts *subprime***



Source : Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008), Op.cit. , p 134.

En outre, la dette souveraine, qui est un emprunt émis par un Etat, a provoqué des turbulences dans la zone euro. Le changement de sa forme, en passant d'une simple dette à un produit structuré, a aggravé la crise européenne. En effet, le marché des Credit Default Swaps (CDS) a facilité la spéculation sur les dettes publiques et privées, les institutions financières y ont trouvé une nouvelle source de profits et pour vendre leur CDS elles sèment le doute sur la capacité des pays à tenir leurs engagements. Ainsi les fonds spéculatifs obligent les fonds de placement à se couvrir contre le risque de défaillance.

Le Crédit Défaut Swaps est un contrat financier qui met en relation deux contreparties ; un acheteur et un vendeur de protection. Par ce contrat, l'acheteur de protection (vendeur de risque) transfère le risque de crédit associé à un actif (obligation ou prêt) et sera donc couvert contre la survenance de défaut, vers le vendeur de protection (acheteur de risque) en contrepartie d'une rémunération à travers les primes de risque calculées annuellement mais généralement payées sur une fréquence trimestrielle<sup>158</sup>. Les CDS permettent de couvrir les opérateurs contre la dégradation du risque associé aux actifs qu'ils détiennent et de spéculer sur des modifications des spreads de crédit.

<sup>156</sup> Ils les achètent car ils sont bien notés par les agences de notation et qu'ils procurent un rendement attractif par rapport aux titres d'entreprises de même notation.

<sup>157</sup> Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008), Op.cit. , p 135.

<sup>158</sup> Gex Matieu. (2011). Le marché des Credit Défaut Swaps : effets de contagion et processus de découverte des prix durant les crises, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion , université de Grenoble, Grenobl, p.5.

Les investisseurs spéculent sur les spreads de crédit, c'est-à-dire, la différence observée sur le marché entre le coût d'un crédit par rapport au coût d'un crédit sans risque, comme les emprunts d'Etat par exemple. Si un investisseur détient des obligations dont il pense que le spread de taux va augmenter, il aura intérêt à acheter des CDS et les revendre quand ils auront pris de la valeur avec la dégradation de la signature de l'emprunteur. Les primes de CDS sont calculées à partir de deux paramètres principaux : PD (la probabilité de défaut) et le taux de recouvrement (Recovery Rate, RR), selon la formule suivante : Prime de CDS = PD \* (1-RR)<sup>159</sup> .

### **3.2 Les gains réalisés grâce à la globalisation**

Les gains réalisés grâce à la globalisation financière recouvrent les trois dimensions de l'efficacité des marchés<sup>160</sup> .

L'efficacité informationnelle s'est accrue sous les effets de la globalisation financière et des progrès technologiques. Les informations sont transmises sans délai et à un coût quasi-nul à l'ensemble des intervenants de marché. Les informations sont rapidement intégrées dans le prix des actifs financiers. Les opérations d'arbitrage, visant à réaliser des gains sans risque, en recherchant de petits écarts de prix injustifiés entre des actifs financiers similaires ont contribué à les faire disparaître, ce qui améliore le contenu informationnel des prix des actifs financiers.

L'efficacité allocative des marchés financiers a été améliorée grâce à la globalisation financière. En effet, les possibilités de diversification offertes à chaque investisseur sont plus larges, ce qui permet une amélioration de la rentabilité dont bénéficie un investisseur pour un niveau de risque donné. De plus, les institutions financières peuvent gérer plus activement leur exposition à une variété plus étendue de risques<sup>161</sup> . Ainsi, de nouveaux mécanismes et de nouveaux marchés permettant le transfert des risques sont apparus, à l'image des marchés de risque de crédit. Grâce à des techniques sophistiquées d'ingénierie financière, il est possible de fractionner le risque d'un actif en différentes tranches, de combiner celles-ci avec tout ou partie du risque d'autres actifs et enfin de vendre sur le marché un produit (que l'on qualifie de structuré) contenant ce mélange de risques provenant d'actifs divers. Le risque est donc devenu une matière

---

<sup>159</sup> Banque de France, (2012), " la crise de la dette souveraine ", document et débats N°4, p. 28.

<sup>160</sup> Charbonneau Jérémy et Couderc Nicolas (2008) ( Globalisation et (in)stabilité financières, La Découverte « Regards croisés sur l'économie » 2008/1 n° 3 | pp235-238

<sup>161</sup> Outre la gestion traditionnelle des risques de marché, de taux de change et de taux d'intérêt à l'aide des produits dérivés, il est aujourd'hui possible de se protéger sur les marchés contre un risque climatique, un risque de catastrophe naturelle, ou plus prosaïquement un risque de crédit.

première comme une autre : il peut être transformé ou transmis, dilué ou concentré à volonté.

L'efficacité opérationnelle, a profité de la globalisation, du fait de l'importante baisse du coût des opérations financières permise par les gains de productivité du secteur financier : le traitement automatisé de l'information et les technologies modernes de communication ont permis au secteur financier d'améliorer son efficacité productive. La concurrence accrue entre fournisseurs de services financiers et les économies d'échelle et de gamme permises par la concentration croissante des acteurs financiers (fusions bancaires et diminution du nombre de places boursières) ont accentué le phénomène.

### **3.3 Les aspects déstabilisateurs**

Les crises financières ont régulièrement montré que les avantages de la globalisation financière cités précédemment avaient été exagérés. La globalisation financière peut avoir des conséquences dramatiques pour un pays dont le secteur bancaire n'a pas une maturité suffisante pour mettre en place une régulation prudentielle adéquate. La mobilité croissante des capitaux internationaux et la complexité accrue des structures de financement exacerbent le risque de défaillance généralisé du système financier international.

#### **3.3.1 Instabilité croissante des marchés et versatilité des investisseurs**

L'idée selon laquelle la globalisation financière favorise la croissance économique, en offrant aux entreprises nationales l'épargne qui leur manque pour leurs investissements, repose sur l'hypothèse implicite que ces flux de capitaux sont des investissements directs supposés stables et de long terme. La réalité montre que ce ci ne se produit pas toujours. Au contraire, la situation des pays du sud-est asiatique qui amena, un an plus tard, la crise asiatique illustre les dangers des flux de capitaux volatils. La croissance économique de ces pays était forte, le maintien de ce dynamisme devait être financé : en l'absence d'une épargne domestique suffisante, ce fut l'épargne internationale qui joua ce rôle. Des capitaux à court terme ont été utilisés pour financer des projets d'investissement à long terme. Cette inadéquation des ressources libellées en devise constitue une des raisons de la crise asiatique.

En outre, la versatilité des investisseurs internationaux et le mimétisme qui caractérise leur comportement ont alimenté durant presque toutes les crises ce qu'il est convenu d'appeler des phénomènes de contagion. Lorsque un tel phénomène voit le jour sur les marchés financiers, des économies ou des places financières proches géographiquement ou institutionnellement d'une autre économie ou place touchée par une

crise de change, une crise boursière ou financière, se voit elle aussi affectées par ces crises, alors que même les fondamentaux de l'économie a priori ne le justifiaient guère.

### **3.3.2 Une progression de la spéculation et déconnexion des deux sphères**

L'essentiel des mouvements de capitaux est, en effet, le fait d'investisseurs à la recherche de profits rapides ; ils multiplient les opérations d'arbitrage entre titres et monnaies ce qui se traduit par des mouvements incessants entre places financières. La sphère financière est déconnectée de la sphère réelle : le volume des liquidités internationales est largement supérieur aux besoins de financement du commerce mondial.

### **3.3.3 Un accroissement des risques de crise systémique**

Les années 90 ont été marquées par l'apparition de crises monétaires et financières violentes dont les effets se sont fait ressentir à l'ensemble de l'économie mondiale. Exemples : Mexique en 1994 - Asie en 1997 - Russie en 1998.

Le scénario est toujours le même : les investisseurs internationaux attirés par des taux élevés prennent de gros risques, surfinancent l'économie locale ; quand ils s'aperçoivent qu'ils ont été trop loin, ils retirent leurs capitaux, mettant en difficulté les banques locales, provoquant des dévaluations massives qui rendent impossible le remboursement de la dette extérieure (il faut, en effet, plus de monnaie nationale pour rembourser la même somme en devises). D'où des faillites en chaîne.

### **3.3.3 Mécanismes de transfert de risque : élément d'instabilité financière**

L'essor des mécanismes de transfert de risque a contribué à l'opacité et à l'instabilité de la sphère financière. En effet, les banques jouent de plus en plus un simple rôle d'arrangeur puis transfèrent le risque de crédit à d'autres agents, éliminant ainsi ce dernier de leurs bilans. Les banques ne conservant plus les crédits dans leurs bilans, cette évolution s'est accompagnée d'une baisse de leurs incitations à mesurer et anticiper le risque de crédit, puisque les crédits octroyés sont destinés à être titrisés. De plus, la manière dont le risque de crédit est mesuré, géré, puis redistribué entre les investisseurs n'est plus sous le contrôle d'une quelconque autorité et reste largement un processus décentralisé, pouvant générer des discontinuités au sein du système. Ainsi, les banques, régulées et transparentes, peuvent céder leurs risques à des entités moins régulées et non soumises à une obligation de publication de leurs positions. Cela rend beaucoup plus complexe la gestion et la mesure des risques<sup>162</sup>.

---

<sup>162</sup> Jérémy Charbonneau et Nicolas Couderc (2008) ( Globalisation et (in)stabilité financières, La Découverte « Regards croisés sur l'économie » 2008/1 n° 3 | pages 235 à 242, p 240.

En conclusion, ces dernières décennies, on assiste à la montée en puissance de la finance internationale dans un contexte de globalisation financière. Ce processus d'interconnexion des marchés de capitaux aux niveaux national et international, qui s'inscrit dans un processus historique long et complexe, s'est accompagné par des transformations ayant affecté les principes de fonctionnement de la finance.

### Série de Travaux Dirigés n°5

En s'appuyant sur le polycopié du cours portant intitulé « Environnement international, globalisation et instabilité financière » et à l'aide de vos connaissances (recherche bibliographique), répondez aux questions suivantes :

1. Expliquez les causes et le déroulement de la crise des *subprimes*<sup>163</sup>.
2. La crise sanitaire (covid -19) a-t-elle affecté la stabilité financière internationale ? comment les autorités monétaires ont-elles riposté ?

### Corrigé de la Série de TD N °5

Depuis le début de la pandémie, les prix des actifs à risque ont brutalement chuté. Les actifs à risque ont subi des pertes équivalentes à la moitié des pertes entraînée en 2008 et 2009. Un grand nombre de marchés boursiers ont enregistré des baisses de 30 % ou plus. Les écarts de taux se sont envolés. Des tensions sont également apparues sur les principaux marchés de financement à court terme.<sup>164</sup>

Afin de préserver la stabilité du système financier et de soutenir l'économie, les banques centrales ont :<sup>165</sup>

- assoupli leur politique monétaire en abaissant leurs taux directeurs (dans le cas des pays avancés, à un niveau historiquement bas). Dans la moitié des pays émergents et des pays à faible revenu, les banques centrales ont fait de même
- apporté des liquidités supplémentaires au système financier, y compris au moyen d'opérations d'open market.
- accepté d'accroître l'apport de liquidités en dollars au moyen d'accords de swap.
- rétabli des dispositifs qui ont servi pendant la crise financière mondiale et ont lancé une série de nouveaux programmes globaux (l'achat d'actifs plus risqués tels que des obligations d'entreprises.)

Ces mesures visant à maîtriser les retombées de la pandémie ont rassuré les investisseurs ces dernières semaines. Les tensions sur certains marchés se sont quelque peu relâchées et les prix des actifs risqués sont partiellement remontés.

Grâce au soutien massif des pouvoirs publics, le système financier mondial résiste à la pandémie de COVID-19 et les conditions financières se sont considérablement assouplies. Cela a contribué à maintenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises, facilité la reprise et jugulé les risques financiers. L'amélioration des perspectives économiques a clairement réduit toute une série d'effets néfastes.

<sup>163</sup> Voir Yaici Farid (2013), p.203-206 Opcit et la contribution de Bouzar Chabha « Le cycle de vie de la crise des subprimes » UMMTO, Campus N°15, In [http://www.ummo.dz/IMG/pdf/\\_LE\\_CYCLE\\_DE\\_VIE\\_DE\\_LA\\_CRISE\\_DES\\_SUBPRIMES.pdf](http://www.ummo.dz/IMG/pdf/_LE_CYCLE_DE_VIE_DE_LA_CRISE_DES_SUBPRIMES.pdf)

<sup>164</sup> FMI (2021) Rapport sur la stabilité financière dans le monde, édition d'avril 2021

<sup>165</sup> <https://www.imf.org/fr/Blogs/Articles/2020/04/14/blog-gfsr-covid-19-crisis-poses-threat-to-financial-stability>

## Conclusion générale

Les relations monétaires internationales se sont fortement développées avec la mondialisation. Elles donnent lieu à des paiements internationaux, des transferts de revenus et des mouvements de capitaux entre pays. Ainsi, chaque paiement à l'étranger implique de transférer des fonds d'un pays à un autre, mais aussi de convertir ces fonds de la devise du pays d'origine en devise du pays de destination. Le marché des changes, où ont lieu les échanges entre devises, joue un rôle essentiel dans les transactions économiques et financières internationales. Son importance s'est fortement accrue avec l'essor des flux internationaux de capitaux : une grande partie des échanges de devises est liée aujourd'hui à des transactions sur les marchés financiers globalisés. Les variations des cours du change ont des répercussions importantes pour l'économie d'un pays: elles affectent la valeur de ses échanges commerciaux ainsi que la valeur des titres financiers domestiques et donc son financement international.

Les déséquilibres qui se sont produits suite à la crise de 2008 sur les marchés mondiaux ont montré les risques de nombreuses innovations financières (produits structurés). La finance internationale a connu de profondes mutations au cours des dernières décennies, avec une accélération de la mondialisation des marchés financiers, leur déréglementation et la libéralisation des flux de capitaux. Ces transformations ont conduit à une modification fondamentale de l'intermédiation financière : désormais, le système bancaire n'est plus le seul à offrir du crédit à l'économie puisque la titrisation a ouvert les marchés de crédit aux investisseurs non bancaires. Parallèlement à cet essor des investisseurs non bancaires, le rôle des banques s'est modifié. La titrisation a permis aux banques d'accroître leurs sources de refinancement, en rendant liquides les actifs illiquides détenus à leur bilan et de transférer le risque lié à ses actifs. Les banques sont ainsi devenues, au-delà de l'octroi de crédits, des intermédiaires tirant un pourcentage croissant de leurs revenus de la constitution de portefeuille de créances destinées à être cédées sous forme de titres à des investisseurs sur les marchés financiers.

Cependant, ces changements ne sont pas sans limites. La désintermédiation s'est accompagnée de trois évolutions qui, combinées, ont conduit aux problèmes structurels que la crise des *subprimes* a mis en lumière. D'abord, l'innovation financière a amené à la création de produits structurés plus complexes, et dont le risque de ces nouveaux produits demeure encore difficile à évaluer. Ensuite, cette désintermédiation ne s'est pas

accompagnée d'un niveau de transparence suffisant dans le système financier pour réduire les fortes asymétries d'information. Enfin, les incitations de chacun des acteurs se sont révélées insuffisamment alignées, favorisant une dilution des responsabilités au détriment des investisseurs.

Dans ce support de cours nous avons présenté les principaux fondements de la finance internationale. Ces fondements sont indispensables aux étudiants pour pouvoir élargir leurs connaissances dans la finance globalisée, surtout qu'aujourd'hui les agents économiques subissent d'une manière directe ou indirecte les effets de la perturbation des marchés de change et les marchés financiers internationaux.

### **Bibliographie**

1. Agence Multilatérale de Garantie des Investissements, groupe de la banque mondiale (2015), [https://www.miga.org/documents/IGG\\_French\\_final.pdf](https://www.miga.org/documents/IGG_French_final.pdf)
2. Achouche M, Kherbachi H,( 2006). « Détermination du taux de change réel de l'équilibre par les fondamentaux de l'économie: approche par un modèle dynamique stochastique d'équilibre général de l'économie pour l'Algérie, *cahiers du CREAD*.
3. Allegret JP , (2002) *Monnaies, finance et mondialisation*, Vuibert, 2002
4. Aglietta M.,( 1999), " La maîtrise du risque systémique international , *Économie internationale*, n°76, 4e trimestre 1999.
5. Agnès Bénassy-quéré, (2012), " Zone euro : la crise après la crise", *Economie Mondiale*
6. Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry (2011) " Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ? " *CEPII*, DT n° 2011-04.
7. Amina Lahrèche-Revil (1999), " *Les régimes de change*", *Economie Mondiale 2000* , Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999. p. 93-103.
8. Ashok Vir Bhatia (2007), " New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S". *IMF Working Paper, WP/07/195*, 2007 International Monetary Fund.
9. Banque de France, (2012), " la crise de la dette souveraine", *document et débats N°4*
10. Banque d'Algérie, (2007), " Bulletin Statistique Trimestriel", Septembre 2007.
11. Banque d'Algérie: « Rapport 2012 : Evolution économique et monétaire en Algérie ».
12. Bito .C et Fontaine (P 1989), "Les marchés financiers internationaux", PUF, Col. Que sais-je ?.
13. Boissieu Ch. de (1987), " Mutations du système français ", *Revue française d'économie*, n°1, 1987.
14. Cassis Y (2018) Londres, New York et la dynamique des places financières internationales, fin xixe -début xxie siècle, Presses universitaires de Rennes | « Monde(s) » 2018/1 N° 13 | pages 25 à 47.
15. Charbonneau J et Couderc N (2008). *Globalisation et (in)stabilité financières*, La Découverte « Regards croisés sur l'économie » 2008/1 n° 3 | pages 235 à 242.
16. Cerna, S. (2008), " *Les turbulences sur les marchés financiers internationaux : causes, Conséquences et remèdes*, " dans « *Oeconomica* », No. XVII, Vol. 2, pp. 51-67.



17. Cousseran . O and I. Rahmouni (2005), " The CDO market Functioning and implications in terms of financial stability", *financial stability review* ,2005, issue 6, pages 43-62 .
18. Crockett Andrew D (1994). " Évolution du système monétaire international. " In: *Revue d'économie financière*. Hors-série, 1994. Bretton Woods : mélanges pour un cinquantenaire. pp.139-150.
19. De Grauwe, P. (1989), *International Money: Post-war trends and theories*, Oxford, Clarendon Press.
20. Daly, M.S. (2007), "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", MPRA, mai 2007, p. 1-100, disponible sur <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4075/>.
- Daouas Mohamed, Amel Zenaïdi, Monia Gharbi ( 2008). *Techniques Financières Internationales Polycopier de cours – HEC Carthage*. Disponible sur : [file:///C:/Users/compaq/Downloads/53bbbaac422bd%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/compaq/Downloads/53bbbaac422bd%20(1).pdf) (consulté le 2/10/2022)
- 21.
22. Davis, P., (2001), "*Ageing and Financial Stability*", The Pensions Institute, DP/0111.
23. Delatte Anne-Laure, (2008 )," Les marchés financiers des pays émergents sur la scène internationale : facteur de stabilisation ou de crise ? ", *Regards croisés sur l'économie*, 1/2008 (n° 3), p. 246-254.
24. Della Gaspera Sandrine (2006), "Trente ans de déréglementation financière", *Les cahiers français*, n° 301.
25. Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), "*Finance internationale : rappels de cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées*", Dunod , Paris.
26. Fonds Monétaire International, 2005. "Algérie : Consultations de 2004 au titre de l'article IV", Rapport du FMI. No.05/50, Février 2005.
27. Fonds Monétaire International, 2006. "Algérie : Consultations de 2005 au titre de l'article IV", Rapport du FMI n° Rapport N°06/93, 2006.
28. FMI (2021) Rapport sur la stabilité financière dans le monde, édition d'avril 2021.
29. Fontaine Patrice, Hamet Joanne, (2011) "*Les marchés financiers internationaux*", Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.
30. Fontaine Patrice (2011), "*Marchés des changes*", collection Synthex Pearson Education France 2e édition.
31. Gex Matieu. (2011). "*Le marché des Credit Défaut Swaps : effets de contagion et processus de découverte des prix durant les crises*", Thèse de doctorat, université de Grenoble, Grenobl.
32. Gill L, (2012) "Les dettes souveraines et la domination des marchés financiers", in Elie B et Vaillancourt C (dir.), *Sortir de l'économie du désastre*, Montréal : Méditation.
33. Hrifia A, Zineb Bamousse, ( 2018) « les stratégies de couverture contre le risque de change » *Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit*
34. Maes Ivo (2010), "La genèse du système monétaire international actuel " , *Reflets et perspectives de la vie économique* 4/2010 (Tome XLIX) , p. 17-27 .
35. Norel, P. (2006), "Globalisation financière et transformation des régulations conjoncturelles, " *Revue Economies et Sociétés*, Hors-série, Tome XLI, No. 3-4, pp.351-379.
36. Peyarard, J. (1999),"*Gestion financière internationale*" Vuibert, 5édition, Paris 1999.
37. Paquet, P. "*Finance internationale*", *Polycopié de cours, quatrième année de Management High-Tech, Rabat*. Disponible sur (<https://docplayer.fr/18945429-Finance-internationale.html>).

38. Philippe, B. (2009), "Monnaie et finance internationales" *Polycopié de cours* du Bacchetta, Université de Lausanne Philippe HEC Lausanne 2009. Disponible sur (<https://www.etudier.com/dissertations/Monnaie-Et-Finance-Internationale/439864.html>, consulté le 2/10/2020).
39. Plihon D ( 2016) La globalisation financière, le nouveau capitalisme, page 23à 38.
40. Prissert, P. (1973), La gestion du Risque de Change. Revue Banque, Octobre 1973.
41. Rahmouni-Rousseau Imène et Nadège Jassaud (2008), "Innovation, produits structurés et stabilité financière", *revue d'économie financière*, 2008, Volume 92.
42. Ravis Brunos . (2003), "produit dérivés de crédit: Applications et perspectives", *Bruxelles, larcier, Cahiers financiers*.
43. Sahai, R. (2002), Globalization and the Role of the IMF, IMF.
44. Sagesser C (1998), les institutions financières internationales, Courrier hebdomadaire du CRISP, Courrier hebdomadaire n°1601 – 199
45. Santor Eric, et Lawrence Schembri (2011) "Le système monétaire international : évaluation et pistes de réforme " *revue de la Banque du Canada* , 2011.
46. Toniolo, G. (2005) (with the cooperation of P. Clement), Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973, Cambridge, Cambridge University Press.
47. Touati, K. (2018). Monnaie et Finance Internationale. *Polycopié à caractère pédagogique, Université de Bejaia*. Disponible sur ([https://elearning.univ-bejaia.dz/pluginfile.php/338724/mod\\_resource/content/0/Polycopie%20Touati.pdf](https://elearning.univ-bejaia.dz/pluginfile.php/338724/mod_resource/content/0/Polycopie%20Touati.pdf))
48. Touati, K. (2017). "The impact of oil price shock of 2014 on the exchange rate in Algeria: Vector Autoregressive Model" *Revue Finance & marchés*, Volume 4, Numéro 1, Pages 200-235.
49. Touati, K. (2021), Les effets à court et long termes du prix de pétrole sur le taux de change en Algérie : Modèle ARDL sur données mensuelles (2012-2019), *Revue des Sciences Economiques, de Gestion et Sciences Commerciales*.
50. Uzan, M. (1996), *The Financial System Under Stress*, Edition Routledge, Londres & New York
51. Yves Simon et Delphine Lautier (2005) "*Finance Internationale*", 9 édition economica, Paris

### **Webographie**

- [http://www.ummtto.dz/IMG/pdf/\\_LE\\_CYCLE\\_DE\\_VIE\\_DE\\_LA\\_CRISE\\_DES\\_SUBPRI\\_MES.pdf](http://www.ummtto.dz/IMG/pdf/_LE_CYCLE_DE_VIE_DE_LA_CRISE_DES_SUBPRI_MES.pdf)
- [http://www.rouenbs.fr/images/pdf/CP/120316-Etude\\_CDSEurope\\_RouenBusinessSchool.pdf](http://www.rouenbs.fr/images/pdf/CP/120316-Etude_CDSEurope_RouenBusinessSchool.pdf)
- [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Multilingual\\_Ext\\_Content/IFC\\_External\\_Corporate\\_Site/Home\\_FR](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Multilingual_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Home_FR)
- <http://deleguescommerciaux.gc.ca/development-developpement/assets/pdfs/fr157317.pdf>
- [http://ida.worldbank.org/sites/default/files/pdfs/ida\\_french\\_brochure\\_2016.pdf](http://ida.worldbank.org/sites/default/files/pdfs/ida_french_brochure_2016.pdf)
- <https://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc-fra/intro.htm>
- <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI113.pdf>
- <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI211.pdf>
- <https://www.imf.org/fr/About/Factsheets/Sheets/2016/08/02/21/08/Rapid-Credit-Facility>