

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université A.MIRA-BEJAIA
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion
Département des Sciences Commerciales



Polycopié à caractère pédagogique
" Destiné aux étudiants
Du cycle Licence en Sciences Commerciales"

Intitulé : Monnaie et Finance Internationale

Préparé par :

Dr Karima TOUATI

Maître de conférences de classe B au Département des Sciences Commerciales
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion, Université de
Bejaia

Sommaire

Sommaire	1
Avant –Propos.....	2
Introduction générale.....	3
Chapitre 1 : Le Système Monétaire International	4
Section 1 : Evolution du Système Monétaire International.....	4
Section 2 : Classification des régimes de change et les déterminants du choix du régime.....	8
Section 3 : Les institutions financières internationales.....	12
Série de Travaux Dirigés N° 1.....	15
Eléments de Réponse.....	15
Chapitre 2 : Balance des paiements et déséquilibres internationaux.....	18
Section 1 : Elaboration de la Balance des paiements	18
Section 2 : Les principaux soldes de la balance des paiements	22
Section 3 : Déséquilibre externes et modes d'ajustement	24
Série de Travaux Dirigés N°2	29
Corrigé de la Série de TD N °2	31
Chapitre 3 : Marché des changes et gestion de risque de change.....	36
Section 1 : Notions de base sur le marché de change et le taux de change.....	36
Section 2 : Détermination du taux de change.....	43
Section 3 : Les techniques de couverture du risque de change.....	46
Série d'Exercices N° 3.....	53
Correction de la série de TD N° 3.....	54
Chapitre 4 : Marchés financiers internationaux, globalisation financière et instabilité monétaire et financière	56
Section 1 : Les marchés financiers internationaux.....	56
Section 2 : Les étapes clés de la globalisation financière.....	59
Section 3 : Les conséquences de la globalisation financière.....	63
Série de Travaux Dirigés N°4.....	67
Eléments de réponse.....	67
Conclusion générale.....	69
Bibliographie.....	69

Avant-propos

Ce fascicule a été conçu comme support de cours pour les enseignements du module "Monnaie et finance Internationale", que nous avons assuré au niveau du Département des Sciences Commerciales, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion (S.E.C.G.) de l'université A/Mira de Bejaia, de (2011-2012) à (2015-2016).

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. Il prolonge le cours de l'économie monétaire et marché de capitaux de deuxième année de licence sciences commerciales en examinant les principales questions monétaires et financières qui se posent dans des économies ouvertes et dans une économie mondiale globalisée.

Ce support a pour objectif de donner aux étudiants, à travers le contenu des chapitres et les séries de travaux dirigés, les bases de la finance internationale contemporaine.

On a conçu le programme détaillé de ce module "Monnaie et finance Internationale" dans le cadre du cycle Licence (L3) sciences commerciales option, Finance et Commerce International en s'appuyant sur diverses références : des ouvrages reconnus dans la discipline, mais aussi et surtout des ressources en ligne. Les principales références que nous avons utilisées pour la composition de ce support sont données dans la bibliographie, particulièrement l'ouvrage d'Yves Simon et Delphine Lautier (2005) "Finance Internationale", le livre de Dupuy Michel and *al.* (2006) intitulé : "Finance internationale: rappels de cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées " et l'ouvrage de Yaici Farid (2013) portant intitulé " Précis de Finance internationale avec exercices corrigés».

Suite à la standardisation des formations de licence menée en 2014 par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique, un changement a touché l'intitulé du module et non pas le contenu du programme. Désormais, le cours porte intitulé : "Finance internationale" présenté dans le cadre de la licence Commerce International et Logistique.

Introduction générale

Au cours des trente-cinq dernières années, la finance internationale a connu un essor considérable et a subi de nombreuses transformations. L'objectif de ce fascicule est de faire connaître les différentes dimensions (macroéconomique, technique et institutionnelle) de la finance internationale. Après une présentation des notions fondamentales sur le thème traité, chaque chapitre contient des questions permettant de mobiliser les notions de bases pour traiter des sujets divers.

Ce support de cours s'articule autour de quatre chapitres. Dans le chapitre 1, les étapes phares de l'évolution du Système Monétaire International SMI (section 1) sont décrites, puis la classification des régimes de change et les facteurs déterminants du choix du régime de change (section 2) sont étudiés. La troisième section est consacrée à la présentation des institutions financières internationales (FMI et Banque Mondiale). 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 et l'explication de la crise de dette souveraine européenne.

Le chapitre 2 porte sur la balance des paiements et les déséquilibres internationaux. La section 1 de ce chapitre est consacrée à la présentation et l'interprétation de la balance des paiements, l'accent est notamment mis sur les principaux soldes de la balance des paiements (section 2). L'ajustement des déséquilibres internationaux par le taux de change est étudié dans la section 3. La série d'exercices relative à ce chapitre permet aux étudiants d'assimiler les différents comptes de la balance des paiements, l'enregistrement des opérations dans la balance des paiements ainsi que le calcul des soldes intermédiaire et les indicateurs du commerce extérieur.

Dans le chapitre 3 portant sur "Marché des changes et gestion de risque de change", après avoir présenté les notions de base sur le taux de change et le marché de change (section 1), et étudié la détermination du taux de change (section 2), les techniques de couverture du risque de change (section 3) sont examinées. Des exercices portant sur les techniques de couverture, la détermination des cours acheteur et vendeurs sont présentés dans la série d'exercices n° 3. Le fonctionnement et l'organisation du marché de change en Algérie est également abordé dans cette série de TD.

Dans le chapitre 4, intitulé "Marchés financiers internationaux, globalisation financière et instabilité monétaire et financière", la première section est consacrée aux marchés financiers internationaux. Dans la deuxième, sont examinées les étapes de la globalisation financière. La dernière section, présente les conséquences de la globalisation. Des questions liées à la crise des *subprime* et les crises de change des pays émergents sont discutées dans la série de Travaux Dirigés n°4.

Enfin, ce support de cours se clôturera par une conclusion générale et une liste de références.

Chapitre 1 : Le Système Monétaire International

Le Système Monétaire International (SMI¹) représente le cadre institutionnel des échanges internationaux. 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.² 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. Un SMI est caractérisé 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. Selon les termes de Santor et Schembri (2011), le système monétaire international « est le fruit d'un ensemble de politiques et mécanismes officiels concernant la balance des paiements internationaux, plus précisément : 1) les taux de change; 2) les paiements courants et les flux de capitaux; et 3) les réserves internationales. Il est également constitué d'une panoplie d'institutions, de règlements, de normes et de conventions qui régissent son fonctionnement ».³

Au cours de ce chapitre, les principales étapes de l'évolution du SMI (section 1) sont décrites, puis la classification des régimes de change et les facteurs déterminants le choix des régimes (section 2) seront étudiés. La troisième section sera consacrée à la présentation des institutions financières internationales (FMI et Banque Mondiale)

Section 1 : Evolution du Système Monétaire International

Il sera présenté au départ les Système de l'étalon-or et le Système de l'étalon change or. Le fonctionnement du système de Bretton Woods, le flottement des monnaies ainsi que le système actuel seront ensuite abordés.

1.1 - Le Système de l'étalon-or ou *Gold Standard* (1870 - 1914)

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.⁴

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.

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 traduisent par des mouvements d'or d'un pays à l'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

¹Le SMI ne se réduit pas aux seuls régimes de change. Alors que ceux-ci ne concernent que les formes juridiques d'organisation des paiements internationaux (régimes fixes, flottants ou intermédiaires)

² Josette Peyarard (1999), "*Gestion financière internationale*" Vuibert, 5^e édition, Paris, p.5.

³ Eric Santor, et Lawrence Schembri (2011), "Le système monétaire international : évaluation et pistes de réforme" *revue de la Banque du Canada*, 2011, p 2. Disponible à : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2011/11/santor-f.pdf>

⁴ Josette Peyarard, (1999), *Op.cit.*, p. 6.

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.⁵

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 préconisent 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 leur monnaie, dans le dessein de bénéficier d'avantage pour leurs exportations. La Seconde Guerre mondiale détruisit ensuite de nombreuses économies.⁶

1.3- Le SMI de Bretton Woods de 1944 à 1971

Ce sont les enseignements des années 30 qui ont conduit à la conception du système de Bretton Woods. 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.⁷

En juillet 1944, 44 pays se rencontrent à Bretton Woods afin de définir les principes d'un nouveau système monétaire international. Deux propositions s'opposent : l'économiste anglais Keynes suggère la création d'une monnaie internationale (le Bancor) émise par une banque centrale internationale. Cependant, c'est la proposition de l'Américain White qui l'emporte : l'or doit conserver un rôle important, et comme les États-Unis disposent alors des trois quarts du stock mondial d'or, le dollar devient le centre du système. Ainsi, la conférence de Bretton Woods débouche sur la mise en place d'un système de changes fixes, dans lequel chaque monnaie est convertible en dollar avec une marge de fluctuation de $\pm 1\%$, le dollar étant lui-même convertible en or, au taux de 35 \$ pour une once.

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

⁵ Yaici Farid (2008), " *Précis de Finance internationale avec exercices corrigés*", ENAG Alger- Algérie, p.16.

⁶ Peyarard Josette (1999), "*Gestion financière internationale*" Vuibert, 5^{ème} édition, Paris, p 7.

⁷ 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. Disponible à http://www.persee.fr/doc/AsPDF/ecofi_0987-3368_1994_hos_4_1_5611.pdf

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.⁸

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.⁹

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 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 Européenne¹⁰ 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 au cours des années 1970, 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

⁸ Voir la section 3 de ce présent chapitre.

⁹Crockett Andrew D. Évolution du système monétaire international. In: Revue d'économie financière. Hors-série, 1994. Bretton Woods : mélanges pour un cinquantenaire. pp. 139-150, p.141.

¹⁰ 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 (France, République Fédérale d'Allemagne, Italie, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg), 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.

taux de change (la livre sterling est par exemple dévaluée de 30% en 1976) et entraîne en seulement quelques années la disparition 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)¹¹ 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 s'est terminée le 31 décembre 1998, des efforts importants ont été déployés pour parvenir à une convergence des 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.¹² Les préparatifs de la troisième phase ont été amorcés, notamment, par la création de l'Institut monétaire Européen. La troisième et dernière phase se place sous le signe de l'introduction de l'Euro. Au sommet Européen de Madrid des 15 et 16 décembre 1995, il a été décidé que cette 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 2002.¹³

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.

1.5 Un nouveau siècle : changement et continuité

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

¹¹ L'union économique et monétaire, avec son élément le plus voyant, la monnaie unique n'apparaissait pas comme tel dans le texte fondateur de l'Europe, le Traité de Rome (1957). Il faudra attendre le rapport Werner, remis fin 1970, pour que la Communauté Européenne envisage de compléter le Traité de Rome permettant le passage à une union monétaire.

¹² 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).

¹³ <https://www.nbb.be/fr/pièces-et-billets/histoire/une-breve-histoire-de-leuro/les-trois-phases-de-lunion-monetaire>

pour les réserves de change des banques centrales¹⁴. Le Système actuel se caractérise ainsi par :¹⁵

- 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,
- 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 »¹⁶ 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 intenable 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.¹⁷

Section 2 : Classification des régimes de change et les déterminants 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.¹⁸ 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-économique.

2.1 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 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

¹⁴ Maes Ivo, (2010), "La genèse du système monétaire international actuel. " *Reflets et perspectives de la vie économique* 4/2010 (Tome XLIX) , p. 17-27, p. 24.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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 de la planète (sur la foi du PIB fondé sur le marché) 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.

¹⁷ Eric Santor, et Lawrence Schembri (2011), *Op cit*, p.1.

¹⁸ Amina Lahèche-Revil, (1999), " Les régimes de change" *Economie Mondiale 2000* , Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999. p. 93-103.

régime intermédiaire peut être considéré suffisamment flexible pour être classé dans les régimes flexibles ou assez rigide pour être classé comme fixe.

2.1.1. 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 :¹⁹

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.

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.

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.

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.

2.1.2 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 marché s'équilibrer librement selon la loi de l'offre et de la demande indiquent que 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.

2.1.3 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

¹⁹ 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.

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.²⁰

2.2 Déterminants du choix des régimes de changes

Le débat sur déterminants du choix du régime de change ne cesse de se renouveler. Daly (2007), dans son article, passe en revue les principaux déterminants du choix du régime de change.²¹

2.2.1 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 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 importants, 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.

2.2.2 Le triangle d'incompatibilité de Mundell

Le célèbre « triangle d'impossibilité » de Mundell affirme qu'un SMI ne peut présenter à la fois les trois caractéristiques suivantes, mais seulement deux d'entre elles : (1) autonomie des politiques monétaires des Etats ; (2)- changes fixes et (3) la liberté de circulation

²⁰ Fonds Monétaire International, 2005. "Algérie : Consultations de 2004 au titre de l'article IV", Rapport du FMI. No.05/50, Février 2005, p.9.

²¹ 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/>.

internationale des capitaux. 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.

Depuis l'abandon officiel en mars 1973 du régime de change de Bretton Woods qui était caractérisé par (1, 2, non 3), les monnaies des pays les plus riches ont entre elles des taux de change flexibles. Ainsi du dollar, de l'euro et du yen. Entre ces trois zones le système est caractérisé par : (1+3, non 2). Pour les autres pays, la situation est variable. Certains grands pays, tels la Chine, affichent une politique de change en pratique fixe à l'égard du dollar, mais librement ajustable à leur initiative. De plus, leur monnaie n'est pas totalement convertible : ils exercent un contrôle des changes. Ils conservent ainsi une certaine autonomie de politique monétaire. Leur situation se caractérise donc par (1 + 2, non 3).

La littérature récente insiste sur l'importance des facteurs politiques dans le processus du choix de régime de change. L'accent est mis aussi sur la "peur de flottement" qui oriente les pays à choisir un régime fixe de facto.

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 c'est à dire le transfert du pouvoir régulier d'une partie à une autre, ainsi que le nombre de changement des 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.

2.3. Comparaison entre les régimes de change

Les critères de comparaison sont :

2.3.1 La régulation automatique : Le régime de change fixe équilibre automatiquement le commerce extérieur au moyen de récessions et de surchauffes. Le régime de change flottant équilibre automatiquement le commerce extérieur en provoquant, par exemple, une dépréciation de la devise d'un pays si celui-ci fait face à un déficit commercial.

2.3.2 La spéculation : Dans un régime de change stable, il arrive toujours un moment où il faut se résigner à dévaluer (ou à réévaluer) sa devise. Cela encourage les spéculateurs, qui ne prennent alors aucun risque (ils peuvent toujours prévoir le sens, sinon l'ampleur, de la modification du taux). Le régime de change fixe n'est pas non plus à l'abri, à plus long terme, des modifications des taux. Si la spéculation est plus risquée dans un régime de change flottant, elle y est par contre continuelle et les taux à court terme fluctuent plus fortement.

2.3.3 L'autonomie des politiques économiques intérieures : Le régime de change fixe contraint les pays à subordonner leur politique intérieure aux impératifs extérieurs. Dans le cas d'un déficit commercial, il faut par exemple se résigner à ralentir son économie. Les taux de change flottants permettent en principe d'absorber les déséquilibres commerciaux sans remettre en cause les choix intérieurs.

2.3.4 Stabilité et incertitude : Le régime de change fixe fournit indiscutablement une stabilité très utile à la prise de décisions économiques. Le régime de change flottant engendre au contraire une incertitude qui nuit au commerce et à l'investissement, et qui oblige à des opérations coûteuses de couverture.

Section 3 : Les Institutions Financières Internationales

Les Institutions Financières Internationales les plus importantes sont la Banque mondiale et le Fonds monétaire international (FMI). Elles ont été créées au lendemain de la seconde guerre mondiale à Bretton Woods et leur principal objectif fut de mettre en place une organisation monétaire mondiale et de favoriser la reconstruction et le développement économique des pays touchés par la guerre.

3.1 Le Fonds Monétaire International

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 membre 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.

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

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 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 monnaie²². La quote-part influe sur le poids exercé par le pays dans les décisions du FMI.

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).²³

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 nationales²⁴. 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.

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.

Les accords de confirmation²⁵ : 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

²² 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.

²³ 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 actuellement 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.

²⁴ 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

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 formule d'un accord de confirmation, ce concours prévoit un accompagnement plus prolongé du FMI à l'appui d'un Programme d'Ajustement Structurel (conditionnalités).²⁶ 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.

3.2 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.²⁷

3.2.1 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.

²⁵ 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).

²⁶ 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...etc. L'objectif étant de stabiliser les indicateurs macroéconomiques (l'inflation, le solde commercial et le budget de l'Etat).

²⁷ <http://www.banquemondiale.org/fr/about/what-we-do>

3.2.2 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 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 :²⁸

- 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.²⁹

3.2.3 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 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.³⁰

3.2.4 L'Agence Multilatérale de Garantie des Investissements (MIGA) 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 MIGA 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 MIGA 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 MIGA peut assurer les investissements sous forme de participation à concurrence de 90 % du montant investi.³¹

²⁸ http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Multilingual_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Home_FR

²⁹ <http://deleguescommerciaux.gc.ca/development-developpement/assets/pdfs/fr157317.pdf>

³⁰ http://ida.worldbank.org/sites/default/files/pdfs/ida_french_brochure_2016.pdf

³¹ Agence Multilatérale de Garantie des Investissements, groupe de la banque mondiale (2015), Disponible à https://www.miga.org/documents/IGG_French_final.pdf

3.2.5 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.³²

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

Feuille de Travaux Dirigés N° 1 : Système monétaire international

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

- 1- Indiquez les étapes importantes du système monétaire international et rappelez les développements historiques qui ont mené aux changes flottants ?
- 2- Quel est le rôle du Fonds Monétaire International (FMI) ? Expliquez le principe de son fonctionnement?
- 3- Quels sont les principaux types de projets financés par la Banque Mondiale ? Dans quels cas intervient la Société financière internationale? Quel est l'objet de l'association internationale de développement ?
- 4- Quels sont les avantages et les inconvénients du régime de change fixe et du régime de change flottant?
- 5- Décrivez le système monétaire actuel
- 6- Expliquez les causes de la crise de la dette souveraine européenne
- 7- Comment le régime de change en Algérie a évolué ?

Eléments de Réponse à la question 6

La crise de la dette souveraine de la Grèce a mis en lumière les faiblesses de la gouvernance économique et monétaire de l'Union européenne.

1. Les défauts de conception de l'UME

La cause principale de la crise de la dette souveraine européenne se trouve dans le Traité de Fonctionnement de l'Union Européen (TFUE), qui fonde la politique monétaire unique et précise les droits et les devoirs des Etats membres. Ce traité souffre de quelques défauts :

Le premier défaut de conception concerne le statut de la Banque centrale européenne qui doit être indépendante des gouvernements ; elle ne peut donc pas acquérir auprès des Trésors publics des titres de dettes. Cela entraîne un endettement des Etats auprès des banques privées

³² <https://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc-fra/intro.htm>

à des taux beaucoup plus élevés que si la dette avait été achetée par la Banque centrale.³³ La banque centrale européenne par son indépendance est donc empêchée de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort (article 123.1 du TFUE), Mais surtout le fait que les titres de dette publique soient détenus en grande partie hors des Etats qui les émet, ce dernier s'il ne peut rembourser sa dette, accroît la possibilité d'une crise bancaire.³⁴ Cette indépendance empêche toute coordination entre les politiques budgétaire et monétaire en cas de circonstances exceptionnelles.³⁵

L'Europe n'est pas solidaire en cas de faillite d'un Etat (clause de non-renflouement), car avec cette condition (article 125.1 de TFUE) les Etats membres de l'UE ne peuvent pas apporter un soutien direct à l'un des leurs membres en difficulté financière.³⁶

Enfin et surtout, l'article 126 du TFUE qui pose le principe de la discipline budgétaire des Etats membres. Agnès Bénassy-Quéré explique que la crise de la dette souveraine en zone euro est due à l'échec de l'article 126 traitant de l'indiscipline des États membres au niveau individuel et collectif, et d'une conception restrictive de la discipline. En outre, la surveillance budgétaire néglige les engagements hors bilan des États membres, et notamment la nécessité de porter secours aux banques de taille « systémique » en cas de difficulté de ces dernières. Toutefois, la protection des banques et la résolution des crises bancaires restées, après l'unification monétaire présentent une seconde erreur de conception³⁷.

2. Facteurs liés à la divergence entre les pays de la zone euro

Malgré la politique commune adoptée par les Etats membres, les divergences réelles apparaissent. Cette hétérogénéité est illustrée par les déséquilibres extérieurs croissants qui caractérisent la zone euro.

Les pays d'Europe du Sud (Grèce, Portugal et Espagne) souffrent d'une dette extérieure très importante (80 % du PIB pour l'Espagne et 100 % du PIB pour la Grèce et le Portugal), qui s'explique en partie par la valeur de l'euro trop élevée par rapport aux autres monnaies internationales. Cet euro « trop fort » pour les pays du Sud (dont la France) défavorise les exportations et la croissance alors que celle-ci est stimulée dans les pays comme l'Allemagne où près de 75 % des excédents commerciaux se font vis-à-vis des autres pays de la zone euro.³⁸ Depuis l'introduction de l'euro, le coût unitaire relatif (par rapport à la zone euro) de la main d'œuvre a augmenté dans les pays du Sud (+ 40 % en Grèce, + 25 % en Italie et en Espagne, + 12 % au Portugal et + 4 % en France), mais diminué en Allemagne (- 10 %), en Autriche (- 10 %) et en Finlande (- 18 %). Une telle situation a défavorisé les exportations et favorisé les importations du Sud (et donc les exportations du Nord, en particulier de l'Allemagne), ce qui a contribué à dégrader la balance courante et augmenter la dette des pays du Sud tandis que le phénomène inverse s'opérait au Nord.³⁹

3. Les effets de la crise des subprimes sur l'endettement public européen

L'intervention des gouvernements à partir de l'automne 2008 s'est imposée du fait de l'ampleur de la chute de l'activité économique ayant suivi la crise financière. Des mesures

³³ <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/> -Clara-Lardé.

³⁴ Idem

³⁵ C.Mathieu et H.Sterdyniak « La crise des dettes souveraines dans la zone euro ». P2, tiré du site : <http://ebookbrowse.net/1-116-pdf-d349952197>

³⁶ Idem, p .3.

³⁷ Agnès Bénassy-quéré, (2012) Zone euro : la crise après la crise Economie Mondiale, p.17.

³⁸ www.alternatives-economiques.fr/la-crise-des-dettes-souveraines_fr Consulté le 20/11/2013

³⁹ Vincent DU WICQUET « Crise de dette souveraine : la zone euro dans la tourmente », Disponible à : culture.univ-lille1.fr/fileadmin/lna/lna59/lna59p40.pdf, P2.

budgetaires de relance ont été prises pour soutenir la demande finale. Cependant, ces interventions ont creusés les déficits publics. Les banques centrales ont également injecté des liquidités conséquentes pour sauver le système bancaire.

La Grèce est le premier pays touché par la crise. Ce pays a connu des difficultés à financer son budget et à faire face à une dette publique importante. Son entrée, en 2001, dans la zone euro était basée sur la falsification de ses données statistiques et des manipulations financières, visant à cacher l'importance de sa dette publique, et cela avec l'aide des experts d'une banque d'affaire, Goldman Sachs. En effet, pour être admis dans la zone un Etat membre doit satisfaire un certain nombre de critères de convergence de Maastricht. Ainsi, Goldman Sachs lui a fourni un produit dérivé lui permettant de masquer sa dette, avec un autre mode d'emprunt : du cash contre des versements futurs, perçu sur le contrat comme un swap sur devise, et non une dette.

Eléments de Réponse à la question 7

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.

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 flottage 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 2003.⁴⁰

Suite à la crise financière mondiale (2008), 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.⁴¹

⁴⁰Fonds Monétaire International, 2006. "Algérie : Consultations de 2005 au titre de l'article IV", Rapport du FMI n° Rapport N°06/93, 2006, p.8.

⁴¹ Banque d'Algérie: « Rapport 2012 : Evolution économique et monétaire en Algérie ».2012, p.65.

Chapitre 2 : Balance des Paiements et déséquilibres internationaux

La balance des paiements est un document comptable qui enregistre toutes les opérations commerciales, financières et monétaires intervenues au cours d'une période donnée entre les résidents⁴² et les non-résidents. Instrument précieux d'analyse, la balance des paiements fournit 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. Après avoir établi et interprété la balance des paiements (section 1 et 2), on examinera la question de l'ajustement des déséquilibres internationaux (section 3).

Section 1 : Elaboration 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).⁴³

➤ **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 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

⁴² Tous ceux qui résident pendant au moins un an sur le territoire national quelque soit leur nationalité.

⁴³ 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. 1.

(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 post 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 :

Inscription au Crédit	Inscription au Débit
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^{ème} 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.⁴⁴

Avitaillement : Cette ligne enregistre les achats de marchandises algériennes par les transporteurs étrangers et des achats de marchandises étrangères par les pavillons algériens.⁴⁵

1.2.1.2 Les services : Cette ligne comprend plusieurs rubriques qui sont les suivantes : Les transports⁴⁶, les voyages⁴⁷, le service de communication⁴⁸, Service de Bâtiments et Travaux

⁴⁴ Banque d'Algérie « Bulletin Statistique Trimestriel » – Septembre 2007, p. 38.

⁴⁵ Idem.

⁴⁶ Compte tenu de la spécificité de l'Algérie, 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. Banque d'Algérie « Bulletin Statistique Trimestriel » – Septembre 2007, p 40.

⁴⁷ On trouve au niveau de ce poste les dépenses des algériens à l'étranger au titre de leurs frais de séjour à l'occasion de voyages touristiques, d'affaires ou tout autre service acquis auprès des non résidents (santé, scolarité,...) et les dépenses de même nature, en Algérie engagées par des non résidents.

⁴⁸ Il s'agit de trafics des postes et télécommunications, des services d'informations audiovisuelles et des services des agences de presse écrite.

Publics⁴⁹, les services d'assurance⁵⁰, les services financier⁵¹, les redevances et droits de licence⁵², les services de location de toutes nature, les services divers aux entreprises tels que frais d'étude, frais d'abonnement etc.⁵³, et les services informatiques⁵⁴, Services Culturels et Loisirs⁵⁵ Services des Administrations Publiques.⁵⁶

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 financiers⁵⁷, 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 résidents 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.

⁴⁹ Ce poste couvre les services liés aux recherches minières et géophysiques, aux frais et bénéfices de chantiers, aux prospections et forages pétroliers.

⁵⁰ 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.

⁵¹ Les règlements de l'ensemble des commissions et frais bancaires et des frais de toute autre intermédiation financière.

⁵² Il s'agit de redevances versées ou perçues périodiquement pour les brevets et droits d'exécutions, et marque de commerce.

⁵³ Sont inscrits sur cette ligne tous les frais relatifs aux prestations d'études (engineering, architecture), de recherches, d'assistance technique (mise en route, essais, travaux de montages...).

⁵⁴ 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.

⁵⁵ Sont recensés à ce poste 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).

⁵⁶ Sont enregistrés sous cette rubrique les recettes et dépenses administratives des postes diplomatiques et consulaires algériens à l'étranger et étrangers en Algérie.

⁵⁷ Il s'agit de 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.

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 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 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. La même définition est adoptée par la Banque d'Algérie.⁵⁸

-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 : La structure générale de la balance des paiements de la France

COMPTES	DETAIL	REMARQUES
1. COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES		
1.1 Biens	1.1.1 Marchandises générales 1.1.2 Ravitaillement 1.1.3 Travail à façon et réparation	
1.2 Services	1.2.1 Transports 1.2.2 Voyages 1.2.3 Services de communication 1.2.4 Services de construction 1.2.5 Services d'assurance 1.2.6 Services financiers 1.2.7 Services informatiques 1.2.8 Redevances et droits de licence 1.2.9 Autres services aux entreprises 1.2.10 Services personnels culturels et récréatifs	

⁵⁸ Suivant 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.

	1.2.11 Services des administrations publiques	
1.3 Revenus	1.3.1 Rémunérations des salariés 1.3.2 Revenus des investissements	
1.4 Transferts courants	1.4.1 Secteur des administrations publiques 1.4.2 Autres transferts	
2. COMPTE DE CAPITAL		
2.1 Transferts de capital 2.2 Acquisitions d'actifs non financiers		2.1 exemples : remises de dettes, 2.2 Exemples : brevets, droits d'auteurs, marques
3. COMPTE FINANCIER		
3.1 Investissements directs	3.1.1 Français à l'étranger (Capital social, bénéfices réinvestis, autres opérations) 3.1.2 Étrangers en France (Capital social, bénéfices réinvestis, autres opérations)	
3.2 Investissements de portefeuille	3.2.1 Avoirs (Actions et titres d'OPCVM, obligations et assimilés, instruments du marché monétaire) 3.2.2 Engagements (Actions et titres d'OPCVM, obligations et assimilés, instruments du marché monétaire)	
3.3 Autres investissements	3.3.1 Avoirs (Crédits commerciaux, prêts, autres avoirs) 3.3.2 Engagements (Crédits commerciaux, prêts, autres avoirs)	Les avoirs sont des comptes de créances, les engagements sont des comptes de dettes.
3.4 Produits financiers dérivés		
3.5 Avoirs de réserves	- Or - Avoirs en droits de tirage spéciaux - Position de réserve au Fonds monétaire international - Devises étrangères	Assimilable à un compte "caisse", enregistres les entrées ou sorties de devises.
4. ERREURS ET OMISSIONS NETTES		
5. TOTAL GENERAL		
	Total débit	= Total crédit

Section 2 : Les principaux soldes de la balance des paiements

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

2.1 Le solde commercial

La balance commerciale d'un pays est l'élément de comptabilité nationale qui résume les exportations et les importations des biens, donc on parle de la balance 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 biens. 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 envoie de la monnaie

à l'étranger. Le solde commercial permet de calculer le taux de couverture (la part des importations de biens couvertes par les exportations de biens).

Le taux de couverture du commerce extérieur est le rapport entre la valeur des exportations et celle des importations entre deux pays (ou deux zones).

Taux de couverture = Exportations de biens / Importations de biens

-Si le commerce *extérieur est en équilibre*, le *taux de couverture* est égal à 100%

-Si il ya un déficit commercial, le *taux de couverture* est inférieur à 100%

-Si il ya un excédent commercial, le *taux de couverture* est supérieur à 100%

2.2 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 du 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 général, compris entre 0 et 1. Plus un pays à un taux d'ouverture élevé, plus il sera sensible à la conjoncture internationale. Le degré d'ouverture ou taux d'ouverture mesure le poids des échanges extérieurs dans l'ensemble du PIB.

Degré d'ouverture = ((Exportations de biens et services + Importations de biens et services)/2) / PIB

2.3 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 revenus⁵⁹ et ceux de la balance des transferts courants⁶⁰. Ce solde permet de faire le lien entre l'épargne et l'investissement domestique. Il permet d'apprécier la soutenabilité d'une politique économique.

- 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

⁵⁹ 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).

⁶⁰ La balance des transferts courants retrace les transferts publics et privés sans contrepartie (par exemple des subventions), à l'exclusion des transferts de capital.

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.

La balance courante d'un pays dépend de deux variables : différentiel de croissance et de la Compétitivité prix. La compétitivité d'une économie est la capacité de cette économie à maintenir ou à accroître ses parts de marché tant sur le marché domestique que sur les marchés extérieurs. Il existe d'une part la compétitivité prix et d'autre part la compétitivité hors prix qualifiée aussi compétitivité structurelle.

La compétitivité hors prix fait référence à l'ensemble des éléments autre que les prix, ils vont agir sur la compétitivité de l'économie (la qualité des produits, les délais de livraison...). La compétitivité prix est influencée par trois séries de variables : l'évolution des coûts salariaux relatifs, des marges relatives et le taux de change.

2.4 Le solde à financer

Le solde à financer est égal au solde des transactions courantes + le solde du compte de capital + le solde des investissements directs étrangers. Ce solde permet de mesurer l'insertion d'un pays dans les échanges économiques internationaux.

2.5 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 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.

2.6 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.⁶¹

2.6 Le solde des avoirs de réserves

Le solde des avoirs de réserves, AR 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 globale⁶². Donc : $BG + AR \equiv 0$.

Section 3 : 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 déficits courants, l'ajustement du déficit commercial par la dévaluation et l'approche par absorption sera examiné.

3.1 Etablissement des relations entre soldes externes et agrégats internes

⁶¹ <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI113.pdf>

⁶² Idem.

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

3.1.1 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 (μ : 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+ μ) le solde des opérations courants (BOC= X-M+ μ).

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 égale à l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement domestique.

3.1.2 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 $X-M = Y-A$

Le solde des échanges de Biens et services est égal donc à la différence entre le Produit Intérieur.

3.2 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 externe d'un pays doit être examinée à la fois du point de vue de l'emprunteur et du point de vue de ses créanciers.⁶³

- *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.

⁶³ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p. 9.

3.3 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.

3.3.1 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 :⁶⁴

- 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.

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).

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. Lorsque, à l'inverse, les prix à l'exportation augmentent moins que les prix à l'importation, il y a détérioration des termes de l'échange: il faut vendre davantage de marchandises pour obtenir le même pouvoir d'achat en marchandises importées.

$TE = P_x / P_m$ (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.

3.3.2. Le théorème des élasticités critiques ou conditions MLR.

La condition de Marshall-Lerner, encore appelée théorème des élasticités critiques, énonce 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.

3.3.3 L'approche par l'absorption

L'approche de l'ajustement par l'absorption est une approche synthétique de l'ajustement au sens où elle combine les effets prix et les effets revenus dans le cadre général de l'équilibre intérieur (condition d'équilibre épargne - investissement).

On se propose d'étudier les effets d'une dévaluation/dépréciation au niveau global c'est à dire dans le cadre de l'équilibre intérieur et pour se faire on va définir d'abord la notion de surplus exportable .

⁶⁴ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p. 26.

A. La notion de surplus exportable.

Pour qu'une dévaluation puisse engendrer une amélioration des comptes extérieurs et leur niveau global, il faut que le pays qui dévalue soit en mesure de dégager un surplus exportable. Considérons la condition d'équilibre suivante : $BC = Y - A$.

Tels que (BC) désigne balance commerciale ; (Y) : Revenu National ; (A) Absorption

En situation de sous-emploi, la balance commerciale (BC) peut augmenter lorsque le revenu national (Y) s'accroît et /ou lorsque l'absorption (A) diminue. En revanche, en situation de plein emploi, l'amélioration de la balance commerciale ne peut venir que d'une diminution de l'absorption puisque par définition le revenu est plafonné à court terme au moins.⁶⁵

Une dévaluation doit s'accompagner de mesures de politiques économiques visant à limiter une éventuelle croissance de la demande intérieure. Le pays qui dévalue dont la monnaie se déprécie sera conduit à mettre en place des politiques économiques restrictives. Ce sont des politiques d'accompagnement afin de favoriser la réussite de la dévaluation.

Les résultats des études empiriques ont montré que les dévaluations les plus efficaces sont bien celles qui ont été accompagnées de mesures visant à réduire l'absorption.

B. Les effets d'une dévaluation dépréciation sur la balance commerciale

Les effets d'une dévaluation dépréciation sur la balance commerciale dépendront de son impact sur le revenu national et l'absorption, puisque :

$$\Delta BC > 0 = \Leftrightarrow \Delta Y - \Delta A > 0 \Leftrightarrow \Delta Y > \Delta A$$

Pour connaître l'effet net sur BC, il est utile de distinguer les effets sur Y puis sur A

Quels effets sur le revenu Y?

Une dévaluation provoque une hausse des exportations en volume du pays considéré et cette hausse va provoquer une hausse du revenu national et de la production domestique conformément à l'analyse en termes de multiplicateur. Cependant cet effet positif peut être contrecarré par l'évolution des termes de l'échange. Ces derniers se dégradent suite à une dévaluation et la hausse du prix des importations. Cela conduit à une diminution du revenu national réel. Cet effet peut être très important dans un pays fortement dépendant du RDM.

Une dévaluation → hausse du prix des importations en monnaie nationale → baisse du revenu national en termes réels (Y/P diminue).

Finalement, si on prend en compte les 2 effets (hausse des importations + hausse des prix), l'effet de la dévaluation sur Y sera indéterminé.

Quels effets sur l'absorption A?

La dévaluation affectera la BC via ses impacts sur l'absorption. On distingue un effet indirect et des effets directs (dits autonomes).

– effet indirect de la dévaluation sur A va passer par Y (d'où «indirect »).

Si le revenu national augmente suite au changement de parité, l'absorption va elle-même augmenter. On sait que : $A = C + I + G$

La consommation des ménages dépend des revenus: hausse de Y → hausse de C + hausse de I (conformément à l'accélérateur).

Une dévaluation va bien influencer sur l'absorption via l'effet sur Y.

– effets autonomes.

1. la dépréciation entraîne une hausse des prix domestiques.

L'augmentation des prix domestiques provoquera une baisse de la richesse réelle (W/P) des agents. Conformément à l'effet de richesse réelle, les ménages vont être incités à

⁶⁵ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p. 27.

épargner plus et consommer moins, afin de reconstituer la valeur réelle de leurs richesses. Ce qui entraîne une baisse de A

2. la hausse des prix entraîne une augmentations des revenus nominaux des agents.

Si on suppose que les agents sont victimes d'illusion monétaire, ils vont considérer à tort que leurs revenus réels ont augmenté. Ils vont donc être incités à consommer davantage. L'absorption va augmenter.

3. Si on considère que les agents sont rationnels, ils vont anticiper la hausse des prix due au changement de parité; donc ils vont être incités à consommer davantage aujourd'hui puisque le pouvoir d'achat est plus élevé aujourd'hui. L'absorption va bien augmenter, constitution d'une absorption de précaution.

4. effet dépendant du degré d'indexation des salaires sur les prix. Si on suppose que les salaires ne sont pas parfaitement indexés sur les prix, une dévaluation doit s'accompagner en théorie d'une redistribution des revenus des agents ayant une forte propension à absorber (salariés) vers les agents ayant une faible propension à absorber (autres).

Cette redistribution des revenus va alors s'accompagner d'une baisse de A .

Enfin, l'effet net de la dévaluation sur l'absorption est indéterminé. Et dans la mesure où les effets sur Y sont également indéterminés, alors au niveau macroéconomique, les effets de la dévaluation sur la BC seront également indéterminés.

Les conditions de réussite d'une dévaluation suivant les deux théories d'ajustement par le taux de change sont dextrement contraignantes et le résultat final sur la balance commerciale très incertain.

Série d'exercices N°2

Question 1 : Vrais-Faux

- 1) Une monnaie faible (qui s'est dépréciée) favorise les importations qui coûtent moins chers.
- 2) Le système de taux de change fixe nécessite des réserves de change importantes qui permettent à la Banque Centrale d'intervenir sur le marché des changes pour soutenir sa monnaie et empêcher une dévaluation éventuelle.
- 3) De 1991 à 1996 les prix en Italie ont augmenté beaucoup plus vite qu'en Belgique (de février 1991 à février 1996 : Italie :+ 5% d'inflation, Belgique : + 2% d'inflation) Il en a résulté une appréciation de la lire italienne par rapport au FB.
- 4) Toutes choses égales par ailleurs, si la demande de PC américain augmente très fortement en Eurozone, l'Euro s'apprécie par rapport au \$ (USD).
- 5) Une détérioration des termes de l'échange implique qu'il faut exporter plus pour se permettre une même quantité de biens importés, à solde commercial inchangé.

Questions 2 : Les opérations autonomes suivantes sont-t-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) Un investisseur français achète les euro-obligations émises par Cevital
- b) Des travailleurs étrangers envoient leurs économies à leurs familles résidant en Algérie
- c) Une société étrangère achète une partie du capital d'une société algérienne
- d) Une société algérienne achète un brevet à une société américaine
- 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

Exercice 1

A partir des opérations suivantes, établissez la balance des paiements simplifiée de la France :

1. au cours de l'été, les touristes japonais en France ont dépensé pour 2500 millions de yens. ils ont échangé la totalité de cette somme contre des euros dans les banques françaises (1 yen = 0.0075 euro).
2. Une société exporte pour 10 millions de dollars aux USA (1USD = 0,80 euro). Le règlement s'effectue à 70% au comptant en dollars et 30% par crédit commercial accordé par une banque française. Le règlement au comptant se traduit par une augmentation des avoirs en devises sur des comptes bancaires pour un montant de 4 millions de dollars et par une augmentation des réserves en devises.
3. des travailleurs étrangers résidents en France envoient 5 millions d'euro à leur famille résident dans leur pays d'origine.
4. une société française achète 30% du capital d'une société slovaque pour 10 millions d'euros. Le règlement a lieu en euro.
5. Des investissements français ont acheté pour 25 millions d'euros de titres de la dette publique américaine. Le règlement a lieu au comptant et en dollar.
6. un grand magasin français achète pour 10 millions d'euros de pâtes italiennes et se fait accorder un crédit de 3 mois.

Exercice 2

Le tableau suivant retrace les principales rubriques de la balance des paiements de la zone euro pour l'année 2004 (milliards d'euros).

Exportation de marchandises	1130
Importation de marchandises	1027
Exportation de services	355
Importation de services	328
Solde des revenus	-28
Solde des transferts courant	-56
Solde du compte de capital	17
Solde du compte financier hors avoirs de réserves	-18
Erreurs et omissions nettes	-59

On sait en outre que le PIB de la zone euro s'est élevé à 7601 milliards d'euros en 2004

- Calculez et interprétez les soldes suivant : Solde commercial, Solde des échanges de services, Solde des échanges de biens et services, solde des opérations courantes
- Calculez la variation des avoirs de réserves. Vous justifierez votre réponse
- Quelle est la signification du poste Erreurs et omissions nettes?
- Quels indicateurs du commerce extérieur pouvez-vous vous construire à partir du tableau précédent ? Calculez et commentez ces indicateurs

Exercice 3

A partir des données suivantes, calculez le taux d'ouverture et de couverture et commentez vos résultats.

Année	X	M	PNB _{cr}
1998	4 028,8	3 830,4	5 562,8
1999	4 629,8	4 441,8	6 036,3
2000	4 733,2	4 558,6	6 403,3
2001	4 854,5	4 658,3	6 745,4
2002	4 980,3	4 713,2	7 090,8
2003	5 011,7	4 674,2	7 338,6
2004	5 490,6	5 107,6	7 706,3
2005	5 764,0	5 377,1	7 988,9

Exercice 4

Soient P_X et P_M , les indices des prix à l'exportation et à l'importation. Calculez l'indice des termes de l'échange (ITE) sur la période 2000 à 2004. D'après l'évolution de l'ITE sur la période, le pouvoir d'achat du pays a-t-il augmenté ou diminué ? L'année de base des deux indices est la même.

	P_X	P_M
2000	111	112
2001	139	146
2002	144	150
2003	174	187
2004	186	201

Exercice 5

Supposez qu'on dévalue de 10% en 2005. Quelle est, toutes choses étant égales par ailleurs, l'incidence sur les termes de l'échange en 2005 ? Utilisez les indices de l'exercice 4.

Exercice 6

Le tableau ci-dessous présente les éléments de la balance des paiements d'un pays donné en régime de change fixe.

Solde commercial (biens)	-21 735,0
Solde des services	11 823,3
Revenus nets du capital	-7 536,5
Transferts courants nets	1 560,7
Solde du compte de capital	548,5
Investissements directs étrangers nets	9 680,5
Investissements de portefeuille (nets)	2 213,6
Autres investissements (nets)	5 831,8
Opérations sur les réserves officielles	- 2 312,2
Erreurs et omissions	-74,7

1. Calculer le solde des transactions courantes. S'agit-il d'un excédent ou d'un déficit ?
2. Interpréter le signe des lignes « investissements directs étrangers nets » et « opérations sur les réserves officielles ».
3. Calculer le solde du compte financier. Vérifier que la balance des paiements est équilibrée.
4. Si la banque centrale n'était pas intervenue sur le marché des changes, la monnaie nationale se serait-elle appréciée ou dépréciée ? Pourquoi ?

Exercice 7

Le tableau suivant présente les principaux effets (écarts par rapport à la situation de référence) pour un pays donné d'une dépréciation de 10 % de la monnaie nationale contre toutes monnaies.

Périodes suivant la dépréciation Ecart	6mois	2ans	5ans
PIB en volume (%)	0,5	0,9	1,2
Prix à la consommation (%)	1,1	5,4	8,2
Demande interne (%)	0,7	0,8	1,5

- a) Quelle est la variation du solde courant à chaque période ? Justifiez votre réponse
- b) Comment expliquer l'impact négatif à la première période et à la troisième période?
- c) En déduire une des conditions majeures de réussite d'une dépréciation

Corrigé de la Série d'Exercices N° 2

Réponses Vrais - Faux

- 1) Faux : quand une monnaie se déprécie, cela signifie qu'elle coûte moins cher à acheter qu'avant en devise étrangère, ou que la devise étrangère coûte plus cher à acheter en monnaie nationale. Il en résulte que les produits étrangers coûtent plus cher pour les nationaux (car ils doivent d'abord convertir la monnaie nationale en devise étrangère) et les produits nationaux coûtent moins cher pour les étrangers.

Les importations coûtent plus cher et ne sont donc pas favorisées. Ce sont les exportations qui coûtent moins cher et qui sont favorisées.

- 2) Vrai : en système de change flottant, lorsqu'il y a déséquilibre sur le marché des changes, le taux de change s'ajuste pour revenir à l'équilibre. En système de change fixe, le taux de change ne peut s'ajuster car il est fixé. La Banque Centrale doit donc intervenir pour rétablir l'équilibre. Exemple : si l'offre d'une devise est inférieure à sa demande, le taux de change devrait augmenter pour rétablir l'équilibre, ce qui correspondrait à une dévaluation de la monnaie nationale. En système de change fixe, la Banque Centrale intervient en mettant sur le marché la quantité de devise nécessaire à équilibrer l'offre et la demande. Elle doit donc disposer pour cela de réserves de change importantes.
- 3) Faux : Si les prix italiens augmentent davantage que les prix belges, les biens italiens se renchérissent par rapport aux biens belges. Par conséquent, les exportations de biens italiens en Belgique diminuent, alors que les exportations belges en Italie augmentent. Si on observe le marché de la Lire italienne, on voit que la demande pour la Lire diminue (les importateurs belges ont moins besoin de Lire car ils importent moins de biens italiens) et l'offre de Lire augmente (les importateurs italiens achètent plus de Francs belges, et ils les paient en Lire). Si l'offre augmente et que la demande diminue, le prix (donc le taux de change) diminue. La valeur de la Lire (en Franc) ayant diminué, il s'agit d'une dépréciation et non d'une appréciation de la Lire par rapport au Franc.
- 4) Faux : si la demande de PC américains augmente dans la zone euro, les européens auront besoin de plus de \$ pour pouvoir acheter ces PC en Amérique. La demande de \$ augmente, ce qui a pour conséquence d'augmenter le taux de change du \$ (le prix du \$ en EUR.). Le \$ s'apprécie donc par rapport à l'EUR.
- 5) Vrai : Une détérioration des termes de l'échange signifie que les prix à l'importation ont augmenté plus vite que les prix à l'exportation. Cela signifie que le pays considéré peut, à partir d'un même panier d'exportation, importer un panier de biens (ou de services) moins important. De même, le pays peut importer un panier de biens (ou services) identiques en exportant plus.

Réponse à la Question 2

- a) Compte financier (dans le poste Investissement de portefeuille)
- b) Compte des transactions courantes (dans le poste Transferts courants)
- c) 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 investissements)

Corrigé de l'exercice 1

(1) - Etant à l'origine d'une recette en devises, l'opération autonome (le caractère autonome renvoie à la nature économique de l'opération : bien, service, titre, etc.) s'inscrit au crédit du poste *Services* (rubrique voyages). L'opération de financement est inscrite au débit du poste *Autres investissements* (augmentation des avoirs en devises). Montant de la transaction en euros : $2500 \times 0,0075 = 18,75$ millions d'euros.

(2) - L'exportation est à l'origine d'une recette en devises : on crédite le poste *Biens* (rubrique marchandises) pour un montant de $10 \times 0,8 = 8$ millions d'euros. L'opération de financement donne lieu à trois écritures :

.on débite le poste *Autres investissements* (rubrique Crédits commerciaux) pour un montant de 2,4 millions d'euros.

.on débite le poste *Autres investissements* (augmentation des avoirs en devises du secteur bancaire) pour un montant de 3,2 millions d'euros.

.on débite les avoirs de réserve pour un montant de 2,4 millions d'euros.

(3) - L'opération autonome donne lieu à une sortie de capitaux. On débite alors le poste *Transferts courants* (rubrique autres secteurs) et on crédite le poste *Autres investissements* pour enregistrer l'opération de financement.

(4) - Il s'agit d'un investissement direct puisque la prise de participation représente plus de 10% du capital. On débite alors le poste IDE (l'opération autonome se traduit par une augmentation du patrimoine de la France). L'opération de financement est recensée par crédit du poste *Autres investissements*.

(5) - Cette opération d'investissement de portefeuille donne lieu à une sortie de capitaux. On débite alors le poste *Investissement de portefeuille*. L'opération de financement est recensée au poste *Autres investissements*.

(6) - L'importation de marchandises donne lieu à une sortie de capitaux : elle est donc enregistrée au débit du poste *Biens*. L'opération de financement est enregistrée au poste *Autres investissements* (rubrique *Crédit commercial*).

	Crédit	Débit	Solde
Compte des transactions courantes	26 750 000	15 000 000	11 750 000
- Biens	8 000 000 (2)	10 000 000 (6)	
- Services	18 750 000 (1)		
- Transferts courants		5 000 000 (3)	
Compte financier	50 000 000	61 750 000	- 11 750 000
-IDE		10 000 000 (4)	
-Investissements de portefeuille		25 000 000 (5)	
- Autres investissements	5 000 000 (3)	18 750 000 (1)	
	10 000 000 (4)	2 400 000 (2)	
	25 000 000 (5)	3 200 000 (2)	
	10 000 000 (6)		
- Avoirs de réserves		2 400 000 (2)	
Total	76 750 000	76 750 000	

Corrigé de l'exercice 2

-1

Solde commercial = Exportations de marchandises – importations de marchandises = 1130 - 1027 = 103 milliards d'euros. En 2004, la zone euro a dégagé un excédent commercial de 103 milliards d'euros.

Solde des échanges de services = Exportations de services – importations de services = 355 - 328 = 27 milliards d'euros. En 2004, l'excédent des services de la zone euro s'est élevé à 27 milliards d'euros.

Solde des échanges de biens et services = solde des échanges de biens + solde des échanges de services = 103 + 27 = 130 milliards d'euros. En 2004, l'excédent des échanges de biens et services de la zone euro a atteint 130 milliards des d'euros.

Solde des opérations courantes = soldes des échanges de biens et services + solde des revenus + solde des transferts courants = 130 – 28 – 56 = 46 milliards d'euros. En 2004, le compte des transactions courantes de la zone euro a dégagé un excédent de 46 milliards d'euros. La zone euro a donc dégagé en 2004 une capacité de financement. Si l'on tient compte des opérations en capital, la capacité de financement de la zone euro s'est élevée en 2004 à 46 + 17 = 63 milliards d'euros.

2 - La balance des paiements étant équilibrée, on a :

Solde des opérations courantes + solde du compte de capital + solde du compte financier hors avoirs de réserves + variation des avoirs de réserve + erreurs et omissions nettes = 0.

D'où variation des avoirs de réserves = - solde des opérations courantes – solde du compte de capital - solde du compte financier hors avoirs de réserves – erreurs et omissions nettes. En 2004, la variation des avoirs de réserves de la zone euro a été de : - 46 -17 + 18 + 59 = 14 milliards d'euros.

3 - Le poste erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement qui tient au fait que l'on utilise différents types de documents (déclaration en douanes, documents bancaires, etc.) pour établir la balance des paiements. En 2004, ce poste a atteint en valeur absolue près de 60 milliards d'euros pour la zone euro.

4 - **.Taux de couverture = Exportations de biens / Importations de biens.** En 2004, le taux de couverture de la zone euro = 1130/1027 x 100 = 110 %. La balance commerciale de la zone euro était donc excédentaire en 2004.

. Degré d'ouverture = ((Exportations de biens et services + Importations de biens et services)/2)/ PIB

En 2004, le degré d'ouverture de la zone euro est égal à :

$((1130 + 355 + 1027 + 328)/2)/7601 = (1420/7601) \times 100 = 18,7 \%$. La zone euro est peu ouverte sur l'extérieur par rapport aux pays qui la composent mais est plus ouverte que les Etats-Unis et le Japon (11 % pour chacun des deux pays).

. Effort d'exportation = Exportation/PIB = (1485/7601)x100 = 19,5% en 2004.

Les exportations représentent une faible part du PIB de la zone euro.

. Taux de capacité de financement = Capacité (ou besoin) de financement /PIB

En 2004, le taux de capacité de financement de la zone euro s'élevait à $(63/7601) \times 100 = 0,83\%$. Exprimée en % du PIB, la capacité de financement de la zone euro était donc faible en 2004.

Corrigé de l'exercice 3

$To = \frac{X + M}{2PNB} \times 100$ $Tc = \frac{X}{M} \times 100$. Il suffit donc d'appliquer ces deux formules pour la série :

Année	Taux d'ouverture	Taux de couverture
1998	71	105
1999	75	104
2000	73	104
2001	71	104
2002	68	106
2003	66	107
2004	69	107
2005	70	107

Le commerce extérieur de ce pays se caractérise par une grande stabilité et des taux d'ouverture élevés, compris entre 0,66 et 0,75. Quand aux taux de couverture, il a été constamment supérieur à l'unité ce qui signifie que la balance commerciale est excédentaire. Il s'est légèrement amélioré pendant la période.

Corrigé de l'exercice 4

$$ITE(2000) = P_x(2000) / P_m(2000)$$

	ITE
2000	0,991
2001	0,952
2002	0,960
2003	0,930
2004	0,925

On observe une détérioration continue des termes de l'échange (sauf en 2002) de 2000 à 2004. L'indice a diminué de 6,6% en 4 ans. Ceci parce que les prix à l'exportation ont augmenté moins vite que les prix à l'importation. Ainsi, pour un même volume exporté, le pays devra se payer un volume importé plus faible en 2004 qu'en 2000. Autrement dit, le pouvoir d'achat du pays a diminué au cours de la période.

Corrigé de l'exercice 5

Une dévaluation augmente les prix à l'importation puisque les devises étrangères, que l'on utilise pour effectuer les achats à l'étranger, coûtent plus cher. Elle n'a pas d'effet sur les prix à l'exportation puisque ceux-ci sont libellés dans la monnaie nationale.

Une dévaluation de 10% augmente donc les prix à l'importation de 10% et n'a pas d'effet sur les prix à l'exportation.

L'effet sur les termes de l'échange est donc le suivant :

	P_x	P_M	ITE ($=P_x/P_M$).
2007	186	201	0,925
2008	186	221,1 ($=1,1 \times 201$)	0,841

De 2005 à 2006, l'ITE a diminué de 9%.

Corrigé de l'exercice 6

1. Solde des transactions courantes = -15 887,5 millions (déficit).
2. Investissements directs étrangers : le solde positif signifie que les investissements étrangers dans cette économie ont été supérieurs aux investissements des résidents à l'étranger. Opérations sur les réserves officielles : le signe négatif signifie que les autorités monétaires ont accru leurs avoirs en devises étrangères (sorties de capitaux).
3. Solde du compte financier = 15 413,7 millions. On vérifie que : le Solde compte courant + Solde compte de capital + Solde compte financier + erreurs et omissions = 0. En effet, $-15 887,5 + 548,5 + 15 413,7 - 74,7 = 0$.
4. Si la banque centrale n'était pas intervenue, la monnaie de ce pays se serait appréciée. En effet, si l'on exclut les interventions officielles, la balance des paiements devient excédentaire : il y a trop de demande pour les biens, services et actifs estoniens, pas assez pour les biens, services et actifs étrangers.

Chapitre 3 : Marché des changes et gestion de risque de change

Le marché des changes est défini comme le marché sur lequel s'échangent les devises de l'ensemble des économies à monnaie convertible. Depuis le début des années 80, ce marché a connu un formidable développement avec l'ouverture des économies nationales et le processus d'intégration financière internationale. Après avoir présenté les notions de base sur le taux de change et le marché de change (section 1), et étudié la détermination du taux de change (section 2), les techniques de couverture du risque de change (section 3) seront examinées avec des exemples.

Section 1 : Notions de base sur le marché de change et le taux de change

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 cours de change sera en conséquence le prix permettant au marché d'égaliser l'offre à la demande pour toute monnaie.

1-1 Marché de change : intervenants, caractéristiques et nature d'opérations

Il sera décrit 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 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.

1.1.1.1 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.

1.1.1.2 Les banques centrales

En opérant sur les marchés des changes, une banque centrale remplit les fonctions suivantes :

- exécuter les ordres de leur clientèle : administrations, banques centrales étrangères, organismes internationaux.
- 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; a contrario, elle achète sa monnaie en cédant des devises puisées dans les réserves de change ou empruntées à une autre banque centrale (BC), si elle cherche à enrayer sa dépréciation.

1.1.1. 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.

1.1.1.4 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.

1.1.1. 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.

1.1.2 Caractéristiques

Le marché des changes se caractérise par⁶⁶ :

- **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. Les transactions sur devises se font aussi bien et en même temps à Paris, Tokyo, Londres ou New York.
- **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** : ceux-ci communiquent par des instruments modernes de transmission (téléphone, télex...) complétés par des réseaux d'information spécialisés (Reuters, Telerate) et des systèmes informatiques 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.
- **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 reflète d'une manière rapide et complète toute l'information disponible.

⁶⁶ <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI211.pdf>

- **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 terme⁶⁷ 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.

1.1.2 Les supports utilisés sur les marchés des changes

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.⁶⁸

La lettre de change est un ordre écrit par le vendeur d'un bien, et accepté par l'acheteur (ou sa banque), obligeant cet acheteur ou cette banque à payer une certaine somme au vendeur, à une date fixée et en une certaine monnaie. Ce procédé, très couramment utilisé aux débuts du commerce international, l'est beaucoup moins maintenant.

Le principal mode de transaction sur le marché des changes est le virement interbancaire par télex ou par SWIFT. 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 (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), 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).

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

- *Via* les comptes de correspondants que possède chaque banque dans chaque pays. Ces comptes recensent les avoirs et les dettes dans la devise de la banque. Ils se décomposent en compte *nostro* (*nostri* au pluriel) et compte *loro* (*lori*). Le compte *nostro* est le compte ouvert par la banque auprès de son correspondant étranger, il enregistre les écritures en devises. Le compte *loro* est le compte ouvert par le correspondant auprès de la banque, il enregistre uniquement les écritures en monnaie nationale.
- *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

⁶⁷ 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 le taux de change à terme.

⁶⁸ Patrice Fontaine (2011), " *Marchés des changes*", collection Synthex Pearson Education, 2e édition France.

anglaises. Ce système est la propriété de 14 banques anglaises, les compensations étant assurées par le biais de comptes à la Banque d'Angleterre.

1.2.3 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 de 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 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 des 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 l'unité monétaire.⁶⁹ 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.⁷⁰ 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. 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 0,0001.⁷¹

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.

⁶⁹ USD pour le dollar ; EUR pour l'euro ; GBP pour la livre sterling ; JPY pour le yen.

⁷⁰ Cours du Professeur Philippe Paquet, "Finance internationale", Quatrième année de Management High-Tech, Rabat.

⁷¹ Patrice Fontaine (2011), "Marchés des changes", collection Synthex Pearson Education, 2e édition France.

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**. Par exemple, aux USA on dira : EUR/USD : 1,4100 – 1,4150

Cours acheteur : 1 EURO = 1,4100 USD

Cours vendeur : 1 EURO = 1,4150 USD

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 USD = 0,9552 EUR

1 USD = 1,3425 CHF

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

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

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

L'arbitrage géographique permet une cotation à peu près identique sur les différents marchés au même moment. Exemple : Cotation USD/CAD

	Banque A	Banque B
Cours acheteur	1,4900	1,4915
Cours vendeur	1,4910	1,4918

Un cambiste qui dispose de 10 millions de CAD peut :

- acheter des USD contre CAD à la banque A, soit : $\frac{10000000}{1,4910} = 6706908 \text{ USD}$

- vendre ces USD contre CAD à la banque B, soit : $6706908 * 1,4915 = 10003353 \text{ CAD}$

Ce qui représente un gain de 3 353 CAD.

De nombreux cambistes effectuant ce type d'arbitrage, cela fait monter le cours de la banque A et baisser celui de la banque B. L'arbitrage s'arrêtera quand le cours vendeur de A sera égal au cours acheteur de B.⁷²

L'arbitrage triangulaire se produit lorsqu'il y a des différences entre cours croisés. Il fait intervenir trois devises et non pas deux comme dans l'exemple précédent.

	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

⁷² Cours du Professeur Philippe Paquet, "Finance internationale", Quatrième année de Management High-Tech, Rabat.

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 CAD = 0,88806 / 1,49500 = 0,59402 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 : $\frac{10\,000\,000}{0,588\,74} = 16\,985\,426$ CAD

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

on obtient : $\frac{16\,985\,426}{1,496\,50} = 11\,350\,101$ USD

3) vente à la banque A des USD contre EUR

on obtient : 11 350 101 * 0,88770 = 10 075 485 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.⁷³

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 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.

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

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. Le taux de change effectif réel tient compte de l'évolution nominale de la monnaie, de l'évolution des prix dans le pays concerné et dans le reste du monde.

1.3.4 Les positions 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 en euro d'une entreprise nationale n'est pas équilibré par un montant équivalent de ses engagements, la variation du cours EUR/DA affectera sa richesse.

Une position est dite longue, si les avoirs ou créances en devise (euro) sont supérieurs à ses engagements en cette même devise. Le risque pour l'opérateur est que l'euro se déprécie, que le cours EUR/DA s'élève, puisque son actif se dépréciera plus que son passif. Dans cette position, il spéculé à la hausse l'euro.

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. 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.

1.3.5 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 et 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 gouvernementales ; 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.

Section 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.

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.

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, barrières 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. 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 : $S = \frac{P}{P^*}$.⁷⁵ 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.

Ainsi, si le taux d'inflation est de 6% en Algérie et de 2% dans la zone euro, l'euro doit s'apprécier de 4% (6%-2%) vis-à-vis du dinar algérien.

2.1.2 L'approche du taux de change par la de 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 :

- 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.

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.

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 : $\frac{F}{S} = \frac{1+i}{1+i^*}$.⁷⁶

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

⁷⁵ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p. 90.

⁷⁶ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p. 92.

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.

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.

Le taux de change est déterminé aussi par le comportement des détenteurs de liquidités. Quand le PNB augmente, toutes choses égales par ailleurs (taux d'intérêts et inflation restent constants), la demande en monnaie nationale augmente, et donc la monnaie s'apprécie. C'est l'approche monétariste des taux de change.

2.2.3 La théorie du choix de portefeuille

On peut aussi analyser la variation des taux de change d'après la théorie 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. Les choix des agents économiques vont dépendre des taux d'intérêts, du risque, et de l'augmentation du revenu.

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.

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.

2.3.2 La théorie de la surréaction (overshooting)

Cette théorie a été développée par Dornbusch en 1976. Elle 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 A 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.

2.4 Les théories du taux de change d'équilibre

La détermination du taux de change d'équilibre a fait l'objet de nombreux débats. Trois approches sont généralement distinguées pour estimer le taux de change d'équilibre

2.4.1 Le taux de change d'équilibre fondamental (TCEF)

La théorie de taux de change d'équilibre a été développée par John Williamson en 1985, son analyse est à moyen terme ou l'économie est supposée être en plein emploi (équilibre interne) et le solde courant correspond à des flux de financement soutenables (équilibre externe). Le taux de change d'équilibre est celui qui permet de réaliser simultanément l'équilibre interne et externe.

Le TCEF est un modèle statique, l'économiste fixe une cible de solde courant jugé soutenable à partir de laquelle il définit le taux de change d'équilibre. Le modèle ne prend pas en compte la dynamique du solde courant (attraction des flux d'investissement direct étranger, versement des intérêts sur la dette extérieure, etc.). Le taux de change d'équilibre défini par l'approche de TCEF n'est valable qu'à un moment précis.

Cependant, l'approche de Williamson est une approche en termes de statistique comparative : il s'agit d'identifier à chaque période le désalignement réel induit par les déséquilibres internes et externes. Cette approche ignore les modalités de retour du taux de change à son niveau d'équilibre. Suite à ces reproches, Artis et Taylor (1993) ont proposé le concept de taux de change d'équilibre désiré (Desired Equilibrium Exchange Rate) (DEER) qui analyse le taux de change d'équilibre en fonction des niveaux désirés du solde courant et de l'emploi.

2.4.2. Le taux de change d'équilibre comportemental (BEER)

La théorie du taux de change d'équilibre comportemental a été développée en 1997 par Clark et Mr Donald. Cette dernière n'a pas pour objet d'expliquer théoriquement la détermination du taux de change mais son but est de rendre compte empiriquement de l'évolution du taux de change. Elle se place dans une perspective purement économétrique

L'analyse des deux autres tend à retenir un ensemble de variables fondamentales pouvant influencer le taux de change réel de long terme (tels que les échanges, la productivité du travail, prix de pétrole, taux de chômage, le stock d'actif étranger net, ...etc.), ensuite chercher la relation de cointégration entre le taux de change et ces variables.

L'écart entre le taux de change et sa valeur estimée de long terme selon la relation de cointégration permet d'évaluer le désalignement du taux de change courant.

2.4.3. L'apport dynamique : le taux de change réel naturel (NATREX)

Stein et Allen (1997) ont développé la théorie du taux de change réel naturel : le NATREX. Celui-ci est défini comme le taux de change réel qui assure l'équilibre de la balance des paiements en l'absence de facteurs cycliques (production à son potentiel, flux de capitaux spéculatifs, et variation de réserves de change). Leur approche distingue trois horizons de taux de change : le court, le moyen et le long terme. Le NATREX de court terme dépend des fondamentaux, du stock d'actif net et de facteurs cycliques et spéculatifs du court terme, le NATREX de moyen terme ne dépend que des facteurs fondamentaux et du stock d'actif net, le NATREX de long terme ne dépend que des fondamentaux.

En résumé, le taux de change est déterminé par les facteurs « fondamentaux » que sont, à long terme, la parité des pouvoirs d'achat et/ou le solde de la balance courante, et, à court terme, les taux d'intérêt. Cependant, il peut arriver que le taux de change s'éloigne momentanément de son niveau d'équilibre sous l'effet d'une bulle spéculative ou d'un phénomène de surréaction.

Section 3 : Les techniques de couverture du risque de change

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.

3.1 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 techniques internes de couverture du risque de change sont celles qui sont adoptées par l'entreprise pour limiter ce risque. On trouve :

3.1.1 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)

3.1.2 Le termaillage

Cette méthode consiste à modifier, cas par cas, accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée de la devise concernée.

3.1.3 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.⁷⁷

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

3.1.4 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.

⁷⁷ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), Finance International, 9^e édition economica Paris, p. 441.

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.

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

3.2.1 La couverture sur les marchés des changes à terme

Les opérations d'exportation et d'importation comportent souvent des délais de règlements introduisant un alea 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).

3.2.1.1 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.⁷⁸ 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.

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.⁷⁹

Exemple 1 : la couverture de l'exportateur

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

⁷⁸ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 448.

⁷⁹ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 449.

Les données permettant de calculer le taux à terme et la valeur de 1 millions 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 : $4^{3/8}$ % - $4^{4/8}$ %;
- Le taux d'intérêt sur EUR à 6 mois : $6^{6/8}$ - $6^{7/8}$ %.

Explicitons les opérations et les décisions de l'exportateur :

- À l'époque t :
 - il décide de se couvrir ;
 - il s'engage par conséquent à céder au banquier 1 millions de dollars au taux à terme (si le taux proposé par la banque lui convient)
- À l'époque t+6 mois :
 - il reçoit 1 millions 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 millions de dollars au taux à terme qu'il propose ;
 - il emprunte des dollars pour 6 mois à $4^{4/8}$ % ;
 - 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 $6^{6/8}$ %.
- À l'époque t+6 mois :
 - 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).

3.2.1. 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.⁸⁰ 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 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 à 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.

Exemple 2 : la couverture de l'importateur

Un importateur européen achète des machines-outils aux USA et bénéficie d'un crédit de 1million de dollars payable dans 6n 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 1millions de dollars sont les suivantes :

- Le cours au comptant : $1 \text{ USD} = 0,9090 - 0,9095 \text{ EUR}$;
- 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 1millions de dollars au taux à terme (si le taux proposé par la banque lui convient)
- À l'époque t+6 mois :
 - il reçoit 1millions de dollars du banquier et lui cède la contrepartie en euro au taux à terme accepté à l'époque t ;
 - il verse 1millions 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 1millions 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 $1 \text{ EUR} = 1 / 0,9095 \text{ USD}$;
 - 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.

⁸⁰ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 448.

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 constitutive 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 donc 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.

3.2.2 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. 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).

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.

3.2.3 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 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.

3.2.4 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 :⁸¹

- L'exportateur emprunte auprès d'une 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 euro (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.

3.2.5 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 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. Généralement, une banque joue le rôle d'intermédiaire entre les deux parties.

⁸¹Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 446.

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.

3.2.6 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. Elle est dénommée Assurance change import export (Cime). En couvrant 100% de la perte de change, la Coface assure la stabilité de leurs revenus (pour les exportateurs) et de leur dépenses (pour les importateurs), 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 internationales.⁸²

Série d'Exercices N° 3

Exercice 1

En Suisse, la banque CH affiche les cotations suivantes :

EUR / CHF 1,6500 – 1,6550 ;

USD / CHF 1,1000 – 1,1500.

Quelle est la cotation EUR / USD ?

Exercice 2

Un importateur doit payer dans 6 mois 1 000 000 CHF. Sa monnaie de référence est l'euro. Les différentes conditions sur les marchés sont les suivantes :

- taux de change au comptant : 1 EUR = 1,6000 CHF;
- taux de change à terme à 6 mois : 1 EUR = 1,6160 CHF;
- taux d'intérêt à 6 mois sur les emprunts et les placements en francs suisses : 5 %;

⁸² Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 446.

- taux d'intérêt à 6 mois sur les emprunts et les placements en euros : 3 %;
- a) Comment pouvez-vous couvrir cette position en utilisant un placement en francs suisses de manière à connaître exactement le nombre d'euros que cela coûte en $t = 0$?
- b) Comment pouvez-vous couvrir cette position en utilisant un contrat à terme ?
- c) Comment pouvez-vous couvrir cette position en utilisant un swap cambiste ?

Exercice 3

Vous êtes responsable import dans une entreprise française. Vous devez importer des machines-outils des Etats-Unis pour une valeur de 2 000 000 \$ (2 millions de dollars) payable dans 3 mois.

Le taux de change au comptant est $1\text{€} = 4\text{\$}$

Le taux de change à terme dans 3 mois est : $1\text{€} = 1\text{\$}$

1. Que représente le taux de change à terme ?
2. Quelle est votre position de change ? Quel(s) risque(s) encourez-vous ?
3. Vous décidez de vous couvrir en passant un contrat à terme avec votre banque.

Expliquez le principe.

4. Quel sera alors le coût des importations pour votre entreprise ?

Vous décidez de vous couvrir avec une option de change

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

Questions de cours

Décrivez le fonctionnement et l'organisation du marché de change en Algérie ainsi que la politique de change de la Banque d'Algérie.

Correction de la série de TD N° 3

Corrigé de l'exercice 1

La cotation EUR / USD est obtenue comme suit.

-**Le cours acheteur EUR / USD** est le prix auquel la banque veut acheter des EUR avec des USD, c'est-à-dire le nombre de USD qu'elle veut payer pour 1 EUR. Cela équivaut pour la banque CH à acheter des CHF avec des USD, puis à vendre ces CHF pour obtenir des EUR. La banque CH donne 1 USD et obtient 1,1500 CHF qu'elle revend et obtient 1,15/1,650 EUR. La banque CH a donc pour 1 USD 0,6969 EUR, ou encore pour 1,6500/1,1500 USD, soit 1,4347 USD, elle obtient 1 EUR. Le cours acheteur EUR / USD est 1,4347.

-**Le cours vendeur EUR / USD** est le nombre de USD que la banque CH veut pour vendre un EUR. Cela revient pour la banque CH à vendre des EUR contre des CHF et à vendre ces CHF contre des USD. La banque vend donc des euros contre des CHF au cours vendeur EUR / CH 1,6550, c'est-à-dire que pour 1 EUR, elle obtient 1,6550 CHF qu'elle vend ensuite contre des USD au cours acheteur USD / CHF 1,1000. En conséquence, la banque obtient 1,6550 USD 1,100, soit 1,5045 USD avec 1 EUR. Le cours vendeur EUR / USD est égal à 1,5045. On obtient donc la cotation suivante : EUR / USD 1,4347 – 1,5045.

Corrigé de l'exercice 3

1. Taux de change à terme est une valeur du taux de change défini dès aujourd'hui pour une transaction ayant lieu ultérieurement
2. L'entreprise a plus de dollar à verser qu'à recevoir, elle est donc en position courte. Elle risque une appréciation du \$
3. L'entreprise signe dès aujourd'hui un contrat qui stipule qu'elle s'engage à acheter, à la banque, 2 000 000 \$ dans 3 mois au cours à terme de $1\text{€} = 1\text{\$}$
4. Ses machines lui coûteront, avec certitude, donc 2 000 000€

5. Si elle décide de se couvrir par une option, elle peut acheter une option d'achat de \$ contre €, puisqu'elle a besoin de dollars.

Corrigé de l'exercice 2

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. Le tableau suivant résume cette opération.

	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 $t = 6$. Le tableau suivant résume la situation

	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

c) La couverture de cette position avec un swap cambiste implique de construire un swap cambiste qui donne un 1 000 000 CHF en $t = 6$ et vous oblige à verser 1 000 000 CHF en $t = 0$. En contrepartie, ce swap vous donne 1 000 000/1,6 EUR, soit 625 000 EUR en $t = 0$, et vous oblige à verser 1 000 000/1,616 EUR, soit 618 811 EUR en $t = 6$.

	t = 0	t = 180
Opération commerciale	Achat de marchandises payable dans 6 mois	- 1 000 000 CHF
Swap	- 1 000 000 CHF + 625 000 EUR	+ 1 000 000 CHF - 618 811 EUR
Solde global	0 CHF 0 EUR	

Voir le site de la Banque d'Algérie⁸³ et l'ouvrage de Yaici Farid (2013)⁸⁴ pour l'étude du fonctionnement et l'organisation du marché de change en Algérie.

⁸³ <http://www.bank-of-algeria.dz/html/marcheint1.htm>

⁸⁴ Yaici Farid (2013), " *Précis de Finance internationale avec exercices corrigés*", ENAG, Alger- Algérie, p.156.

Chapitre 4 : Marchés financiers internationaux, globalisation financière et instabilité monétaire et financière

La globalisation financière a contribué au développement des systèmes financiers internationaux mais, dans le même temps, les a rendus plus vulnérables au phénomène de contagion. Ainsi, de nouveaux risques liés aux mouvements des capitaux et à l'utilisation des produits financiers complexes sont apparus. La première section de ce chapitre est consacrée aux marchés financiers internationaux. Dans la deuxième section, sont examinées les étapes de la globalisation financière. Dans la dernière section, il sera présenté les conséquences de la globalisation.

Section 1 : Les marchés financiers internationaux

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

1.1 Cadre conceptuel

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.⁸⁵

Les opérations financières nationales sont définies par la BRI, comme toutes les activités financières réalisées par un résident⁸⁶ sur son marché local ou dans son pays et dans sa monnaie (nationale ou locale).

Les opérations financières internationales sont les autres opérations :

- 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-résidents.

Tableau : 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.

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 ou sur un marché qui n'est pas pays émetteur de la devise en dehors du pays qui l'a émise. 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

⁸⁵ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 261.

⁸⁶ 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.

(devenus des eurodollars.⁸⁷ *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 :⁸⁸

- 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 prise 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.
- 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.⁸⁹

1.2 Typologie de marchés internationaux de capitaux

Les marchés internationaux de capitaux peuvent se décomposer en quatre parties :⁹⁰

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).

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).

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

⁸⁷ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p.194.

⁸⁸ Bito .C et Fontaine (P 1989), "Les marchés financiers internationaux", PUF, Col. Que sais-je ? 1989, p. 8.

⁸⁹ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 263.

⁹⁰ Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.

groupement de banques, plus communément désigné sous l'appellation « syndicat de banques ». Les eurocrédits syndiqués sont détaillés dans l'ouvrage de Yaici Farid (2013).⁹¹

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

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.

1.2.3.2 le marché des euro-obligations qui 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.

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 de 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'*Américain 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.⁹²

1.2.4 Le marché des obligations étrangères, partie inférieure de la figure 1. 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 type d'émission, l'émetteur et le souscripteur n'ont pas la même nationalité. Les émissions d'obligations étrangères diffèrent 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.⁹³

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 ».

Les montants empruntés sur les marchés internationaux des capitaux n'ont pas cessé de croître : ils ont été multipliés par dix entre 1990 et 2007. Ces dernières années, avec le ralentissement de l'activité économique et l'augmentation des risques économique et financier, ils ont fortement baissé comme les autres marchés financiers mais ils représentent après un pic de 6 242 milliards de dollars en 2007 encore un montant global de 4 075 milliards de dollars en 2009.⁹⁴

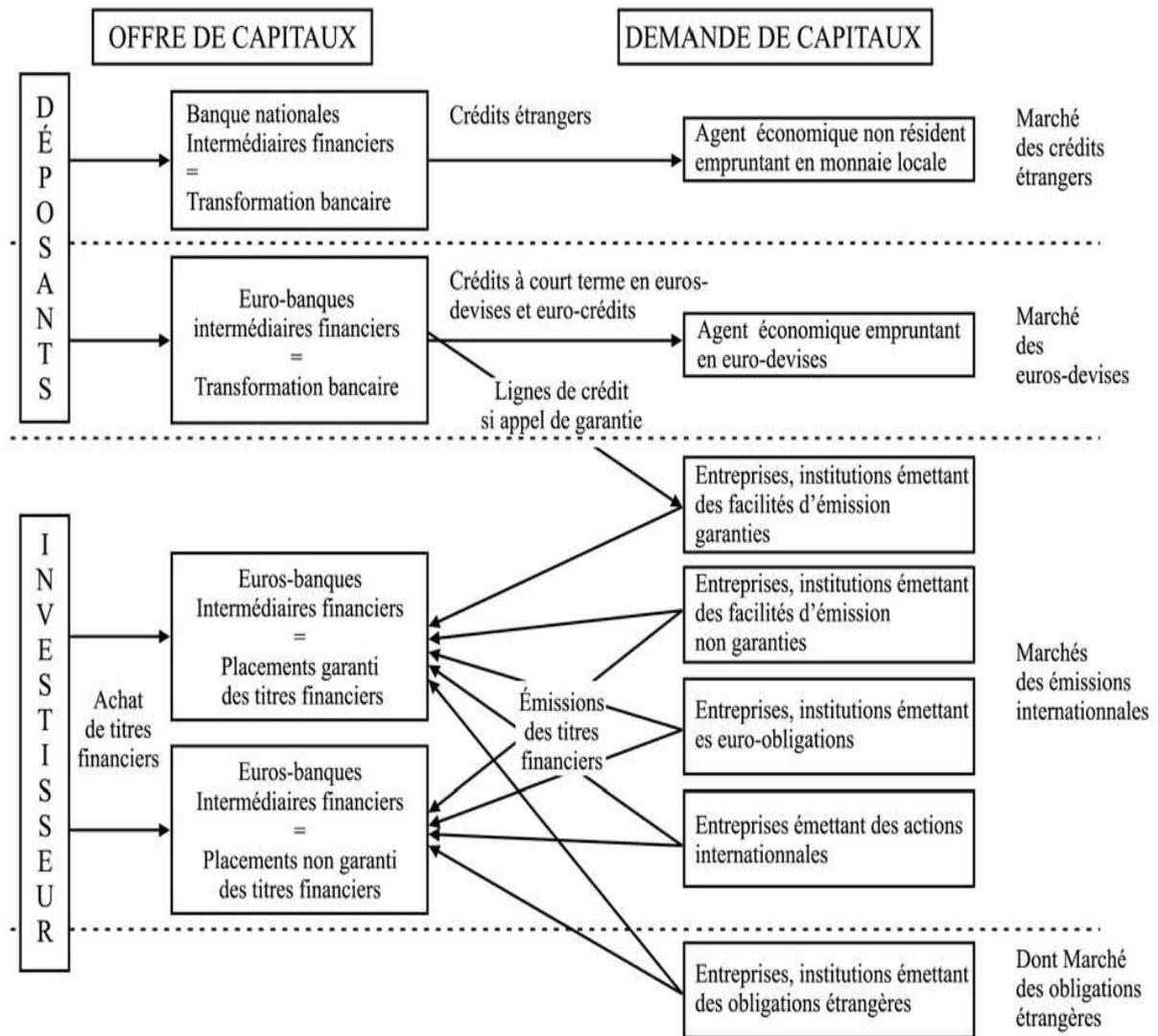
⁹¹ Yaici Farid (2013), *Op.cit.*, p. 170-176.

⁹² Idem, p.183.

⁹³ Idem, p. 179.

⁹⁴ Fontaine Patrice, Hamet Joanne, (2011) « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, « Que sais-je ? », 2011.

Figure 1 : 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.

Section 2 : Les étapes clés de la globalisation financière

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

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.⁹⁵ 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 libéralisation et l'accélération des flux internationaux des capitaux, ainsi que par une plus ample diffusion de la technologie* »⁹⁶.

La mondialisation, l'équivalent en français de la globalisation, est définie comme la tendance d'intégration continue des économies au niveau mondial, dû aux intensifications des flux commerciaux et financiers. Le terme de « globalisation » dans la littérature française est adopté comme synonyme de la « mondialisation ». Malgré tout cela, les économistes utilisent la notion de globalisation surtout lorsqu'ils font référence à la « globalisation financière »⁹⁷.

2.2 Les étapes de la globalisation

La globalisation des marchés financiers s'est réalisée en trois étapes principales.⁹⁸

1-Des pétrodollars aux eurodollars

2-Réallocation, déréglementation et développement du marché international des titres

3-L'essor des marchés de capitaux émergents (MCE)

2.2.1 Etape 1 : Des pétrodollars aux eurodollars

Le début de l'internationalisation des flux financiers date du recyclage des pétrodollars dans les années 70 et du développement du marché des eurodollars. L'augmentation des prix du pétrole à partir de 1973 entraîne un transfert de revenus entre les pays exportateurs et les pays importateurs de pétrole. Les premiers ont un niveau de consommation et d'investissement inférieur à leurs richesses nouvellement acquises, et placent leur épargne excédentaire auprès du système bancaire privé, en particulier sur le marché des eurodollars, qui est devenu, en quelques années, le cœur de la finance internationale. Les pays développés importateurs, quant à eux, ne désirent pas prélever sur leurs réserves de change pour régler leurs factures pétrolières. Ils ont donc recours à l'endettement extérieur. La plupart des pays de l'OCDE connaissent par ailleurs des déficits budgétaires importants. Le marché bancaire international joue pleinement son rôle d'intermédiaire financier, collectant les dépôts, d'une part, des pays pétroliers, et accordant des eurocrédits, d'autre part, sur la base de ces dépôts.

Le recyclage des pétrodollars peut être considéré comme le début de la globalisation financière avec un fort développement des flux Sud/Nord et Sud/Sud. Les montants traités par les euromarchés ont été multipliés par trois entre 1975 et 1980. Cette première étape de la globalisation prend fin avec la crise du Mexique de 1982 et les difficultés de paiement de plusieurs PED.

2.2.2 Etape 2 : Réallocation, déréglementation et développement du marché international des titres

2.2.2.1 Réallocation géographique des flux : Les pays de l'OCDE poursuivent dès 1980 l'objectif ultime de la stabilité monétaire (la lutte contre l'inflation). Ils opèrent un resserrement général de leur politique monétaire, entraînant une hausse des taux d'intérêt. D'autre part, les équilibres internationaux se modifient:⁹⁹

⁹⁵ Cerna, S. (2008), " *Les turbulences sur les marchés financiers internationaux : causes, Conséquences et remèdes*, " dans « *Oeconomica* », No. XVII, Vol. 2, pp. 51-67.

⁹⁶ Sahai, R. (2002), *Globalization and the Role of the IMF*, IMF.

⁹⁷ Norel, P. (2006), "Globalisation financière et transformation des régulations conjoncturelles, " *Revue Economies et Sociétés*, Hors-série, Tome XLI, No. 3-4, pp.351-379.

⁹⁸ Della Gaspera Sandrine (2006), Trente ans de déréglementation financière, Les cahiers français, n° 301, p 2.

⁹⁹ Della Gaspera Sandrine (2006). *Op.cit.*, p.3.

- les excédents de l'OPEP disparaissent ; dans le même temps, les politiques d'ajustement imposées par le FMI aboutissent à une réduction du déficit global des PED ;
- les États-Unis cumulent des déficits budgétaires, mais aussi commerciaux, en raison d'une faible croissance entre 1983 et 1985 par rapport aux autres pays occidentaux, et d'importantes importations de produits manufacturés. Grâce à des taux d'intérêt élevés, les États-Unis ont pu attirer des capitaux afin de financer leurs importations. Le Japon et l'Allemagne sont leurs créanciers principaux, grâce à d'importantes capacités de financement issues de l'excédent de leur balance commerciale, et un fort taux d'épargne des ménages et des entreprises.

Dans les années 80, on assiste à un recentrage des flux financiers entre pays développés, le Japon et l'Allemagne devenant créanciers des États-Unis. En revanche, les capitaux désertent, au cours des années 80, les PED à la suite de la crise de paiement de 1982. La part des pays du Sud dans les mouvements de capitaux internationaux se restreint.

2.2.2.2 Une profonde déréglementation des marchés financiers : Pour mobiliser l'épargne mondiale en vue de financer leurs déficits budgétaires croissants, les pays développés procèdent à une profonde déréglementation de leur système financier. L'abolition des réglementations a pour objectif de faciliter la circulation internationale de capitaux. On aboutit en dix ans à la constitution d'un vaste marché des capitaux dans lequel s'intègrent les marchés nationaux. Les pays ont adopté la règle des 3D, Il s'agit du :

- **Décloisonnement des marchés**, c'est-à-dire éclatement des barrières séparant les différents compartiments de marchés des capitaux notamment nationaux ;
- **Désintermédiation**, c'est-à-dire un recours croissant aux marchés des capitaux via la titrisation ;
- **Déréglementation**, c'est-à-dire un assouplissement (voire une suppression) des règles de fonctionnement des marchés.

2.2.2.3 Le développement du marché international des titres : Les flux de capitaux se font dans le cadre du système bancaire international jusqu'au début des années 80, la finance directe prend le relais du crédit bancaire international, en parallèle avec le passage à l'intérieur des économies nationales du financement par crédit bancaire au financement par émission de titres.

2.2.3 Etape 3 : L'essor des 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.¹⁰⁰

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.

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.

¹⁰⁰ 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.¹⁰¹

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 témoigne 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 1998.¹⁰² 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 profit 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.¹⁰³

La globalisation augmente le " risque systémique ". 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 comme « *un effondrement majeur et contagieux du système financier qui détermine l'incapacité à fournir des services de paiements ou à attribuer des fonds aux institutions* » Davis (2001). 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).

¹⁰¹ Della Gaspera Sandrine (2006), *Op.cit.*, p.6.

¹⁰² Della Gaspera Sandrine (2006), *Op.cit.*, p .6.

¹⁰³ Idem

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 : Les conséquences de la globalisation financière

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 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 destinés à être cédés sous forme de titres à des investisseurs sur les marchés financiers.

3.1.1 La titrisation et la complexité des produits structurés

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.¹⁰⁴

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 mécanismes¹⁰⁵:

- 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.

¹⁰⁴ 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

¹⁰⁵ Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008), " Innovation, produits structurés et stabilité financière", *revue d'économie financière*, 2008, Volume 92. Numéro 92, p.130.

Parmi les résultats d'innovations financières relativement récentes, on peut citer les (CDO) (*Collateralised Debt Obligation*) obligations de titres col latéralisées qui sont des 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, nécessitent 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.¹⁰⁶

3.1.2 Importance des conglomérats financiers

Les conglomérats se sont développés dans le contexte du processus de globalisation. Les conglomérats financiers sont définis comme des groupes d'institutions qui exercent des activités au moins dans deux des secteurs suivants : banques, assurances, marché du capital. Ils « combinent des services bancaires, d'assurances ou d'investissements dans une seule entreprise ». Les conglomérats financiers offrent la plupart des services disponibles dans le secteur financier, « réunissant plusieurs entreprises sous un seul toit ».

Une définition technique des conglomérats prévoit plusieurs seuils à atteindre par une grande compagnie pour qu'elle puisse être considérée comme un conglomérat financier :

- un seuil de 40% qui détermine l'importance des entreprises financières au sein du groupe (le rapport entre le bilan des sociétés financières et le total du bilan)

- un seuil de 10% qui évalue l'importance de chaque activité financière du groupe (l'activité bancaire, d'assurances, d'investissements) à l'intérieur du secteur financier du groupe. Effectivement, l'activité financière la plus restreinte du groupe doit dépasser 10% de toutes les activités financières du groupe ;

- un seuil de risque systémique, lorsque les actifs bilanciers associés à l'activité financière la plus réduite du groupe dépassent 6 milliards d'euro.

L'apparition des conglomérats est le résultat du renforcement de la concurrence internationale et du développement du processus de fusions-acquisitions, favorisé par la dérégulation des marchés financiers.

¹⁰⁶ 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.

3.2 Les aspects positifs de la globalisation financière

Les avantages de la globalisation financière sont multiples. Le premier, bien connu, est d'optimiser l'allocation des ressources, c'est-à-dire de faciliter la rencontre entre les prêteurs et les investisseurs à l'échelle mondiale. Ce qui entraîne la croissance économique. Le second grand avantage tient à l'amélioration de couples rendement-risque grâce à la diversification internationale de portefeuille.

3.2.1 Une meilleure allocation des ressources mondiales et une diminution des coûts

Les transferts de capitaux se font plus facilement entre pays qui disposent de surplus d'épargne et ceux qui en manquent car leur épargne nationale est insuffisante. Les besoins des différents agents économiques sont mieux couverts, en particulier ceux des PED qui ont besoin de capitaux pour se développer. Les financements sont donc facilités par la mobilisation de l'épargne mondiale aux taux les plus avantageux ce qui favorise la croissance économique à l'échelle de la planète.

En outre, la concurrence entre les banques et le moindre recours aux financements intermédiés réduisent le coût de l'accès aux capitaux

A noter toutefois que la globalisation financière bénéficie essentiellement aux multinationales, aux investisseurs institutionnels (fonds de pension et compagnies d'assurance) et aux banques.

3.2.2 Une meilleure répartition des risques pour les prêteurs

Ils ont une gamme beaucoup plus étendue de possibilités de placements.

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 leur investissement 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 ne se produit pas toujours. Au contraire, la situation des pays du sud-est asiatique qui amena un an plus tard la fameuse 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 affectée par ces crises, alors que mêmes 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 Une perte d'indépendance des Etats

La libéralisation des mouvements de capitaux les oblige à maintenir un système de changes flottants où la volatilité des monnaies peut être considérable. Ce sont de plus en plus les mouvements de capitaux qui déterminent le cours des devises, leur déplacement brutal, en fonction de considérations plus ou moins rationnelles pouvant déstabiliser une économie.

3.3.4 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.

3.3.5 Une criminalisation de la finance internationale

Plus de la moitié des actifs financiers transitent par des paradis fiscaux ce qui favorise l'évasion fiscale et le blanchiment d'argent.

3.4 Le rôle des institutions financières 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 (cette institution avait besoin d'une « revitalisation » (Uzan, 1996)). 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, 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.

Série de Travaux Dirigés n°4

En s'appuyant sur le polycopié du cours portant intitulé « Marchés financiers internationaux, globalisation financière et instabilité monétaire et financière » et à l'aide de vos connaissances (recherche bibliographique), répondez aux questions suivantes :

- 1- Quelles sont les causes et les conséquences des crises de change des pays émergents ?¹⁰⁷
- 2- Expliquez les causes et le déroulement de la crise des *subprimes*.¹⁰⁸
- 3- Comment la globalisation financière (à travers les produits structurés) a-t-elle aggravé la crise de la dette souveraine européenne ?

Eléments de réponse à la question N°3

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 Credit Default 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 trimestrielle¹⁰⁹.

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. 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.

Comme le définit Rauis¹¹⁰ il s'agit d'un contrat financier négociable hors marché (over-the-counter) entre deux contreparties, qui donne le droit à une partie (l'acquéreur de protection) d'obtenir un paiement de l'autre partie (le vendeur de protection), dans le cas où un événement de crédit survient sur l'entité de référence ou sur l'actif de référence. En échange, l'acquéreur de protection paie une prime au vendeur de protection. La prime peut consister en une série de paiements périodiques ou en un paiement unique en début de contrat. Cette prime, exprimée en points de base du notionnel, représente en fait le crédit spread de l'obligation. Autrement dit, c'est un contrat où l'acheteur verse une commission annuelle (exprimée en point de base du taux d'intérêt de l'obligation) au vendeur qui s'engage à

¹⁰⁷ Voir Dupuy Michel and al. (2006), p.151- 153

¹⁰⁸ Voir Yaici Farid (2013), p.203-206 et Chabha Bouzar « 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

¹⁰⁹ Gex Matieu. (2011). Le marché des Credit Default Swaps : effets de contagion et processus de découverte des prix durant les crises, Thèse de doctorat, université de Grenoble, Grenobl, p.5.

¹¹⁰ Rauis Brunos . (2003), produit dérivés de crédit: Applications et perspectives, *Bruxelles, larcier, cahiers financiers*, p.18.

dédommager l'acheteur en cas de défaut de paiement sur la dette qu'il détient. Un CDS s'apparente à une assurance qui permet de transférer le risque de défaut à un autre opérateur.

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. 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)¹¹¹.

Pendant la crise, les niveaux des CDS irlandais et portugais ont connu une hausse à partir du second trimestre 2010, mais toutefois moins élevé que celui des CDS grecs qui, à partir d'avril 2011, ont été multiplié par cinq en moins de six mois cela est dû au déclenchement de la crise grecque à l'automne 2009 et de l'anticipation par les marchés d'un risque de contagion au sein de la zone euro. Le marché des CDS a également révélé que les différents plans mis en place par les autorités européennes et nationales n'ont pas su convaincre les investisseurs et ramener la confiance sur les marchés. Ainsi, en juin 2010, soit quelques semaines après l'annonce du premier plan grec, le niveau des CDS grecs a atteint le seuil des 1 000 points de base. De la même façon, en novembre 2010, suite à l'annonce du plan de soutien européen à l'Irlande, la courbe des CDS irlandais a connu une nouvelle tendance haussière. Même l'Espagne et l'Italie ont vu leurs primes de CDS augmenté en 2011 à cause des effets de contagion et de l'incertitude sur la soutenabilité des finances publiques de ces deux pays.¹¹²

Les agences de notation ainsi que le marché des CDS ont leurs parts de responsabilité dans la crise de la dette souveraine. D'abord, les agences de notation, qui n'ont pas anticipé la crise puis se sont précipitées en dégradant des pays déjà en difficulté, ont induit les investisseurs en erreur car elles n'ont pas pris en compte le risque de marché et d'illiquidité. Quant au marché des CDS, la facilité de spéculer sur ce marché a causé la hausse des taux d'intérêt obligataire entraînant une amplification de la crise. L'évolution des primes de CDS pendant la crise n'est pas expliquée par les fondamentaux. Pourtant, les investisseurs prennent leurs décisions en se basant sur les primes des CDS.

Anne Laure Delatte (2012) montre que les primes d'assurance ne font, en réalité, qu'influer sur le risque de défaut lorsque le marché est très incertain. Ainsi, plus la prime d'assurance est élevée, plus le taux d'intérêt obligataire est élevé, ce qui vient détériorer les conditions de financement des Etats souverains. Lorsque les marchés financiers sont tendus, le marché des CDS peut faire monter les taux d'intérêt obligataires, entraînant ainsi une amplification de la crise¹¹³. En outre, Selon Joseph Stiglitz, lauréat du prix Nobel d'économie et conseiller de la Grèce au moment de la crise, les spéculateurs ont alimenté la crise grecque. En effet, le prix des assurances contre le risque de faillite de la Grèce a évolué de façon complètement incohérente durant la crise grecque. Joseph Stiglitz pointe du doigt le marché des CDS.¹¹⁴

¹¹¹ Banque de France, (2012), " la crise de la dette souveraine", document et débats N°4, p. 28.

¹¹² Idem, p. 32.

¹¹³ : http://www.rouenbs.fr/images/pdf/CP/120316-Etude_CDSEurope_RouenBusinessSchool.pdf.

¹¹⁴ « Grèce: questions sur le fonctionnement des marchés », tiré du site internet :

<http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2010/02/16/04016-20100216ARTFIG00679-grece-questions-sur-le-fonctionnement-des-marches-.php>.

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.

Dans ce support de cours nous avons donné une petite introduction aux fondements théoriques de la finance internationale. Cette introduction est indispensable aux étudiants pour pouvoir élargir leurs connaissances dans la finance globalisée surtout qu'aujourd'hui les agents économiques subissent d'une manière directe ou indirectes 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), Disponible à https://www.miga.org/documents/IGG_French_final.pdf
- 2- Aglietta M.,(1999), " La maîtrise du risque systémique international , *Économie internationale*, n°76, 4e trimestre 1999.
- 3- Agnès Bénassy-quéré, (2012), " Zone euro : la crise après la crise", *Economie Mondiale*
- 4- Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry (2011) " Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ? " *CEPII*, DT n° 2011-04a.
- 5- Amina Lahrèche-Revil (1999), " *Les régimes de change*", *Economie Mondiale 2000* , Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999. p. 93-103.
- 6- 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.
- 7- Banque de France, (2012), " la crise de la dette souveraine", *document et débats N°4*
- 8- Banque d'Algérie, (2007), " Bulletin Statistique Trimestriel", Septembre 2007.
- 9- Banque d'Algérie: « Rapport 2012 : Evolution économique et monétaire en Algérie ».2012
- 10- Bito .C et Fontaine (P 1989), "Les marchés financiers internationaux", PUF, Col. Que sais-je ?.
- 11-Boissieu Ch. de (1987), " Mutations du système français ", *Revue française d'économie*, n°1, 1987.
- 12- Cerna, S. (2008), " *Les turbulences sur les marchés financiers internationaux : causes, Conséquences et remèdes*, " dans « *Oeconomica* », No. XVII, Vol. 2, pp. 51-67.
- 13- 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 .
- 14- 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.

- 15- 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.
- 16 -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/>.
- 17-Davis, P., (2001), "*Ageing and Financial Stability*", The Pensions Institute, DP/0111.
- 18- Della Gaspera Sandrine (2006), "Trente ans de déréglementation financière", *Les cahiers français*, n° 301.
- 19- Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), "*Finance internationale : rappels de cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées*", Dunod , Paris.
- 20-Fonds Monétaire International, 2005. "Algérie : Consultations de 2004 au titre de l'article IV", Rapport du FMI. No.05/50, Février 2005
- 21-Fonds Monétaire International, 2006. "Algérie : Consultations de 2005 au titre de l'article IV", Rapport du FMI n° Rapport N°06/93, 2006.
- 22- Fontaine Patrice, Hamet Joanne, (2011) "*Les marchés financiers internationaux*", Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.
- 21-Fontaine Patrice (2011), "*Marchés des changes*", collection Synthex Pearson Education France 2e édition.
- 22- Gex Matieu. (2011). "*Le marché des Credit Default Swaps : effets de contagion et processus de découverte des prix durant les crises*", Thèse de doctorat, université de Grenoble, Grenobl.
- 23-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.
- 24- Santor Eric, et Lawrence Schembri (2011) "Le système monétaire international : évaluation et pistes de réforme " *revue de la Banque du Canada* , 2011.
- 25- Peyarard Josette (1999), "*Gestion financière internationale*" Vuibert, 5édition, Paris 1999.
- 26 - Maes Ivo (2010) , "La genèse du système monétaire international actuel " , *Reflets et perspectives de la vie économique* 4/2010 (Tome XLIX) , p. 17-27 .
- 27-Norel, P. (2006), "Globalisation financière et transformation des régulations conjoncturelles, " *Revue Economies et Sociétés* , Hors-série, Tome XLI, No. 3-4, pp.351-379.
- 28- Rahmouni-Rousseau Imène et Nadège Jassaud (2008), "Innovation, produits structurés et stabilité financière", *revue d'économie financière*, 2008, Volume 92.
- 29-Rauis Brunos . (2003), "produit dérivés de crédit: Applications et perspectives", *Bruxelles, larcier, Cahiers financiers*.
- 30-Sahai, R. (2002), Globalization and the Role of the IMF, IMF.
- 31-Yaici Farid (2008), " *Précis de Finance internationale avec exercices corrigés*", ENAG Alger-Algérie.
- 32 -Yaici Farid (2013), " *Précis de Finance internationale avec exercices corrigés*", ENAG, Alger-Algérie.
- 33-Yves Simon et Delphine Lautier (2005) "*Finance Internationale*", 9 édition economica, Paris
- 34-Cours du Professeur Philippe Paquet, "Finance internationale", Quatrième année de Management High-Tech, Rabat.
- 35- Cours du Professeur Philippe, "Monnaie et finance internationales" du Bacchetta, Université de Lausanne Philippe HEC Lausanne 2009.

Webographie

- http://www.ummto.dz/IMG/pdf/_LE_CYCLE_DE_VIE_DE_LA_CRISE_DES_SUBPRIMES.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://delegatescommerciaux.gc.ca/development-developpement/assets/pdfs/fr157317.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>