

<b>Introduction</b>	<b>2</b>
<b>1. La logique de la monnaie internationale</b>	<b>2</b>
<b>2. Les coûts de transactions internationaux</b>	<b>2</b>
<b>3. Le système de paiement internationaux</b>	<b>2</b>
<b>Chapitre I : L'équilibre des paiements internationaux</b>	<b>4</b>
<b>Section 1 : Notion d'équilibre extérieur</b>	<b>4</b>
Paragraphe 1 : Principe et évolutions	4
Les différentes formes du commerce international	5
Paragraphe 2 : L'équilibre des échanges extérieurs et les autres indicateurs de la situation économique	5
Paragraphe 3 : Nécessité de l'équilibre extérieur	6
<b>Section 2 : les mesures statistiques de l'équilibre extérieur</b>	<b>7</b>
Paragraphe 1 : la balance des paiements	8
Paragraphe 2 : les principaux équilibres partiels	8
<b>Section 3: La recherche de l'équilibre extérieur</b>	<b>9</b>
Paragraphe 1 : Les interventions publiques	9
Paragraphe 2 : l'équilibre de marché	10
<b>Chapitre II : Le marché des changes</b>	<b>11</b>
<b>Section 1 : Les différents marchés des changes</b>	<b>11</b>
Les équilibres des marchés	11
Paragraphe 1 : Les acteurs du marché	11
Paragraphe 2 : Les actifs traités et les positions opérationnelles	12
<b>Section 2 : Les cotations et les opérateurs</b>	<b>12</b>
Paragraphe 1 : achats et ventes au comptant	12
Paragraphe 2 : les opérations dérivées : termes et options	13
<b>Section 3 : Interventions publiques sur le marché des changes</b>	<b>15</b>
<b>Section 4 : marché des changes et gestion des entreprises</b>	<b>16</b>
Paragraphe 1 : L'évaluation des risques de change	16
A. L'assiette du risque	16
B. La probabilité de la ventilation	16
C. L'amplitude	17
Paragraphe 2 : la gestion de la trésorerie nationale	17
<b>Chapitre III : Le système monétaire International</b>	<b>19</b>
<b>Section 1 : la constitution du Fonds Monétaire International (FMI)</b>	<b>19</b>
Paragraphe 1 : de l'étalon or au FMI	19
Paragraphe 2 : la période des changes fixes	20
Paragraphe 3 : l'évolution vers le flottement des monnaies	20
Changes flottants administrés	21
<b>Section 2 : le marché de l'offre et de la demande</b>	<b>22</b>
Section 1 : Origine de l'offre et de la demande	22
Section 2 : Les principaux produits financiers	22
Section 3 : Développement des marchés et des places financières	23
<b>Annexes</b>	<b>24</b>

# Introduction

## 1. La logique de la monnaie internationale

La monnaie a **3 fonctions** : *unité de compte, moyen de paiement, réserve de valeur*. La monnaie est un symbole accepté à l'intérieur d'une communauté de paiement. Mais, la confiance en ce symbole est difficile à l'extérieur des frontières.

La monnaie crée un **effet de réseau** : « *plus elle est acceptable, plus elle est acceptée, plus elle se répand* ».

La monnaie est un **actif** : il y a des mouvements. La gestion des mouvements discontinus internationaux est difficile à capter. Or, le développement des échanges entraîne l'augmentation des questions sur les développements des monnaies : **Réponses** :

- *Il n'y a pas de problème dans un schéma concurrentiel : c'est la monnaie la plus forte qui est utilisée* ( ex : avant la livre sterling ou THALER ). Le marché sélectionne la meilleure monnaie ( cycle, effet de réseau). Il faut que la monnaie soit stable pour le système de mesure...Le dollar s'est imposé dans les années 1930 car avant c'était la livre ou le franc : c'est le libre choix.
- *Une autre façon d'imposer une monnaie est le décret politique pour répondre à la question « trouver des instruments pour pouvoir travailler ensemble »*. C'est une volonté politique : dirigisme. Il y a eu la conférence de **BRETTON WOODS 1944** avec **KEYNES** qui était gouverneur de la banque centrale des Indes anglaises. Après la guerre, il faut reconstituer les échanges internationaux donc il faut organiser pour restaurer les relations de confiance. L'idée de **KEYNES** était de créer une banque mondiale : la « **BANCOR** » avec une monnaie spéciale. Les pouvoirs politiques doivent organiser rationnellement la reconstruction. Il faut une unification des économies nationales, la création d'une monnaie spéciale avec sa banque pour faire disparaître les frontières ( similitude avec la création de la banque centrale européenne ou avec la théorie des clubs). Les idées de **KEYNES** n'ont pas fonctionné à l'époque. L'idée était bonne car elle était rationnelle : il s'agissait d'enlever la souveraineté monétaire aux gouvernements. Mais, l'élaboration de règles communes pour les échanges internationaux et le choix libre des agents n'ont pas été acceptés par les pays qui ne voulaient pas renoncer au droit de créer de la monnaie. De nos jours, on a eu les mêmes problèmes avec la banque centrale européenne et le Traité de Maastricht. Mais, ces problèmes ont été réglés. Mais, il faut laisser le libre choix aux interventions des gouvernements.

## 2. Les coûts de transactions internationaux

Ils sont analysés comme des **coûts**. En plus du *coût d'achat*, il y a des *coûts d'information, de négociation, d'erreur*. Les *coûts de transaction* sont comptés dans les *coûts d'acquisition*. Il faut les réduire car les coûts de transaction sont toujours plus élevés au niveau international. Donc, on a créé des maisons d'acceptation pour réduire les risques, restaurer la confiance et donc faciliter le commerce. Parmi les coûts de transaction, il y a les différences monétaires. On peut réduire ces incertitudes monétaires par exemple avec la même monnaie.

Pour la négociation, on a les problèmes des impôts comptants : il y a un risque d'erreur. Pour réduire tous les risques, on a eu l'idée de créer une monnaie mondiale à la **Conférence de Paris en 1868**. On avait proposé le franc français, mais cela ne s'est pas fait.

## 3. Le système de paiement internationaux

Il y a **2 types d'éléments** :

- *Accords privés* : ce sont comme des comptes de correspondants : une institution financière a un compte chez un autre. Cela concrétise des échanges interbancaires notamment internationaux. Cela existe depuis le Moyen Age avec les certificats d'or. Le mode de transmission ( SWIFT ) est le réseau ( code SWIFT à 6 lettres ) de banque en banque pour les transferts internationaux mais il y a 2 conditions :
  - le réseau bancaire doit être développé dans les pays
  - le transfert doit se faire en quelques minutes

Les Euros marchés sont des marchés internationaux spontanés : multiplication des produits dérivés.

- *Accords et institutions publiques* : Fonds Monétaire International ; Banque Centrale Européenne ; Banque Mondiale ; Traités internationaux qui fixent le cadre et les règles du jeu ( OMC ).

# Chapitre I : L'équilibre des paiements internationaux

## Section 1 : Notion d'équilibre extérieur

### *Paragraphe 1 : Principe et évolutions*

Ce ne sont pas des échanges internationaux mais de personnes à personnes à l'échelle mondiale. Le terme échanges internationaux recouvre les statistiques, l'ensemble des échanges privés entre pays. Ce ne sont pas les gouvernements qui mouvementent les échanges. Les échanges sont très vieux. La **mesure du taux d'ouverture d'un pays au commerce international est égale aux exportations + importations / PIB**.

Ce degré résulte des choix des agents économiques. Il y a une grande diversité selon les pays. Les **ratios d'exportation sont calculés par personnes**. Ils sont assez constants dans le temps pour les principaux pays dans le monde.

Taux d'exportation : Japon : 10% ; France : 26% ; Allemagne : 30% ; USA : 10%.

Aujourd'hui, on a retrouvé les mêmes taux que dans la 1<sup>ère</sup> partie du 19<sup>ème</sup> où les échanges étaient importants. Ils avaient baissé à cause de la crise des années 1930 et la 2<sup>e</sup> guerre mondiale. Ils ont aujourd'hui augmenté même si les partenaires et les produits ne sont plus les mêmes.

Les flux internationaux sont plus médiatisés : on a donc l'impression qu'ils sont plus importants qu'avant. Mais, en fait, c'est faux. On rattrape juste le niveau du début du siècle.

Aujourd'hui, les mouvements de capitaux sont libres. En Europe occidentale, en 1914, toutes les monnaies étaient rattachées à l'or.

Aujourd'hui, l'ouverture de l'Europe est équivalente à celle des USA par rapport au reste du monde. Les échanges se font à l'intérieur du territoire. Le tissu économique est continu entre les frontières. Ce qui est discontinu aujourd'hui, c'est le tissu politique et culturel

Les règles du commerce international sont matérialisées par les traités. **L'organisation Mondiale du Commerce est récente : elle a été formalisée en 1994. Avant, cette organisation s'appelait le GATT 1947 : c'était des accords généraux sur les tarifs douaniers et du commerce**. L'OMC est la suite d'un long processus, d'idées constantes liées au commerce international.

Les échanges internationaux se sont développés sur deux principes :

- *réciprocité* : Si un pays veut exporter dans un autre pays, il doit accepter les importations en provenance de ce pays.
- *Non discrimination* : clause de la nation la plus favorisée : les avantages doivent être les mêmes pour tous. Il faut faire tomber les barrières (douanes, réglementation). Les seules barrières restantes doivent être culturelles. La discrimination est représentée par des mesures qui gênent les produits étrangers et pas ceux qui sont nationaux

- Discrimination négative : elles gênent les entrées des produits étrangers par les droits de douanes. Certaines sont explicites et d'autres implicites.

- Discrimination positive : subvention, crédit. Les discriminations subreptices résultent des réglementations du bien être ( ex : santé ). On trouve toujours des excuses pour concurrencer ou discriminer les produits étrangers : écologie, santé, sécurité. Discriminations positives et subjectifs : abattements de la fiscalité à l'intérieur du territoire pour les entreprises nationales.

La France retarde le plus possible l'application des règles européennes.

Dans la non-discrimination, chaque partenaire s'engage de faire aucune discrimination ni négative ni positive face au produits étrangers

	<i>ouvertes</i>	<i>Fermées</i>
<i>Négatives (obstacles)</i>	Droits de douane	Hygiène <sup>1</sup> , pollution, bruit <sup>2</sup> , sécurité <sup>3</sup>
<i>Positives (aides)</i>	Subventions	Recherche, primes à l'emploi

Les négociations comme

La négociation à été difficile p. ex. pour la Chine, contrefaçon : la Chine avait des difficultés pour accepter la réglementation du FMI, mais elle a dû suivre les règles

Est-ce que les avantages emportent sur les désavantages ? Le commerce international peut être nuisant, mais il révèle parfaitement une situation qui existait déjà (comme l'inadéquation entre production et besoins)

### Les différentes formes du commerce international

#### *La libération*

Les pays restent indépendants, mais baissent les frontières (Gatt, l'ALENA, le MERCOSUR, OMC). Les pays gardent l'individualité, il n'y a pas de marchés communs ou administration commune.

#### *La coopération*

- OCDE, organisation de coopération et de développement économique
- CEE, au départ, mais a abouti à l'intégration

#### *Intégration*

Homogénéisation de l'espace économique, règles communes, une même monnaie

Depuis les années'50, les échanges internationaux ont progressé cinq fois plus vite que la production. Le PIB s'est multiplié par cinq et les échanges par vingt (cf. schéma 1). Lors de la crise des années trente (1929-1933), les échanges internationaux se sont divisés par 3. Depuis les années 50 il n'y a plus eu de guerre commerciale Mais dans les années'30 il y en a eu une ! Tout le monde était pénalisé.

### **Paragraphe 2 : L'équilibre des échanges extérieurs et les autres indicateurs de la situation économique**

#### **Carré magique : 4 critères :**

- stabilité des prix
- taux de croissance élevé
- niveau de l'emploi
- équilibre extérieur

Stabilité des prix : pour des unités de valeurs non fluctuantes, le taux de croissance doit être de 2 à 3%. Mais, le niveau de vie augmente car la population augmente de 0,4%. La stabilité des prix, le taux de croissance et l'emploi fait l'effet d'une politique économique interne. Pour l'équilibre extérieur, on doit faire attention aux autres : il n'est pas manipulable : il faut accepter l'influence des autres. Si on est ouvert sur l'extérieur, c'est une contrainte car il faut équilibrer les flux entrants et sortants.

#### **Les 5 critères de Maastricht :**

- *secteur public : le déficit doit être inférieur à 3% du P.I.B ( prélèvement obligatoire, état, collectivités locales et régimes sociaux ).* L'administration ne doit pas être un secteur d'absorption d'épargne pour les marchés financiers. Avant, pour entrer dans la C.E.E, le déficit ne devait pas dépasser 3%. Aujourd'hui, il faut 1,5%. Il y a un pacte de stabilité : il faut arriver à atteindre 0%. L'Allemagne a proposé en 1991 de créer une section fonctionnement et gestion. La section fonctionnement n'est jamais en déficit car les dépenses sont définitives. Par contre, la section investissement a le droit au déficit car ce sont des investissements.
- *Pour le secteur public, l'endettement cumulé ne doit pas être supérieur à 60% du P.I.B.* Les Allemands et les Belges avaient des problèmes en ce qui concerne la réalisation de ce critère.

<sup>1</sup> Peut frapper certains produits étranger

<sup>2</sup> ex : avions

<sup>3</sup> ex : ceinture de sécurité

- Critère d'inflation : l'inflation ne doit pas dépasser de plus de 2 points, la moyenne des 3 pays ayant le moins d'inflation de la zone européenne. Ce critère est mouvant.
- Critère des taux d'intérêts : on a les mêmes conditions que pour le critère de l'inflation. Le taux des obligations à long terme est la base de calcul. Il faut harmoniser les marchés financiers et atteindre une liberté de circulation.
- Critère d'entrée : critère des taux de changes : ce critère n'a plus lieu d'être pour les pays faisant partie de la zone Euro mais il est encore valable pour les autres pays. Avant, on avait l'ECU qui représentait une moyenne des monnaies européennes. Aujourd'hui, on a l'EURO. La valeur de l'ECU pouvait fluctuer de 2,25% tout le temps. L'EURO, quand à lui, ne varie pas dans la zone euro. Ce sont les flux transfrontaliers qui font varier les taux de changes. S'il y a un équilibre extérieur, les taux ne varient pas.

En 2000 on a réussi à dépasser le niveau du commerce international de 1900. (les prévisions pour les besoins futurs sont difficiles, ex : avions français pour les américains, piano pour les ouvriers (1820)).

66% des exportations européennes restent en Europe, le commerce intra européen mérite de moins en moins le nom de commerce international car il n'y a plus de frontières, c'est un bloc.

80% des échanges internationaux se font entre 20 pays. Le commerce est polarisé entre les pays développés et l'Asie et est passé de 3 à 25% dans les dernières années. Il y a des forts mouvements, car il n'y a pas de restrictions, tout le monde peut vendre.

### Équilibre externe

C'est l'équilibre d'encaissements et de décaissements entre . Il y a des recettes et des dépenses. Si on parle d'importations qu'a fait la plus c'est une commodité de langage car il y a relation entre le consommateur et le producteur. Donc on a un équilibre entre le vendeur et l'acheteur, mais cette décision privée de consommation n'est pas neutre au plan macroéconomique, qui représente les transferts mondiaux d'une zone à une autre et il y a un besoin d'équilibre entre les zones mondiales. Une zone doit payer tant qu'elle encaisse. Il y encore d'autres équilibres qui font partie de la situation d'un pays :

- indicateur de la santé de l'économie
- indicateur de prix
- indicateur de l'emploi
- taux de croissance



Le PIB est l'indicateur utilisé pour montrer la progression du volume de l'économie.

L'équilibre externe est celui qui ne se gère pas à l'intérieur du pays. La situation à l'extérieur est révélateur de la situation de l'économie.

### Paragraphe 3 : Nécessité de l'équilibre extérieur

Pour prouver cela, il faut voir ce qui se passe s'il n'y a pas équilibre.

<i>paiements</i>	<i>Encaissements</i>
Ventes en €	Achats en €
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importations</li> <li>• Achats de services</li> <li>• Sorties de capitaux</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exportation de marchandises</li> <li>• Ventes de services</li> <li>• Entrées de capitaux</li> </ul>

- Toute exportation en dehors d'une zone monétaire d'un résident entraîne l'achat de la monnaie de cette zone.

- Les exportations par un résident à un non-résident de la zone est une vente qui aboutira à l'achat de sa devise.
- Un investissement d'un non-résident dans une zone est un achat de la monnaie de la zone

Le paiement est une vente de devises d'un pays. Donc, si l'on vend des marchandises, l'on achète dans devises. S'il arrive à une zone d'être en déficit, c'est-à-dire si on paye plus qu'on encaisse, il y a deux solutions :

Utilisation de réserves monétaires (si disponibles), réserves de change

Crédits, ce qui à comme suite un endettement et de la dépendance

L'on peut aussi imaginer un panachage des deux.

### *Qui gère cet équilibre ?*

L'ensemble des décisions microéconomiques à un impact sur l'équilibre macroéconomique. Les autorités monétaires ont la charge de s'occuper de l'équilibre plus ou moins créé par les influences macroéconomiques.

Si on a un excédent, on accumule des réserves en devises étrangères. Physiquement on livre plus de produits à ces pays qu'on obtient mais l'argent correspondant est toujours là et la banque centrale monétise ces devises, elle les converti. Le risque ici s'il y a moins de produits et plus d'argent résulte dans l'inflation, on parle alors d'inflation importée.

Comptablement, ceci revient à une accumulation de réserves.

Économiquement, il y a plus d'agents et moins de produits.

Il se peut qu'on ait plus de paiements mais cela ne veut pas dire qu'on est forcément dans une mauvaise situation, il faut voir la raison et l'usage des paiements. Si on fait p. ex. beaucoup d'investissements à l'étranger qui rapporteront dans le futur, cela dépend de la finalité. Même chose s'il y a beaucoup d'entrées de capitaux, il faut voir où ils vont et à quoi ils servent. On a deux cas extrêmes d'interprétation possibles : racheter les étrangers, c'est-à-dire moins on attire les investisseurs étrangers.

À court terme, ne pas investir, c'est positif pour l'équilibre, mais défavorable à long terme.

En moyenne, il faut que les flux d'échanges soient en équilibre. Pour l'équilibre extérieur, si une économie est en déficit, c'est que les achats externes sont supérieurs aux ventes. Les achats sont les actifs, les biens et les services.

Si l'économie est en excédent, les ventes sont supérieures aux achats.

Les rapports entre les flux financiers sont complexes : si de l'argent entre dans une économie sous forme de monnaie étrangère, elle est transformée en monnaie nationale. Si la monnaie sort en monnaie étrangère, il y a une destruction monétaire.

Le solde d'entrée-sortie est un solde de création ou de destruction monétaire.

**SAMUELSON** : l'équilibre des échanges extérieurs est comptable : il relève des flux financiers. Mais, en réalité, il y a des raisons économiques : demande et offre de biens et services internationaux. Il ne faut pas dissocier équilibre comptable et équilibre économique car l'un entraîne l'autre. Cela traduit des préférences d'achats, des phénomènes économiques.

L'objectif de l'équilibre extérieur représente un thermomètre qui nous donne des indications sur la bien portance d'un pays. La balance entrée-sortie doit être en équilibre. En effet, si un pays vend tout ce qu'il produit, il doit importer énormément. Il va y avoir une inflation importée car le pays ne peut pas transformer la monnaie externe reçue en monnaie interne pour la dépenser dans son pays. Il va donc acheter à l'extérieur et la monnaie va repartir.

L'excédent de l'équilibre ne peut pas être durable. Être en excédent, c'est en effet accumuler des réserves. Si elles restent des réserves, cela fait du tort car il y a une sous-optimalité c'est à dire qu'il n'y a pas de productivité. Être en déficit, c'est au contraire un surplus de sortie par rapport aux entrées. Les réserves sont alors absorbées, et on va procéder à un emprunt : il faudra établir son taux et son délai de remboursement. A long terme, on ne peut donc pas rester en déficit.

---

## **Section 2 : les mesures statistiques de l'équilibre extérieur**

La mesure statistique était nationale, aujourd'hui elle est au niveau européen, le prix de l'euro traduit la qualité de l'équilibre.

### Paragraphe 1 : la balance des paiements

Recensement des flux qui traversent les frontières de 2 espaces (résidents et non-résidents).

Résidents : acteurs économiques qui ont leur centre économique principal à l'intérieur du territoire, (pas forcément une nation). Toutes les entreprises étrangères sur le territoire sont résidentes. On peut rester de nationalité française mais être résident suisse.

Les balances sont relatives à des pays pour autant qu'il y ait relation entre les pays et la monnaie

La période d'analyse est l'année, elle peut aussi être trimestrielle.

Pour le moment on conserve es balances des paiements nationaux, le concept résident, non-résident n'a pas disparu même avec l'utilisation d'une monnaie unique qu'est l'euro.

On prend en compte les paiements effectifs (et non les commandes), c'est-à-dire pas le mouvement du bien, mais celui du paiement.

Une balance des paiements est construite comme une balance de fin d'exercice -> principe de la partie double, toute opération est saisie sous deux angles !

Débit	marchandises		Crédit	Débit	banque		Crédit
Monnaie	9 M €	X	10M €	Règlement X	10 M €	Règl.	9 M €
Intérêts	3 M €	VS	1 M €	Règlement VS	1 M €	Règl.	3 M €
Achat titres	5 M €	Titres	4 M €	Règlement	4 M €	Règl.	5 M €
	17 M €		15 M €		15 M €		17 M €

Elle est toujours en équilibre au moins nominale, des dépenses et les crédits sont symétriques, on ne peut donc aboutir qu'à un équilibre. Les mouvements de capitaux donnent donc lieu à deux écritures, les matérialisations du transfert des capitaux. L'équilibre global est garanti, ce sont les sous équilibres qui importent.

### Paragraphe 2 : les principaux équilibres partiels

Il y a des accords européens pour l'agriculture avec des prix garantis. Si l'on achète hors de l'Europe à un prix inférieur aux prix garantis, l'on doit payer un supplément à l'Europe afin de compenser la différence.

Ceci vaut pour tous les produits agricoles.

Pourquoi a-t-on fait cela ?

Il s'agit d'une aide aux agriculteurs, mais il y a aussi des coûts de production différents pour les différents agriculteurs. Quelqu'un se sont bien sortis avec ce système, d'autres non. C'est alors qu'on s'est aligné sur le prix des moins compétitifs, on n'a pas fait la moyenne et aujourd'hui c'est le consommateur qui doit payer plus.

Loy Rolling

C'est le marchandage parlementaire. Ici, les prix se sont alignés sur les plus hauts. Les buts de ce système sont d'aider les agriculteurs et de garantir l'approvisionnement. On a détourné le prix de son rôle principal (d'offre et de demande) et on lui a attribué un rôle social. Quand on subventionne un produit, ce dernier se multiplie.

En 1992 on est passé de l'aide au produit à l'aide à la personne. L'autre système pourtant avait existé pendant 30 ans. Les fautifs sont ceux qui ont mis en place le système. Un excédent de blé, en Europe, est vendu sur le marché mondial, mais si l'Europe va tout de même verser la différence à l'agriculteur pour qu'il bénéficie du prix communautaire. Le système de subvention appelle à la fraude. L'économie d'incitation est un système où tout le monde doit se débrouiller et où tout le monde est débrouillard.

Un excédent de produits d'équipement professionnels n'est pas toujours une bonne chose. De façon positive, l'on incite les autres à acheter chez nous, mais de façon négative, si le franc est en basse conjoncture, l'on vend bien, mais l'investissement est trop faible.

Les transactions courantes s'opposent aux transactions en capital ou financières. À l'intérieur des transactions courantes, il y a des biens. Plus il y a de services, plus ils seront diversifiés. Les services financiers engendrent

des intérêts reçus et versés. Un transfert caractérise une aide que l'on reçoit sans avoir fait quelque chose. L'argent que l'on verse à la communauté européenne et les aides au pays sont des transferts administratifs.

L'impôt est un transfert sans contrepartie, la taxe est un paiement de service. La TVA n'est pas une taxe mais un transfert. La vignette est un forfait pour payer le réseau routier. Puis, en 1956, elle avait perdu tout lien avec le réseau, elle fut définitivement supprimée en 2000.

---

### Section 3: La recherche de l'équilibre extérieur

Il y a 2 types d'approches :

- les *interventions* c'est à dire les politiques économiques
- les *marchés* c'est à dire laisser faire le marché

Le plus souvent, on a un mélange des 2 approches mais il faut savoir de quelle approche on est le plus proche : ex : la France est un peu interventionniste mais les marchés jouent un grand rôle.

#### *Paragraphe 1 : Les interventions publiques*

##### **L'objectif est l'équilibre et il faut éviter les déficits :**

on a des *actions sur les exportations et sur les importations, puis sur les flux de capitaux*. On distingue les interventions tarifaires et les interventions non tarifaires :

→ intervention non tarifaire : on a une contingence qui vise à limiter les importations de certains produits extérieurs : ex : un embargo peut aussi bien toucher les importations que les exportations. On filtre seulement les quantités. On veut empêcher les résidents à acheter à l'étranger.

→ Intervention tarifaire : ce sont les droits de douanes. Aujourd'hui, ils ont presque disparu. Cependant, dans certains endroits, ils sont très élevés. L'O.M.C a pour objectif de supprimer les obstacles. Les droits de douanes sont destinés à disparaître. Cependant, l'O.M.C admet quelques dérogations : ex : un pays peut justifier des droits de douanes pour des saisons temporaires. De plus, tous les pays ne font pas partie de l'O.M.C.

- Les mouvements de capitaux : en France, on contrôlait les mouvements de capitaux. Depuis la fin des années 1980, on ne les contrôle plus. Ces restrictions freinaient les investissements à l'étranger. Or, on investit à l'étranger pour augmenter les exportations.

Les circuits de capitaux sont faciles à contrôler car tout passe par les banques. Les banques sont très contrôlées. Elles seraient sanctionnées si elles ne suivaient pas cette règle.

→ Les interventions monétaires : ce sont les dévaluations et les réévaluations. Ce sont des interventions sur le taux de change. Les dévaluations sont les plus fréquentes.

La dévaluation est le fait de décréter que la parité d'une monnaie est plus basse qu'avant. On abaisse l'ensemble des prix des produits nationaux. Pour l'étranger, acheter dans un pays où la monnaie est dévaluée représente un bénéfice : la quantité achetée augmente. Cependant, on achète des produits car ils ne sont pas chers mais cela peut dépendre de plusieurs facteurs : qualité, service après vente. La baisse des prix a une influence sur l'augmentation de l'achat. L'effet a 3 caractéristiques :

- *ce n'est pas rapide* : l'effet n'est pas immédiat : ex : le prix d'une voiture baisse mais ce n'est pas pour cela que l'on va acheter une voiture
- *ce n'est pas durable* : un pays va dévaluer mais un autre pays peut aussi dévaluer
- *cet effet n'est pas global* : rien ne garantit que le comportement des exportateurs nationaux soit le même. Dans certains marchés, on ne peut pas augmenter les prix.

Rien ne permet de dire si une dévaluation va être bonne. Cela dépend des cas. La dévaluation a un effet ex-post sur les produits. Mais, elle a aussi un effet sur les capitaux. Les investissements deviennent moins chers. On incite les investisseurs étrangers à venir dans les pays dévalués.

La dévaluation n'entraîne pas la sécurité à long terme. Les dévaluations successives peuvent représenter des risques pour les pays.

Les achats à l'étranger sont au contraire touchés par les dévaluations. En effet, les prix venants de l'étranger augmentent.

La dévaluation peut avoir des effets négatifs car si la demande est inélastique, cela va provoquer une augmentation des prix mais pas une restriction de la demande de produits étrangers. Pour ne pas être pénalisés, il faut que les produits soient substituables et non complémentaires.

En théorie, on attend de la dévaluation une augmentation des ventes et une baisse des achats. Mais, en réalité, ce n'est pas sûr.

La dévaluation entraîne des restrictions pour les résidents d'exporter des capitaux : on ne va pas investir à l'étranger car c'est plus cher. Cependant, on a aussi une probabilité que ces investissements ne soient pas réduits.

### *Paragraphe 2 : l'équilibre de marché*

Ce système est dépassé. Aujourd'hui, les ajustements se font par les prix. Les variables d'ajustements sont les différents prix. Dans le système étalon or, les valeurs des monnaies ne bougeaient pas mais les prix bougeaient. Les ajustements des échanges extérieurs se font par les prix dans ce système.

Toute exportation d'une zone va entraîner une demande de devise de cette zone. La monnaie du pays exportateur va être demandée : il va donc y avoir des exportations. On va avoir une entrée de capitaux pour un investissement : on achète la devise du pays exportateur.

Lorsqu'on achète hors de notre zone, on vend notre monnaie : toute importation entraîne la vente de la monnaie du pays exportateur.

Si l'offre de devise est supérieure à la demande : la valeur de la devise baisse ;

Si la demande de devise est supérieure à l'offre : la valeur de la devise augmente.

L'augmentation ou la baisse de la valeur d'une devise provient du cumul de l'offre et de la demande.

Pour traiter l'équilibre monétaire, il faut étudier les fondamentaux c'est-à-dire les variables économiques qui permettent de dire si un pays est en bonne ou en mauvaise santé.

## Chapitre II : Le marché des changes

### Section 1 : Les différents marchés des changes

Caractéristiques générales :

- Deux types de devises : celles qui étaient dans le système monétaire européen ou liées d'une certaine manière et ceux qui ne l'étaient pas
- Les cours pivot SME : taux de référence des monnaies européennes par rapport à elles, mais il peut changer! Elles sont liées par des taux fixes autour desquels on a des marges
- Fixing : manière de faire rencontrer l'offre et la demande. Pas le même prix à l'achat qu'à la vente, ce qui constitue une marge pour rémunérer l'intermédiaire. Pour les autres devises il n'y a pas de cours pivot.
- Cours de change croisé : l'athématique, présentation différente d'une même chose. La cotation au cent

Les autres monnaies sont toutes de monnaies flottantes (pas l'euro). Il y a des coefficients de fixité entre les monnaies autour duquel il y a des petites instabilités. Dépréciation des décisions gouvernementales.

#### Les équilibres des marchés

La notion de déficit ou d'excédent résulte d'une approche monétaire de la balance des paiements, Ces notions ont un sens dans une zone monétaire avec des résidents et des non-résidents.

[graphique - scan]

Il y a un déficit dans un pays de système étalon or on a des sorties d'or. La masse monétaire diminue, la conséquence est une baisse des prix. Aujourd'hui dans la zone euro, le M s'en va, pression à la baisse des prix, on a des zones où les prix sont plus bas.

[graphique - scan]

le mécanisme se fait tout seul. Dans la zone euro, on a des politiques souveraines et une monnaie, on a un peu la situation du 19<sup>e</sup> siècle où on avait le système étalon or mais on avait alors plusieurs politiques. Les équilibres monétaires se font par les prix. Le cours du marché résulte de l'offre et de la demande. Différence entre les cours à comptant et à terme :

- au comptant : fixation du prix et livraison immédiate
- à terme : fixation du prix et livraison différées (on parle des \$-Yen pour savoir quelles deux devises sont échangées.)

#### *Paragraphe 1 : Les acteurs du marché*

- les cambistes ( banque ) : ce sont des intermédiaires entre la clientèle acheteuse et la clientèle vendeuse :
  - les terminaux d'information : ce sont des agences d'informations financières : le cambiste se rémunère par les écarts entre ce qu'il vend et ce qu'il achète. C'est le « fifs »
  - les téléphones : ils servent à faire plusieurs transactions à la fois
  - les terminaux de décisions : écran de décision. Les cambistes suivent sur les écrans les positions. Position en intraday : livraison de devise à recevoir dans une journée. La connaissance en intraday rend la gestion plus intelligente.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Notion de limite d'engagement : chaque cambiste a des limites au-delà desquelles il ne peut pas aller au-delà. Il faut se référer aux personnels supérieurs. Chaque cambiste a des limites. Il fait du commerce de gros. On ne descend pas au-dessous du million de dollars.

Il faut une centralisation des gestions pour la sécurité de la banque : plus les marchés sont libres, plus il faut qu'il y ait de sécurité. On a la sécurité par la centralisation : ex : contrôle des cambistes par la banque.

- les courtiers : ce sont les intermédiaires spécialisés qui organisent les rencontres entre les banques. Les courtiers rapprochent l'offre et la demande. Ils assurent la discrétion mais aussi la meilleure offre. Ils peuvent trouver des devises rares.
- les banques centrales : elles pratiquent des interventions équilibrantes sur le marché des changes. Les courtiers peuvent avoir pour clients les banques centrales.

### Paragraphe 2 : Les actifs traités et les positions opérationnelles

Il y a les **opérations primaires autonomes** : les acteurs ne font ces opérations qu'en fonction de leurs échanges internationaux. Il y a aussi les opérations secondaires compensatoires. Les opérations autonomes ne se préoccupent pas des opérations compensatoires. Un cambiste reçoit et livre des devises. La position opérationnelle est la différence entre les devises à recevoir et à livrer.

Les risques de fluctuation sont plus grands en position longue : le risque économique est plus grand.

Les actifs traités sont les devises. Ces devises s'échangent toujours contre un autre bien. Ce n'est pas un marché de crédit : il y a toujours un échange entre 2 devises.

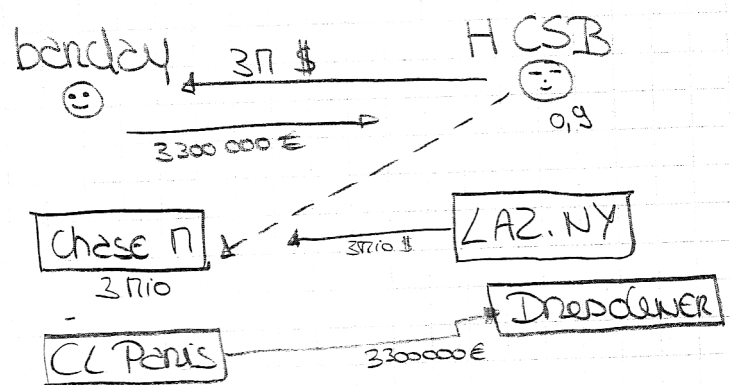
- **Les comptes de correspondants** : ce sont les comptes que les institutions financières ont dans les autres institutions financières. On distingue les comptes « nostro » (nos comptes chez les autres) et les comptes « loro » (les comptes des autres chez nous). Les cambistes utilisent souvent les comptes de correspondants.
- **Le réseau SWIFT** : C'est le système privé bancaire de transmission d'argent.
- **Le front office et le back office** : c'est la différence entre la cotation et le traitement administratif qui vient derrière. Le back office sont les opérations qui se posent derrière les opérations financières. Quand l'ordre est exécuté, c'est le front office.
- **Relation entre change et trésorerie** : on pourrait penser que les opérations de change diffèrent des opérations de trésorerie. Il y a en fait une relation. La liquidité et le risque sont différents. L'opération de changes s'inscrit dans un échéancier de trésorerie.

## Section 2 : Les cotations et les opérateurs

### Paragraphe 1 : achats et ventes au comptant

Un cambiste qui a besoin de \$, il doit demander des \$ contre une autre devise, il regarde ses disponibilités, il a des € donc il veut des \$ contre des €. Son correspondant lui propose un cours si ce dernier est d'accord avec l'échange. Il veut 3 millions de dollars a un cours de 0,9, il paye donc 3,3 millions d'euros. Achat comptant d'euros contre dollars.

Les dollars peuvent aller tout de suite à une autre banque et les dollars correspondants peuvent être placés dans une autre banque.

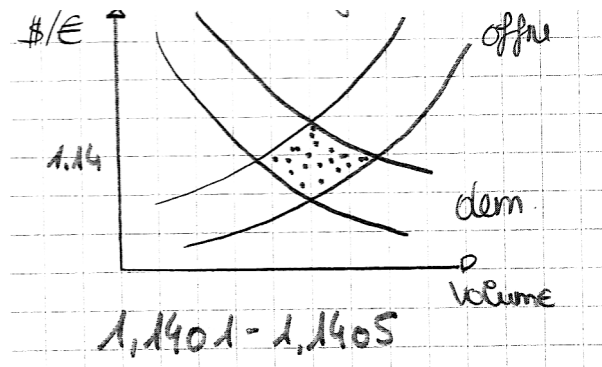


La somme des mouvements pour une transaction simple peut être importante. Maintenant il peut y avoir des complications :

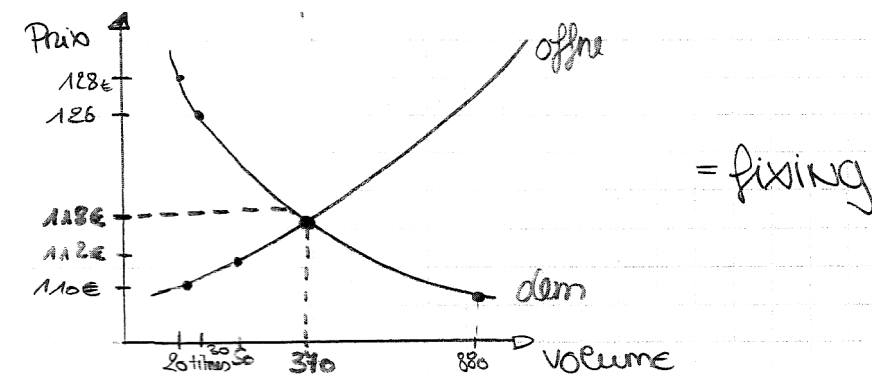
- Le travail de contrôle et le circuit qui y est impliqué qui fait que l'opération au comptant est une transaction à 48 heures
- Le 1<sup>er</sup> coup de file peut être infructueux, [chingchong] il va lui faire un mauvais cours et le cambiste peut renoncer. Il passe donc plusieurs coups de file et va accepter celui avec les meilleures conditions. Un cambiste doit tenir ses prix pendant un délai de 120 secondes, on parle de « shopping »

Une autre façon de tâter le marché : on appelle pour information, on demande un prix sans obligation de transaction. Un marché qui n'est pas réglementé par le droit mais par les habitudes de travail, la confiance.

Il n'y a pas de contact :



Un marché de gré à gré (face à face). Un marché « spot » : il n'y a pas un prix mais comme tout le monde est informé on a un groupement de prix. On traite aux conditions moyennes. Un fixing correspond à l'ancienne action de bourse, le CAC est la cotation assistée en continu. L'ordinateur classe les ordres selon les prix, les ordres individuels sont regroupés. Un ordre au mieux : sans indication de prix inverse de celui qui veut à tout prix vendre.



1. Un marché à la criée est un fixing (établissement d'un prix en cumulant l'offre et la demande) on a besoin d'un coteur.
2. L'électronique est une autre mode de transmission
3. Cotation par casier, fiches, pas beaucoup de transactions

on les empile et l'on fait une représentation à la fin de la semaine.

Le premier marché spot, marché des changes. Sport n'est pas toujours adapté à tous les produits. Il faut du volume qui vient régulièrement et en quantité. On a aussi besoin de connexions, de liens de communication.

Un être humain préfère se faire du bien et pas du mal, principe de la loi de l'offre et de la demande. Un loi d'échange de la loi du comportement humain. Dans un marché spot, les courbes sont des approximations, une référence qu'on fait.

- La fourchette du spot peut être donnée par une banque
- La BCE peut indiquer les cours de change
- Des indicatifs donné par la Banque Centrale

Il y a trois possibilités pour avoir les courbes de change. On peut aussi avoir des fixings, une criée est un fixing dans la façon de passer les ordres est de crier. On peut aussi avoir des fixings électroniques, en mettant les ordres dans l'ordinateur et l'on arrive aussi au fixing, une cotation en casier.<sup>1</sup>

### Paragraphe 2 : les opérations dérivées : termes et options

**Ce sont des produits qui dérivent des opérations principales.** Ils permettent de résoudre un problème qu'on ne peut pas résoudre autrement : ex : le motif permet de fixer le prix auquel on empruntera plus tard. Son rôle est de permettre aux acheteurs et aux vendeurs qui ne veulent pas prendre de risque quant aux valeurs futures de

signer un accord ( banque de France, Crédit de France). Ils veulent avoir une idée sur ce que cela va leur coûter et sur ce que cela va leur rapporter.

Les marchés à terme permettent de faire face aux problèmes symétriques.

Ex : une entreprise a besoin de dollars dans 3 mois. On connaît le prix d'aujourd'hui mais pas celui dans 3 mois.

**On a plusieurs solutions :**

- *On peut acheter au comptant c'est à dire tout de suite* : si le dollar augmente, on a économisé. L'avantage est de connaître le coût du dollar et l'inconvénient est de savoir ce que l'on va faire de ces dollars pendant 3 mois.
- *On peut ne rien faire* : on s'en remet à l'évolution future en espérant que le dollar ne va pas augmenter. C'est une spéculation à la baisse du dollar. Il y a un risque de gain ou de perte.
- *Assurer le prix sous trésorerie* : marché à terme. On achète des dollars à terme à un cambiste. Dans un marché à terme, on sépare l'accord de l'exécution.

A la fin du terme, on connaîtra le gagnant et le perdant. Alors qu'au départ, les 2 ne voulaient pas prendre de risques.

**Les marchés sont créés pour éviter un risque. Les risques sont :**

- *taux d'intérêt*
- *matière 1<sup>ère</sup>*
- *actions : Service de Règlement Différé*
- *devises*

Le facteur commun des marchés à terme est la faculté de se prémunir contre des risques futurs. Le marché à terme permet à 2 agents de se rencontrer afin de passer un contrat sachant qu'ils sont d'accord au moins sur un point. Les risques ne sont cependant pas totalement supprimés avec le marché à terme et le contrat ( risques de manque à gagner ). En fixant le prix lors de la formation du contrat, les industriels recherchent une certaine certitude c'est à dire une assurance quant au prix. La protection contre le regret n'a pas été trouvée. Les contrats sont fermes : il faut aller au terme du contrat malgré les possibles fluctuations des prix (devises). On a ainsi créé les options : elles permettent de revenir sur l'opération : c'est un élément du contrat qui permet de renoncer ou de faire ( ex : leasing ). L'intérêt est de savoir le prix à l'avance ( pour l'achat ) et surtout un degré de liberté ( pour l'acheteur ).

**En France, dans les années 1990, les opérations à terme étaient interdites sauf exception.** Le motif de cette interdiction était d'empêcher la spéculation. Cependant, on pouvait spéculer « matériellement » en achetant à l'avance et en stockant. Pour contrôler la spéculation, les autorités devraient contrôler les achats et donc la production, ce qui est impossible.

**Les options permettent de se rétracter de l'achat mais en versant une compensation** : ex : on fixe par contrat le prix d'achat du dollar à 7 Franc le 30 juin, si le 30 juin le dollar est à 6,5 l'acheteur va se rétracter de l'achat et payer 10 cents pour 1 dollar.

*L'option est une assurance.* Le vendeur vendra ses dollars moins chers (6,5 Francs) au comptant à quelqu'un d'autre, en plus de la compensation de 10 cents. Ce n'est donc pas une perte. L'option peut se revendre.

*L'option est un contrat à terme révocable.* Elle est définie par un prix d'exercice avec des modalités d'exercice. Aux U.S.A, l'option peut être exercée jusqu'au terme ; en Europe, elle est exercable au terme et pas avant.

*Il y a une prime* c'est à dire une somme qui est donnée pour devenir propriétaire du contrat. Un contrat d'option devient un produit en lui-même : il peut être acheté ou être vendu.

*Le support de l'option est un produit qui fera l'objet d'un achat ou non à la fin.*

Si l'option est un cas unique, il peut exister un marché des options : la valeur de l'option dépend des fluctuations de la devise.

L'option permet aussi aux entreprises d'éviter de vendre ou d'acheter en fonction de ses besoins.

**Il y a 4 positions possibles dans le contrat optionnel :**

- *vente ou achat*
- *revente ou rachat d'une option* :
  - o *vente d'une option de vente*
  - o *vente d'une option d'achat*
  - o *achat d'une option de vente*
  - o *achat d'une option d'achat*

A.O.A : perte limitée, gain illimité : idem pour A.O .N

V.O.N : le vendeur peut perdre : il a le choix de ne pas vendre. S'il vend, il va en retirer un profit.

---

### Section 3 : Interventions publiques sur le marché des changes

#### **2 organismes interviennent : le trésor public et la banque centrale.**

Les banques centrales n'interviennent pas sur les changes. Les autorités monétaires considèrent que le taux de change se fixe sur le marché.

*Les banques centrales interviennent soit individuellement au plan national soit par concertation entre les pays (accords de Bretton Woods par exemple).*

*Le but de ces interventions est de stabiliser les changes qui baissent trop.* Elles corrigent le prix donné par les marchés. Les taux de changes sont trop volatiles : il faut les stabiliser autour de leur moyenne. Les pouvoirs publics ne vont pas contre les tendances « naturelles » des taux de changes mais tentent de limiter les fluctuations.

*Il existerait un taux de change fondamental autour duquel oscille les taux des marchés, les autorités doivent essayer d'atteindre ce taux.*

Il faut stabiliser les changes : les autorités doivent connaître le bon taux de change, elles doivent être capables d'y ramener le marché.

Les pouvoirs publics avaient confiance en eux pour cette stabilisation. En réalité, ce sont des acteurs du marché, ils apportent aux marchés des compléments.

Si les pouvoirs publics trouvent le dollar trop fort (7 Franc), et que l'on veut le dollar à 6,80 Franc, on va augmenter l'offre du dollar par rapport au Franc car on ne peut pas baisser la demande. Pour cela, on approvisionne le marché en dollar pour faire baisser le prix.

On a des interventions symétriques. En réalité, il y a dissymétrie car :

- la banque centrale ne peut pas créer du dollar
- la baisse du cours a été confondue avec les fluctuations

Les interventions sont donc souvent invisibles.

*Les interventions des banques centrales appartiennent au passé.* Dans le cadre du système monétaire européen, les interventions visaient à maintenir des devises dans une certaine bande de fluctuations. Il fallait maintenir l'ECU à un certain niveau par rapport aux devises européennes. Chaque devise était l'objet d'un calcul : l'indicateur de divergence.

A partir du moment où des interventions concertées entre les banques ont lieu, il faut décider qui doit intervenir c'est à dire quelle banque. Ce sera celle qui atteint son indicateur minimum ou maximum de divergence qui devra intervenir c'est à dire celle qui a le plus changé de positions.

Avant l'EURO, les banques centrales interviennent automatiquement à 80% de la marge c'est à dire le seuil d'intervention. Aujourd'hui, elles interviennent sans pour autant atteindre ce seuil : le objectifs ne sont pas affichés. On ne sait jamais à quel taux une banque va intervenir. Les interventions sont possibles mais elles ne sont pas prévisibles car on ne connaît pas les critères. Les interventions sont aujourd'hui moins fréquentes mais elles sont plus codifiées.

En principe, les USA n'interviennent jamais, du moins pas directement. Ils mettent une pression sur les monnaies en question.

La banque centrale européenne, de temps en temps, achète et vend : c'est techniquement possibles. Officiellement, la banque centrale européenne ne s'occupe pas des fluctuations du dollar, du yen, des livres.

#### **A l'intérieur de l'Europe, il y a des critères de stabilité monétaire :**

- dette publique
- déficit public
- taux d'intérêt
- inflation
- taux de changes

Avec ces critères, on cherche à neutraliser les divergences. Le pacte de stabilité vise à éviter des déstabilisations dans certaines zones européennes. On a une stabilisation des fondamentaux et non plus une action conjoncturelle sur les taux de changes.

### Réglementation

Il y avait en Europe des réglementations sur les mouvements. Il fallait se justifier pour acheter des devises : contingentement.

Ces mesures sont prises par les gouvernements qui ont peur que leurs devises baissent. Ces mesures sont inefficaces, elles servent juste à accélérer les paiements au comptant.

Les réglementations sont souvent contournées par la date de paiement : spéculation par avance des paiements et par recul des encaissements. Elles ont pour but de baisser les sorties d'argent et d'augmenter les entrées de monnaies. Cela incite les agents économiques à les contourner et cela a des conséquences d'annonce, ce qui est néfaste. Les effets sont le plus souvent négatifs.

---

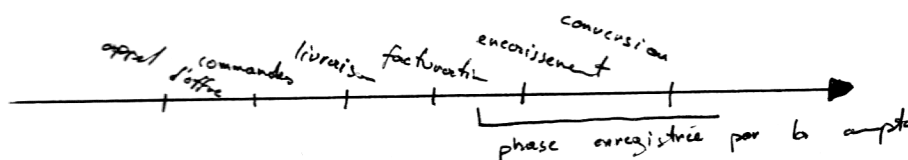
## Section 4 : marché des changes et gestion des entreprises

*Le marché des changes a un rôle précis : permettre la fluidité des échanges internationaux. Il y a 2 problèmes le risque et sa gestion.* En plus des risques habituels, il vient s'ajouter un autre risque quand on franchit la frontière en changeant de monnaie. Il y a *un risque commercial et un risque lié à la différence de monnaie*. Ce risque peut être atténué par l'emploi d'une monnaie unique. Il y a donc une monnaie unique en Europe pour liquéfier ce commerce international : on supprime ainsi le risque lié à la monnaie. Pour mesurer la rentabilité des entreprises, on utilise le taux de marge c'est-à-dire la marge opérationnelle. Le plus souvent, ce taux varie entre 0 et 8%. Si les monnaies fluctuent, cela peut représenter un risque pour la rentabilité de l'entreprise.

### Paragraphe 1 : L'évaluation des risques de change

#### A. L'assiette du risque

Il s'agit de recenser les flux économiques sur lesquels pèse un risque de change. L'assiette de risque pour une entreprise est l'ensemble des comptes en devises qu'elle détient. On peut identifier le montant du risque mais aussi la date à laquelle il commence, dès l'appel d'offre.



Le risque naît le jour de l'encaissement, mais il peut déjà être présent à la facturation. L'assiette du risque est égale au montant de la facturation en devises. Au plus tôt, on identifie le risque, au mieux on peut le gérer.

Le risque économique ne concerne que les flux d'exploitation, de bas de bilan. Mais, il y a d'autres risques de haut de bilan : actifs et passifs détenus à l'étranger en devises. L'assiette des risques est donc égale à l'exploitation plus le haut du bilan. Très souvent, on ne pense pas que le simple fait de signer un contrat avec l'étranger entraîne un risque. Pour maintenir ses prix, l'entreprise doit connaître les risques.

#### B. La probabilité de la ventilation

La question est de savoir quand et de combien peut bouger le taux de change. Il y a différents éléments pour déterminer cela. La différence entre le taux de change fondamental et celui instantané est l'overshooting. Il faut déterminer le taux de change fondamental. Pour anticiper le cours futur, on peut examiner le taux de change à terme mais ce n'est pas bien.

➔ **en matière boursière**, on peut déterminer le taux de change fondamental par le « price earning ratio ». Le cours est l'inverse du taux d'intérêt.

➔ **On peut utiliser la méthode du P.P.A ( parité de pouvoir d'achat) pour déterminer ce taux.** Si on observe que le taux de change à terme du dollar est plus bas que le comptant, cela signifie qu'il y a plus de personnes qui vendent du dollar : il y a donc plus de gens qui pensent que le dollar va chuter.

➤ Le taux à terme exprime ce que les gens pensent du futur mais pas ce qu'il sera en réalité.

➤ Le taux d'intérêt : si une entreprise emprunte à terme, la banque va devoir se couvrir pour respecter le contrat. Elle ne va prendre aucun risque en achetant et en plaçant tout de suite. Si le taux d'intérêt sur le dollar est inférieur au taux d'intérêt sur le franc français : la banque perd un taux d'intérêt. On va facturer à l'entreprise un taux de changes pour compenser les différentielles d'intérêt. Cependant, quand une entreprise passe un contrat à terme avec une banque, la banque se procure ce que veut l'entreprise tout de suite : c'est un arbitrage de trésorerie.

➤ La P.P.A (parité des pouvoirs d'achat): la monnaie présente un intérêt car elle a un prix d'achats. S'il est immédiat, il y a transaction. S'il est futur, il y a précaution.

Ex : avec 10 francs, on achète autant qu'avec une livre en G.B. Si la livre vaut 10 francs et que le pouvoir d'achat de la livre perd 5%, on peut penser que la Livre va baisser : on anticipe la livre à 9,50 francs. Le taux d'inflation est le différentiel de dégradation du pouvoir d'achat. Pour voir l'évolution des cours des monnaies, on peut regarder le taux d'inflation. L'approche en P.P.A est une bonne approche : c'est logique.

On anticipe le taux de change d'après les différentielles de prix c'est-à-dire par les variations du prix.

Modèle multilatéral du taux de change : la parité du dollar est évaluée par rapport à x% de francs, y% de yen, z% de livres.

### C. L'amplitude

📖 « Risques pays »

Il y a 3 indicateurs :

- échanges extérieurs :
  - balance des paiements
  - réserves de changes
  - taux de défaillance
  
- santé économique :
  - niveau de vie
  - stabilité des prix
  - marché du pays
  - infrastructures
  
- socio-politique :
  - législation
  - fiscalité
  - stabilité politique
  - stabilité législative

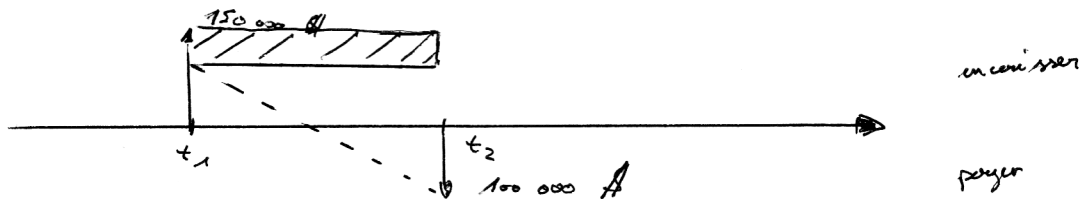
C.O.F.A.C.E : compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur.

Quand le revenu est supérieur au budget de base (minimum vital ), on est en présence d'un pays émergent. Un pays émergent est un pays qui révèle la présence de la disponibilité financière au-dessus du niveau de survie. Le revenu est discrétionnaire.

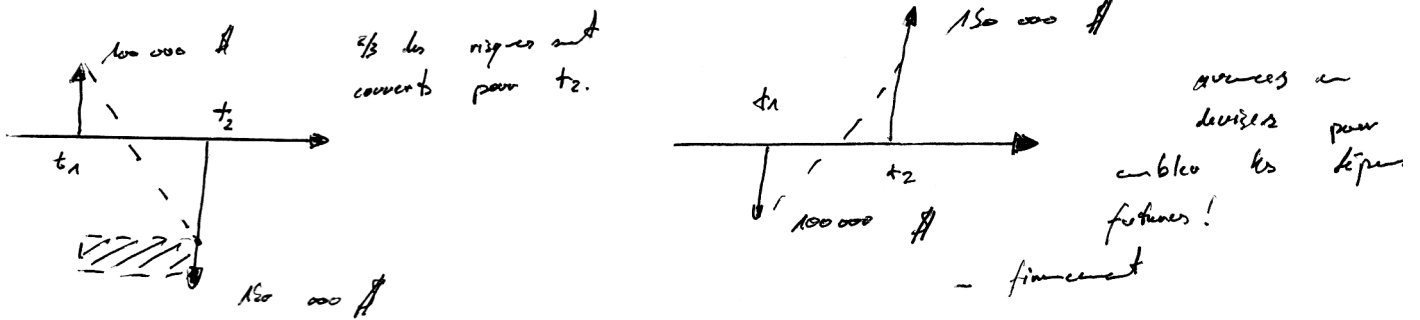
### *Paragraphe 2 : la gestion de la trésorerie nationale*

Il y a 3 principes ( + 1 ) :

- *simplifier* : essayer de réduire le nombre de devises ( pour en avoir le moins possible )
- *compenser* : cela suppose la centralisation de la trésorerie : on compense les mouvements internes c'est à dire rendre équivalent les sorties et les entrées par devises
- *prévoir* : faire un échéancier des entrées et des sorties



Entre  $t_1$  et  $t_2$ , il faut garder le dollar pour financer le décaissement.



Ici, il n'y a pas de risque de décaissement. Pour cela, il faut un bon échéancier.

L'avance en devises est l'opération par laquelle on demande à la banque qu'elle nous prête 100000 dollars. Puis, après, on lui rembourse 100000 dollars : on s'assure ainsi contre le risque.

*Cash management international* : rapprochement de la gestion de trésorerie avec le risque de changes pour en tirer un maximum d'effets positifs c'est à dire couvrir le risque le moins cher possible.

Pour les 50000 qui restent, on peut, pour s'assurer prendre des options de ventes.

## Chapitre III : Le système monétaire International

Le S.M.I organise les mouvements d'argent. Depuis quelques années, on ne peut plus parler de système car il n'y a pas un ensemble de volonté. Il existe des principes directeurs ( S.M.E, O.M.C ...). Le S.M.I est beaucoup plus éclaté aujourd'hui.

### Section 1 : la constitution du Fonds Monétaire International (FMI)

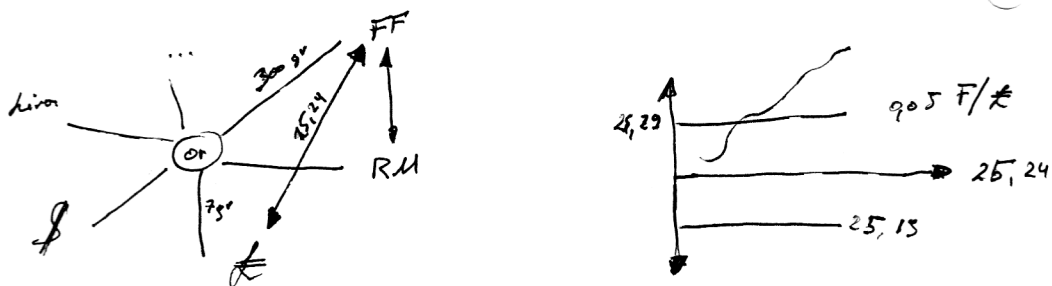
#### *Paragraphe 1 : de l'étalon or au FMI*

Avant, la monnaie était or et argent. Il y avait un lien fixe entre la valeur de l'or et l'unité de compte de la monnaie : 1 Franc valait x grammes d'or. Le système étalon or avait pour caractéristique d'être national et international. La monnaie était convertible en or à la demande du producteur.

L'étalon avait un rôle régulateur : on peut passer des échanges internationaux en or.

En 1913, il n'y avait pas assez d'or en circulation ( seulement 10%). La monnaie scripturale ne représentait que 58% de la circulation monétaire mondiale, les billets 25% et 7% pour l'argent : telle était la composition de la masse monétaire mondiale. ( 1914 : disparition de l'étalon or ).

Lorsque les échanges n'étaient pas en équilibre, il y avait une variation du taux de changes. Or, l'or stabilisaient les fluctuations car les mouvements d'or étaient à taux fixe ( 0,293 grammes par franc).



Dans la pratique, l'or circulait très peu. Le rapport entre la livre et le franc était d'environ 25,24 qui pouvait varier de plus ou moins 0,05. Ce 0,05 représentait le coût de transaction pour faire des francs en livres. Quand la livre baissait jusqu'à 25,19, on avait en franc une entrée d'or et réciproquement.

Dans le système étalon or, on avait une stabilité à 0,02 franc près.

Dans ce système, il n'y avait aucune autorité régulatrice supranationale : chaque banque centrale devait seulement accepter le change c'est à dire respecter sa parité de changes. Ce système rendait les services voulus et ne coûtait quasiment rien sauf le respect des taux par les banques centrales.

**Remarque :** Les pays qui avaient peu d'or étaient plus en difficulté. Mais, l'étalon or assurait la sécurité dans les transactions et réduisait les tentations spéculatives car les taux étaient stables à plus ou moins 0,02%.

La 2<sup>nd</sup>e vertu du système était qu'il tendait à se stabiliser seul. Ce système était un très bon système. Pour que le déficit se transforme en équilibre, il faut une hypothèse de flexibilité des prix et de la masse monétaire.

En 1914, il n'y avait plus d'or car pendant la 1<sup>ère</sup> guerre mondiale, l'Europe s'est appauvrie en or pour payer les U.S.A. Le système de l'étalon or a donc été abandonné.

Conférence de Gênes en 1922 : 2 monnaies étaient convertibles en or : la livre et le dollar. On transformait donc les autres devises en dollar ou en livre pour avoir de l'or : c'est le Gold Exchange Standard ou étalon d'échange or. A partir du moment où les pays n'ont plus d'or, il ne peut plus y avoir d'étalon or international car il n'y a plus d'étalon or nationaux. La base or fait défaut dans les pays européens à cause de la guerre. La nouvelle base est les devises quasi or soit le dollar soit la livre jusqu'en 1925. Le déficit était important alors qu'il n'y avait plus d'or : les taux de changes se sont effondrés. Le nouveau système a été créé par les participants à la Conférence de Gênes de 1922.

Quand on a un étalon, il faut pouvoir respecter son engagement c'est à dire respecter son ratio d'encaisse. Les U.S.A ont gardé leur ratio d'encaisse ( 1/5) jusqu'en 1971. La France a adopté un procédé bizarre qui consistait à autoriser la conversion de l'or en billets seulement pour les barres de 12 kilo ( 1 million de franc ). Mais, l'inflation a augmenté pendant et après la guerre.

En 1946, on a eu une inflation potentielle et non réelle car il y avait beaucoup d'argent thésaurisé mais la dévaluation n'était pas possible. On a donc changé les billets. On a ainsi effacé une partie de l'excédent de la masse monétaire mais ce n'était pas assez.

En Allemagne, le prix de la monnaie a été divisé par 8 par une réforme monétaire. En 1944, le F.M.I a été créé.

### *Paragraphe 2 : la période des changes fixes*

Il fallait éviter que les échanges internationaux baissent. Les gouvernements ont essayé de reconstruire quelque chose par les **accords de Bretton Woods en 1944** et par le **G.A.T.T en 1947**. 2 points de vues s'opposaient aux accords de Bretton Woods : celui de **KEYNES pour la G.B** et celui de **WHITE pour les U.S.A.**

- KEYNES voulait créer une BANCOR qui aurait émis une seule monnaie : elle devait avoir le rôle d'une banque centrale mondiale. La monnaie devait être fondée sur l'or et devait être créée en fonction du commerce international. Cette banque centrale devait être indépendante. Les différentes banques centrales nationales devaient être coordonnées avec une « cleaning union » c'est à dire une chambre des compensations. Ce système était utopique car il n'y avait pas un équilibre des forces.
- WHITE a proposé la création d'un Fonds Monétaire International au niveau monétaire et d'une banque mondiale au niveau financier. Le F.M.I ne crée pas de monnaie : il a pour but de rassembler des ressources pour financer le déficit de certains pays en prenant les ressources dans les pays qui ont un excédent. Les sommes prises sont calculées en fonction du P.I.B des pays. Le F.M.I est une institution centrale qui doit assurer la liquidité.

Le but du F.M.I est d'aider les pays à surmonter des déficits temporaires en faisant des prêts à court terme sans qu'ils dévaluent leurs monnaies. Il agit sur la trésorerie d'un pays. Le F.M.I devait permettre au départ des taux de changes fixes : il fallait empêcher que les parités monétaires soient dévaluées (p. 5 et 6).

Le F.M.I n'a pas assuré correctement la fixité des changes car le monde n'est pas fixe (p. 4). Le change se faisait en fonction du dollar qui était convertible et non plus en fonction de l'or. Chaque monnaie devait rester autour du dollar. La stabilisation se faisait par l'achat et la vente par les banques centrales. On vendait du dollar pour augmenter la valeur du franc. Ce système n'était pas réaliste car un taux de changes ne peut pas être fixe si tous les prix changent. Il faut soit tout fixer soit tout faire varier à moins que les prix soient flexibles. Pendant la période de changes fixes, de nombreuses dévaluations ont eu lieu pour préserver un taux de changes fixe : on ne peut pas lutter contre les fluctuations.

On trouve dans la **Banque Mondiale** :

- **B.I.R.D** : Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement : prêts
- **S.F.I** : Société Financière Internationale : participations
- **A.I.D** : Aide Internationale pour le Développement : crédits gratuits

Il y a aussi une institution discrète : la **B.R.I** : Banque des Règlements Internationaux. Elle a été créée en 1922 à la suite de la Conférence de Gênes. Elle n'a pas de pouvoirs propres. Elle peut faciliter les échanges internationaux et prêter de l'argent. Elle a pour but de lutter contre les spéculations. C'est un lien d'autorité sur la morale des marchés. Il y a des mesures prudentielles : ratio de contrôle pour assurer la stabilité mondiale.

### *Paragraphe 3 : l'évolution vers le flottement des monnaies*

**La fixité a été remise en cause.** On a mis en doute le dollar à cause de l'inflation aux U.S.A : il y avait trop d'émission de dollars et il y a eu une dévalorisation dans les années 1960 à 1975. On a trop offert de dollars aux non U.S (dollars externes). Le dollar était la liquidité ultime pour régler les déficits internationaux.

**Dollars :**

Offre	Demande
Import USA	Export USA
Achats	Vente
Sortie de capitaux	Entrée de capitaux
Conclusion : déficit dû à la surémission du dollar	Dollars externes : utilité directe pour alimenter la trésorerie du système international

Les Etats-Unis ont fourni trop de dollars par rapport à la demande mondiale : il y a donc eu inflation.

**En 1973, on a décidé du flottement des monnaies** : les européens ont mis en place un système pour éviter la fluctuation de leur monnaie.

Les échanges sont devenus flottants à partir du moment où tous les pays étaient en difficulté.

**En 1974, il y a eu en France un signe du flottement de la monnaie après le choc pétrolier.** Il y avait une impossibilité d'alimenter ce qui assure normalement la fixité d'une monnaie.

**En janvier 1976, ont été signés les accords de Jamaïque : changes flottants.** On voulait un système stable, mais qui n'était plus fixe. On a officialisé l'abandon du lien avec l'or.

**Il y a 3 façons de gérer le flottement des monnaies ( p. 8 ).** Les Européens ont mis en place un système de flottement :

- *Bening reflect* : les changes flottent
- *Intervention officieuse*
- *Flottement concerté* : organisation pour flotter ensemble et donc pour limiter le flottement

**Inflation** : tous les pays avaient des politiques monétaires inflationnistes c'est-à-dire des politiques de « stop and go » qui avaient pour but de stimuler l'économie en période décroissante et aussi des politiques monétaires restrictives en situation de surchauffe. Cependant, il y a un effet de cliquet.

[graphique]

Par la suite, on s'est rendu compte que **l'inflation était difficile à maîtriser**. Les Américains ont fait un rapport pour voir si la politique monétaire entraînait l'inflation : la réponse était positive. On a donc abandonné les politiques de « stop and go » pour adopter une politique monétaire restrictive.

Le F.M.I faisait des crédits sur des droits de tirages ordinaires : les pays membres qui disposent des fonds ont le droit d'emprunter. On a rajouté des droits de tirage spéciaux : les crédits sont supérieurs aux dépôts.

Le F.M.I prête ainsi plus d'argent qu'il n'en a : crédits inflationnistes.

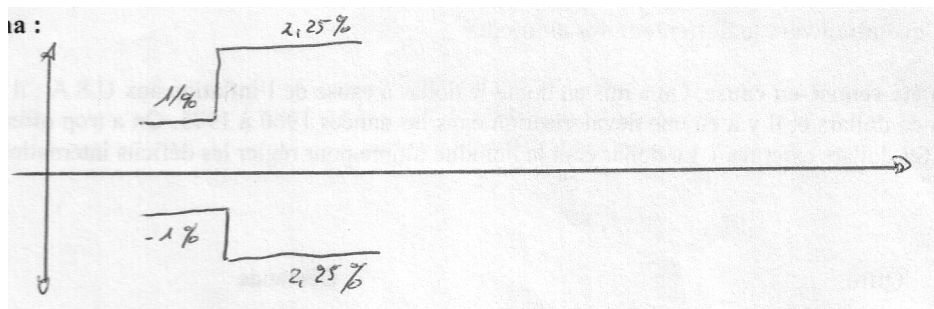
Le F.M.I prête ainsi aux P.V.D en créant de l'inflation : beaucoup de critiques.

L'intention de créer des liquidités était bonne mais en prêtant à partir de rien entraînait une inflation mondiale jusqu'en 1985. Cependant, le taux d'inflation était très différent selon les pays.

Or, la valeur des monnaies reflète le pouvoir d'achat de ces monnaies : on arrive ainsi aux changes flottants.

### Changes flottants administrés

En 1971, ont été signés les accords de WASHINGTON : on a élargi la marge de fluctuation de 2,25% ( de 1% à 2,25% ) : les monnaies vont flotter à l'intérieur de cette bande.



Les Européens de l'époque ( 11 ) vont fluctuer solidairement : + ou - 1,25%. Ils acceptent de flotter par rapport au dollar : les monnaies européennes devaient fluctuer de la même façon ( + ou - 1,25% ).

Par la suite, on s'est rendu compte que le dollar fluctuait beaucoup, il n'y avait donc plus beaucoup de dévaluation. A partir des années 1970, le dollar s'est beaucoup déprécié : on ne peut pas garder le dollar comme point fixe.

Les européens préfèrent s'appuyer sur leur politique qui devient de plus en plus stable : création du S.M.E (ECU).

Le centre du système devient l'ECU qui est un composite à partir des monnaies européennes. Les monnaies européennes sont gérées en flottement concentré mais ce n'est plus par rapport au dollar mais à l'ECU. L'EURO est le résultat de ces préparations.

Quand la monnaie d'un pays dépassait 80%, le pays devait commencer à prendre des mesures pour y remédier. L'ECU n'est pas une monnaie : c'était un libellé pour s'exprimer mais pas pour payer. Il a permis aux banques centrales d'intervenir.

Chaque pays avait autour de l'ECU un cours pivot.

**Les monnaies étaient définies entre elles grâce à l'ECU.**

**Condition d'entrée dans l'EURO** : 2 ans avant l'adhésion, le pays devait avoir une monnaie stable c'est à dire ne pas sortir de la bande.

Aujourd'hui, le flottement concerté a disparu car il n'y a qu'une seule monnaie européenne : elle flotte par rapport aux monnaies hors zone EURO.

Questions sur l'EURO :

- la zone EURO est-elle attrayante ?
- overshading

---

## Section 2 : le marché de l'offre et de la demande

### *Section 1 : Origine de l'offre et de la demande*

Les marchés naissent de la rencontre de 2 personnes qui ont un point symétrique.

**Historique** : les européens avaient besoin de dollar en 1945, les russes avaient des dollars en excédent. On a appelé les Euro-dollars les dollars qui s'échangeaient entre européens : il y a eu un marché du dollar.

Euro-monnaie : monnaie négociée en dehors du pays d'origine : ex : euro franc.

Marché de l'euro-dollar : rencontre de l'offre et de la demande de dollar. La demande en Europe était forte : les U.S.A ont voulu placer des dollars en Europe. Il y a eu une exportation de capitaux : les banques américaines se sont installées en Europe. En réalité, les dollars restaient dans les banques américaines. En Europe, on avait seulement des jeux d'écriture. De plus, les pétro-dollars sont venus se placer en Europe : il y avait beaucoup de crédit en Europe. Les pétro et euro dollars ont leur origine aux U.S.A mais refluent vers l'Europe.

### *Section 2 : Les principaux produits financiers*

**Marchés :**

- *crédits : titrisation*
- *titres*

**Marché de crédits** : on a une variété de l'offre quant aux échéances et aux montants très élevés. Les taux sont libres et négociables. Les conditions sont plus souples : développement du crédit in fine : on rembourse le capital à la fin : financement à un coût modéré.

Les taux sont calculés : LIBOR + marges ( elles dépendent de la qualité de l'emprunteur ). La marge dépend de la notation ( rating ) de l'emprunteur : si on est bien noté, on aura une petite marge.

La syndication est un mode de montage des crédits qui se pratique souvent dans les gros crédits. Quand un emprunteur demande un gros crédit, le banquier réunit autour de lui d'autres banques : mémorandum ( analyses financières ). Montage financier : tombstone.

Ces montages syndiqués sont réservés aux très gros crédit.

Le marché des EUROS crédits a favorisé la concurrence, cependant, il y a un risque de changes.

**Collecte des dépôts** : *titrisation* : on donne des certificats de dépôt qui sont rémunérés. Il existe un marché des certificats de dépôt. Si on veut de la liquidité, on vend des certificats : ce marché assure donc la liquidité. Il y a aussi un 2<sup>nd</sup> marché : occasion.

La titrisation des dépôts a été appliquée pour la 1<sup>ère</sup> fois sur les euros marchés : cela assure la disponibilité pour la banque et la liquidité pour l'agent déposant.

Il y a eu une augmentation du prix du pétrole qui a entraîné une augmentation de l'offre de capitaux : recyclage des pétro-dollars. Ils retournaient dans les pays émetteurs.

Les firmes internationales empruntent sur le marché des titres.

Le marché des obligations internationales est dur à gérer. Il y a une obligation de montants élevés et d'échéances très variées ( marché des Euro obligations ).

**3 caractéristiques :**

- *rendement*
- *sécurité*
- *liquidité par l'intervention d'organismes spécialisés qui permettent d'assurer la liquidité ( doc p. 10-13 : notation ).*

Les U.S.A accueillent les investisseurs, la zone euro investit à l'étranger. On peut même noter les pays car ils souscrivent parfois à des crédits nationaux. Ratio court bénéfice : c'est l'inverse du taux d'intérêt . La bourse est composée différents compartiments :

La bourse est devenue risquée : augmentation du marché immobilier ; fuite de la bourse vers les marchés immobiliers et revenus fixes.

Pour étudier la bourse, il faut prendre en compte les autres marchés car la bourse peut augmenter et le marché immobilier peut augmenter encore plus : le marché immobilier devient relativement plus rentable.

### ***Section 3 : Développement des marchés et des places financières***

Conception des places : rassemblement de tous les services. La place regroupe tous les marchés financiers.

**Place type : rassemblement de toutes les activités des marchés financiers :**

- *marché de crédit : long terme*
- *marché interbancaire*
- *marché complexe ou dérivé ( MATIF, marché d'options...)*

***Institution :***

- *liberté des mouvements de capitaux*
- *solidarité interbancaire : contre les risques symétriques*
- *compétences générales :*
  - *ingénierie financière ( fiscalité et juriste )*
  - *négoce*
  - *assurances ( assureurs : placeurs d'argent : p. 17) Plus un pays travaille dans les échanges internationaux, plus ses réserves doivent être importante.*

## Annexes

<sup>i</sup> Le but du marché est de fixer un prix et de faire le maximum d'échanges. Il existe un cours pivot S.M.E qui est un cours fictif autour duquel le cours réel pourrait fluctuer dans un ordre de 2,25%.

Le fixing est le mode de cotation qui a pour but de fixer un prix de marché pour un jour.

- **cours des changes croisés** : il y a 2 façons de présenter le taux de changes :
  - o **certain : horizontal** : 1 franc vaut 0,29 DM, ... Dollar,... Yen
  - o **incertain : vertical** : 1 Dollar vaut 4,987 franc

L'ECU n'était pas une monnaie mais un critère composite qui était fonction de la puissance du pays : ex : l'ECU contient 30% DM ; 20% Franc.

- **cours à terme** : ils sont présentés en écart par rapport au comptant. Le terme est une dérivée du comptant.
- **Cours pivot bilatéraux** : ce sont des cours irrévocables. Ce cours ne pourra plus bouger jusqu'à la disparition du Franc, du Deutsch Mark...

### Les modes de cotations

- **fixing** : on cumule à un moment donné l'offre et la demande :
  - o **ordre au mieux** : on achète ou on vend à n'importe quel prix.
  - o **ordre au cours limité** : ex : on n'achète pas au-dessus de 126.

Le prix 116 semble être l'équilibre (voir graph ). Or, le véritable équilibre est le cumul des offres et des demandes. Le véritable équilibre sera de 118 : il y aura un échange de 370, 20 ne seront pas vendus. Ces 20 titres d'écart seront reportés. Chaque marché a une règle pour s'équilibrer : soit au 1<sup>er</sup> arrivé (le dernier arrivé n'est pas servi ) ; soit proportionnellement aux quantités demandées. Un fixing peut-être fait à la main par casier ou par informatique.

- **Les marchés en continu** : « spot » ou gré à gré. Les ordres sont traités dès qu'ils surviennent à condition d'avoir une contrepartie. Une partie des acheteurs et des offreurs sera satisfaits, c'est mieux que rien. Le rôle du marché est de faire le plus grand nombre d'échanges. À la bourse, selon les titres, on fait cohabiter ces 2 types : fixing et continu. Quand le marché continu n'est pas tout à fait continu, il y a un organisme qui se charge d'assurer la continuité et la liquidité du marché.