

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU**

**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES**

**Mémoire
en vue de l'obtention du diplôme
de magister en Sciences Economiques
Option: Monnaie-Finance-Banque**

Thème

La politique de change avec référence à l'Algérie

**Dirigé par :
Le professeur AMMOUR Benhalima**

**Présenté par :
M^{elle} AOUDIA Kahina**

Devant le jury composé de:

Présidente : Mlle BOUZAR Chabha, Maître de Conférences « A », UMMTO.

Rapporteur : Mr AMMOUR Benhalima, Professeur, Université d'Alger.

Examineurs: Mr BENNOUR Abdelhafid, Maître de Conférences « A », Ecole Supérieure de Commerce.

Mr AMOKRANE Abdelaziz, Maître de Conférences « A », UMMTO.

Date de soutenance : 15-07-2010

REMERCIEMENTS

Je tiens d'abord à remercier vivement mon directeur de recherche, le professeur AMMOUR Benhalima, pour ses précieux conseils, son soutien et sa disponibilité tout au long de l'élaboration de ce travail.

Mes remerciements s'adressent également aux membres du jury qui ont bien voulu accepter d'évaluer ce travail.

Enfin, que ceux de mon entourage qui m'ont prodigué leurs encouragements, trouvent ici l'expression de mes remerciements chaleureux.

Sommaire :

Introduction générale	1
Première partie : Les mécanismes de change	6
Chapitre I : Le marché des changes	8
Section 1 : Généralités.....	9
Section 2 : Les opérations de change.....	34
Chapitre II : Les régimes de change	54
Section 1 : Les régimes de change fixes.....	55
Section 2 : Les régimes de change intermédiaires et flottants.....	79
Chapitre III : Les ajustements cambiaux en régimes de change fixes	98
Section 1 : Les causes et les motivations d'une dévaluation.....	99
Section 2 : Les modalités, les contraintes, les effets et les conséquences d'une dévaluation.....	115
Section 3 : La réévaluation.....	133
Deuxième partie : La politique de change en Algérie	145
Chapitre IV : L'évolution des régimes de change en Algérie	147
Section 1 : Les différents régimes de change depuis l'indépendance.....	148
Section 2 : Présentation du marché interbancaire des changes.....	163
Chapitre V : La conduite de la politique des changes et la libéralisation progressive de la réglementation des changes	175
Section 1 : La conduite de la politique des changes en Algérie.....	176
Section 2 : L'évolution du contrôle des changes en Algérie.....	190
Chapitre VI : Evolution et gestion des réserves de change	213
Section 1 : Gestion des réserves de change : directives et conséquences pour les marchés.....	214
Section 2 : Evolution et placement des réserves de change.....	235
Conclusion générale	260
Bibliographie.....	266
Liste des tableaux, graphiques et schémas.....	272
Liste des abréviations.....	273
Table des matières	
Annexes	

Introduction générale :

En tant qu'instrument de réserve, la monnaie apparaît comme une marchandise que l'on pourrait stocker quand elle est en excédent. En tant qu'instrument de paiement, la monnaie joue un rôle d'intermédiaire des échanges tout au moins à l'intérieur des frontières nationales. On voit là toute l'importance de cette marchandise particulière, et notamment l'importance de sa valeur externe, « le taux de change », qui mesure sa valeur par rapport aux autres monnaies. Plus sa valeur est élevée, plus son « pouvoir d'achat » est important. Elle est d'autant plus recherchée qu'elle permet d'acquérir plus de biens, influençant ainsi les productions et les échanges, immédiats et futurs. Les autorités d'un pays peuvent intervenir sur le niveau du taux de change par divers canaux. Elles peuvent aussi laisser le marché déterminer le niveau du taux de change si elles jugent que les déséquilibres observés peuvent se corriger à travers les règles du marché. C'est à travers « la politique de change » que se comptabilisent les incidences sur la monnaie.

La politique de change est au centre de débats de politique économique dans la plupart des pays. Le premier élément d'une politique de change est le choix d'un régime de change, qui définit d'une part, les règles de fonctionnement du marché des changes, et d'autre part, le rôle de l'Etat dans la détermination des cours. Le régime de change suppose un engagement durable sur des principes de politique économique et une cohérence avec les politiques monétaire et budgétaire.

Initialement, la valeur d'une monnaie était fixée en terme de biens et d'actifs. Aussi, pour établir le taux de change entre deux monnaies, il suffisait de faire le rapport entre les valeurs respectives en terme de biens et d'actifs des différentes monnaies. Pour cela, il fallait utiliser une référence commune pour donner la valeur d'une monnaie.

Réglementairement, jusqu'en 1973, directement ou indirectement, chaque monnaie avait une valeur fixée dans un bien de référence qui était l'or. Depuis cette date et de manière générale, les valeurs des différentes monnaies ne sont plus définies, par rapport à un bien de référence et ne sont plus le résultat de décisions politiques, mais celui de la confrontation de l'offre et de la demande des différentes monnaies.

En Algérie, l'évolution du régime des changes, depuis l'indépendance, peut être analysée comme une adaptation des instruments du contrôle aux exigences propres à chaque phase de développement de l'économie nationale et des contraintes qu'elle subit.

Au lendemain de l'indépendance, l'Algérie assurait la libre convertibilité et la libre circulation de sa monnaie à l'intérieur de la zone franc dont elle était membre. Elle exerçait des limitations sur la circulation de sa monnaie en dehors de cette zone, au titre de l'application du contrôle des changes conçu par la France. La fuite des capitaux a poussé l'Algérie, en octobre 1963, à réduire la convertibilité du dinar en promulguant un contrôle des changes sur toutes les opérations monétaires avec le reste du monde à quitter la zone franc et à gérer, de façon autonome, sa politique de change.

C'est ainsi qu'elle instituait l'unité monétaire nationale : le dinar algérien, dont la valeur est définie par un poids d'or fin de 180 milligrammes. Le dinar est à parité fixe avec le franc français, soit un dinar = un franc français. Les valeurs des autres monnaies par rapport au dinar algérien étaient déterminées par référence à leur parité avec le franc français.

Les changements intervenus dans le système international des changes (effondrement des parités fixes, en 1973, et apparition des taux de change flottants) ont incité l'Algérie à introduire à partir de 1974, une nouvelle méthode de valorisation du dinar algérien basée sur un panier de monnaies.

La valeur du dinar est déterminée par rapport à ce panier spécifique de monnaies dont les coefficients sont révisés périodiquement. Le taux de change varie essentiellement en fonction des variations sur les marchés des changes des cours des monnaies constituant le panier et, notamment, le dollar US, dont le coefficient de pondération est plus élevé puisqu'il constitue la monnaie principale de règlement des transactions internationales, ce qui revient à dire que la valeur externe dépend beaucoup plus de facteurs exogènes et peu de l'évolution de la balance courante et encore moins des termes de l'échange. Donc, la valorisation du dinar relève plus du discrétionnaire administratif que de l'obéissance à des impératifs économiques.

Au fil des ans, la perversité du régime de change retenu, difficilement maîtrisable pour diverses raisons (non révélation publique du panier, invariabilité du panier, fréquence limitée des cotations...) ajoutée à l'absence de marchés des changes au comptant et à terme, a donné

naissance à des circuits parallèles de change. Ce sont autant de facteurs qui ont produit un dinar surévalué, avec des conséquences multiples : découragement des exportations, stimulation des importations, encouragement des économies de rente, inflations... etc. En 1986, l'année du contre-choc pétrolier, qui a entraîné la baisse des recettes d'exportation et le resserrement de la contrainte extérieure, il n'était plus possible de maintenir la même politique de change. L'Algérie a dû tenter de compenser la baisse des recettes pétrolières par des emprunts à l'étranger et le renforcement des restrictions sur les importations. En parallèle, les autorités de l'époque avaient adopté une politique de change active. Cette politique consistait à ajuster le taux de change pour éliminer la surévaluation du dinar, se rapprochant ainsi de sa valeur d'équilibre.

Après la dévaluation de 1994, un régime de change de flottement dirigé a été instauré. Il avait fonctionné d'abord par des séances de fixing. Puis, par la suite, la Banque d'Algérie a mis en place le 2 janvier 1996, un marché interbancaire des changes. Ce marché (article 2 du règlement n°95-08 du 23 décembre 1995 relatif au marché des changes) est un marché entre banques et établissements financiers qui regroupe toutes les opérations de change entre monnaie nationale et devises étrangères. De ce fait, toute entreprise algérienne ayant une activité à l'international est tenue, pour régler des transactions avec l'étranger, de verser des dinars pour obtenir des devises, et inversement, lorsque cette entreprise réalise une exportation vers l'étranger. De ce fait, comprendre le fonctionnement du marché interbancaire des changes ainsi que les instruments de couverture contre le risque de change est d'une grande nécessité.

L'offre de devises sur le marché des changes est assurée par la Banque d'Algérie par ponction sur les réserves de change gérées par ses soins. Il s'agit d'une ressource fragile, constituée essentiellement des recettes hydrocarbures. Dès lors, une gestion prudente de ces réserves s'impose pour deux objectifs essentiels : renforcer la solvabilité extérieure du pays et répondre aux besoins inaliénables du marché de change.

L'ordonnance n° 03-11, du 26 août 2003, relative à la monnaie et au crédit, confère à la Banque d'Algérie des pouvoirs de politique monétaire à travers, entre autres, l'intervention sur le marché interbancaire, la réglementation des dépôts et la régulation du taux de réserve obligatoire, la réglementation du crédit et la détermination du taux de change du dinar vis-à-vis des autres monnaies.

Dans son article 35, il est bien précisé que la Banque d'Algérie a pour mission de créer et de maintenir dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie. Bien sûr, la loi confère également d'autres prérogatives à la Banque d'Algérie. La fonction liée à la politique de change est celle qui nous intéresse aujourd'hui.

Aussi, notre travail consiste à analyser les soubassements de la politique de change en Algérie.

Pour ce faire, nous avons construit notre problématique sur un certain nombre d'interrogations. Nous nous interrogeons sur les fondements de la politique de change adoptée par les pouvoirs publics, en Algérie, depuis l'indépendance, sur la gestion du taux de change du dinar et sur les stratégies de gestion des réserves de change mises en place notamment ces dernières années.

Afin de répondre à ces questions, nous avons structuré notre travail en deux parties :

La première partie théorique se veut une analyse des mécanismes de change. Cette partie est subdivisée en trois chapitres :

- Le premier chapitre est consacré à l'étude du marché des changes, à la couverture du risque de change et aux opérations de change ;
- Le second chapitre porte sur les régimes de change fixes, les régimes de change intermédiaires et les régimes de change flottants ;
- Le troisième, et dernier chapitre, vise à expliciter les ajustements cambiaux en régimes de change fixes, à savoir la dévaluation et la réévaluation.

Cette première partie sera étudiée sous l'angle empirique.

La seconde partie, examinée sous l'angle analytique, s'appuie sur un essai d'analyse de la politique de change en Algérie. Cette partie est éclatée en trois chapitres.

- Le premier chapitre décrit l'historique et l'évolution des régimes de change en Algérie ;
- Le second chapitre porte sur la conduite de la politique des changes, ainsi que sur l'évolution du contrôle des changes en Algérie.
- Dans le troisième et dernier chapitre de cette partie, il est question d'analyser l'évolution et la gestion des réserves de change.

Introduction de la partie 1 :

A l'intérieur d'un même pays ou d'une zone dotée d'une seule monnaie, les règlements s'effectuent par le transfert vers le créancier d'instruments de paiement libellés dans la monnaie du débiteur.

Dès lors que les paiements concernent des agents utilisant habituellement des monnaies différentes, il devient nécessaire d'assurer la conversion de ces monnaies les unes dans les autres : telle est la fonction du marché des changes.

Au cours des dernières années, le marché des changes a connu de profonds bouleversements.

Cette montée en puissance de ce marché est à la fois cause et conséquence de la mondialisation des marchés financiers. En effet, la mobilité des capitaux et leur substituableté, en s'accroissant, exige et provoque à la fois, la multiplication des opérations de change et la diversification des stratégies de couverture ou de spéculation.

Le marché des changes a été créé initialement pour répondre aux besoins exclusifs des opérateurs économiques, dans le cadre du règlement des opérations commerciales extérieures. Cependant, suite à l'inéluctable prise de position, ce dernier s'est transformé en un marché de spéculation.

L'environnement monétaire international est aujourd'hui caractérisé par une volatilité très élevée des cours de change, dont l'origine historique trouve son explication dans les réformes décidées, par le FMI, au cours de la réunion qui s'est tenue, en 1976, à KINGSTON.

En réalité, il n'en va pas tout à fait ainsi, car le marché des changes est un marché qui a toujours subi le contrôle des autorités monétaires. Les taux de change ont tendance, de nos jours, à fluctuer assez librement, mais la politique qui a longtemps prévalu était la politique dite « des taux de change fixes », par opposition aux taux de change flottants ou libres, qui illustrent le fonctionnement à l'état pur de la loi de l'offre et de la demande.

Dans un système de taux de change flottant, dès qu'une entreprise ou un individu réalise une opération qui implique une entrée ou une sortie de devises dans les mois ou les années à venir, il y a un risque de change, car l'entreprise ou l'individu ne connaît pas à l'avance le cours de cette devise et donc la contrevaletur de sa monnaie.

Les taux de change fixes ont eux aussi la possibilité de fluctuer, mais dans d'étroites limites, tant à la hausse qu'à la baisse. Ces limites sont fixées par accord entre les nations. Quand ces limites sont atteintes, la banque centrale ou les autorités monétaires sont tenues d'intervenir : en vendant la devise d'un pays donné pour en régulariser le cours, elles « cassent » les hausses exagérées de celle-ci ou, en vendant des devises étrangères pour éponger en contrepartie la trop grande quantité de la devise nationale qui se trouve sur le marché, elles « soutiennent » le cours. Quand elle a épuisé ses réserves de devises étrangères, la banque centrale remet de l'or aux autorités monétaires des autres pays. Quand celui-ci est à son tour épuisé, si le crédit du pays est suffisant et s'il prend des mesures pour endiguer la fuite des capitaux, il obtient des prêts en devises qui lui permettent de soutenir encore ses cours. Les autres pays prêtent d'ailleurs à un Etat en difficulté monétaire non par altruisme, mais parcequ'un pays dont la monnaie se déprécie fortement est momentanément en meilleure posture commerciale que les autres, étant donné que les biens et les services qu'il peut vendre coûtent moins cher pour les pays tiers. En fin, lorsqu'un Etat a épuisé toutes ses ressources ou qu'il se trouve près de cette situation, il procède à la dévaluation, c'est-à-dire qu'il modifie le poids de l'or que représente l'unité monétaire de sa monnaie et, donc l'équivalence de celle-ci en d'autres monnaies.

Le phénomène inverse peut se produire : un pays essaie d'empêcher la hausse exagérée de ses taux de change, il tente de lutter pendant un certain temps en vendant ses devises, mais ne pouvant résister à l'afflux de capitaux, il peut être obligé de réévaluer. Ce cas est cependant plus rare.

Nous allons essayer d'aborder toutes ces questions tout au long de cette partie. Pour ce faire, nous avons divisé notre travail en trois chapitres.

Le premier chapitre a pour but de présenter le marché des changes. Le deuxième portera sur les régimes de change. Enfin, le troisième chapitre a pour objectif d'expliquer les ajustements cambiaux en régime de taux de change fixe.

Introduction au chapitre I :

Le terme « change » est tiré de l'italien « cambio », à l'époque de la renaissance, pour désigner les opérations d'achat et de vente de monnaies. Du banc des changeurs de cette époque aux techniques sophistiquées d'aujourd'hui, la distance est évidemment considérable. Pour autant, il s'agit toujours d'échanger des devises et les principes de base demeurent.

Le change pourrait aujourd'hui constituer à lui seul un champ d'étude propre. Le marché des changes qui était quelque peu relégué au second plan jusqu'au début des années soixante-dix, fait l'objet aujourd'hui de multiples commentaires et analyses. Malgré cela, il demeure un phénomène économique multiforme et complexe dont la compréhension continue à poser bien de problèmes.

Avec la croissance de l'activité économique internationale et l'augmentation de la volatilité des taux de change ces dernières années, la gestion du risque de change a pris de plus en plus d'importance.

Les exportations ont fortement augmenté. Il en est de même pour les activités internationales des entreprises, que nous pouvons jauger à travers les investissements directs à l'étranger. Cette croissance de l'activité internationale s'est accompagnée d'une activité accrue des transactions sur les marchés des changes.

En raison de la forte fluctuation des taux de change associée à l'internationalisation des activités, cela introduit un risque important pour les particuliers, les organisations et les entreprises, risque à prendre sérieusement en considération.

Pour clarifier davantage tous ces aspects, nous avons structuré ce chapitre en deux sections :

Section 1 : généralités.

Section 2 : les opérations de change.

Section 1 : Généralités

Face à la variabilité des cours de change depuis l'avènement des changes flottants en 1973, la couverture du risque de change représente aujourd'hui une problématique essentielle de la finance internationale.

Différentes techniques cohabitent pour couvrir une position de change ouverte. Depuis que les marchés financiers ont été déréglementés, décloisonnés et désintermédiés, ces techniques ont sensiblement évolué.

Après avoir présenté les principaux termes utilisés dans le domaine du change, nous analyserons les techniques de couverture du risque de change.

1-1) Les principaux termes utilisés dans le marché des changes :

Nous allons, dans un premier temps, clarifier certains aspects du marché des changes.

1-1-1) Le marché des changes :

Comme son nom l'indique, le marché des changes est le lieu de confrontation des offres et des demandes (achats/ventes) de devises.

Comme sur tout marché, la rencontre de l'offre et de la demande des différentes monnaies permet de fixer le prix d'une des devises par rapport à l'autre, c'est-à-dire son cours de change.

Ce marché comprend le change au comptant et le change à terme et implique donc un accès aux opérations de « trésorerie » (prêt / emprunt) en devise ou en monnaie nationale.

Cette définition peut encore sembler limitative. En effet, depuis plusieurs années se sont développés pour répondre aux besoins des opérateurs de se prémunir contre l'incertitude liée aux évolutions monétaires et financières d'autres types de marché: swap de change, swap de taux, options, futures, etc.

En effet, avec le décloisonnement des marchés et la déréglementation, la circulation des capitaux s'est trouvée facilitée et les marchés se sont ouverts à la concurrence.

En plus, les marchés dérivés constituent sans doute eux-mêmes un facteur aggravant l'instabilité dans la mesure où les effets de levier importants encouragent les activités de spéculation.

1-1-2) Les modalités de change :

En dehors des billets de banque et des chèques de voyage, les supports utilisés sur les marchés de change sont les lettres de change et les virements interbancaires.

1-1-2-1) Le change manuel :

Il y a opération de change manuel lorsque, au moins un des instruments monétaires concernés est manipulé physiquement lors de l'opération. Dans la pratique, il s'agit des billets de banque et des chèques de voyage. Le marché des billets et des chèques de voyages représente actuellement une très faible part des transactions en devises. La pérennité de ce marché n'est due qu'à la demande des touristes et des hommes d'affaires. Pour y faire face, les banques doivent détenir en permanence une encaisse de billets étrangers.

Le coût d'opportunité de la détention de billets étrangers par les banques a pour contrepartie une fourchette de cours plus large dans le cas du change manuel que dans celui du change scriptural.

1-1-2-2) Le change scriptural :

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, aussi bien sur le marché des changes que sur celui des euro-devises, ne sont plus transmis par télex mais par le système SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) créé le 19 octobre 1977. Ce système n'est pas un système de paiement, mais un mode de transmission des paiements comme le télex.

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 se décomposent en compte nostro (nostri en pluriel) et compte loro (lori).

Le compte nostro est un compte ouvert par un établissement de crédit chez un banquier étranger qui est son correspondant et enregistrant ses avoirs en devises permettant ainsi à ce correspondant d'exécuter sur son ordre, les opérations de change qu'il souhaite effectuer. Le compte loro est un compte tenu par un établissement de crédit pour un banquier étranger dont

il est le correspondant et enregistrant ses avoirs en devises, permettant ainsi d'exécuter sur l'ordre de ce banquier étranger les opérations de change qu'il souhaite effectuer. ¹

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

Lorsque la transaction fait appel à plus d'un système de compensation, par exemple dans une transaction du type euro-dollar ou livre sterling-dollar, la compensation n'est plus simultanée étant donné que les systèmes européens et américains ne fonctionnent pas au même moment. Aussi, parallèlement aux systèmes de compensation officiels, se sont établis des systèmes de précompensation. Par exemple, un groupe de banques anglaises a mis en place un système appelé FXNET (Foreign Exchange Netting) qui compense les opérations entre les banques intervenant à Londres et envoie le solde des opérations non compensées aux systèmes officiels (CHIPS, CHAPS). ²

1-1-3) Les cotations de change :

1-1-3-1) Les cotations au certain et à l'incertain :

En règle générale, les cotations sont dites « à l'incertain », c'est-à-dire établies en unités de monnaie locale nécessaire pour acheter une unité de monnaie étrangère.

Par exemple, en Suisse, le dollar est coté de la façon suivante : USD / CHF 1,1006 ; c'est-à-dire le nombre de francs suisses par dollar. La cotation est dite à l'incertain en Suisse.

En France, par exemple, le dollar est coté de la façon suivante : EUR / USD 1,4542 ; c'est-à-dire le nombre de dollars par euro. La cotation est dite au certain en France, plus précisément

¹ B. AMMOUR, pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, Ed. Dahlab, 1997, P.123.

² P. FONTAINE, gestion financière internationale, Ed. Dalloz, 1997, P.25.

dans la zone euro ; les cotations sont établies en unités de monnaie étrangère nécessaires pour acheter une unité de monnaie nationale.

Etant donné le rôle « leader » de la livre anglaise jusqu'au XX^e siècle, Londres cote aussi au certain, c'est à dire en unités de monnaie étrangère nécessaires pour acheter une livre.

De même, le Canada, l'Australie et les autres pays anciennement liés à la Grande-Bretagne cotent aussi au certain. Les Etats-Unis cotaient au certain jusqu'en 1978 ; depuis, les cotations sont au certain dans le cas de transactions entre banques et clients non bancaires et à l'incertain dans le cas de transactions interbancaires.

1-1-3-2) Cours acheteur et vendeur :

La cotation d'une devise ne se constitue pas d'un seul cours annoncé mais de deux cours annoncés sur le marché interbancaire. Ainsi, une entreprise voulant acheter un montant spécifié d'une devise appellera son cambiste qui ne lui donnera pas un prix, mais deux :

- le cours acheteur (bid), c'est-à-dire le prix auquel le cambiste accepte d'acheter une monnaie ;
- le cours vendeur (ask ou offer), c'est-à-dire le prix auquel le cambiste accepte de vendre une monnaie.

Le cours acheteur est évidemment inférieur au cours vendeur. L'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur se calcule souvent en pourcentage de la manière suivante:

Ecart (spread) en pourcentage = $[(\text{cours vendeur} - \text{cours acheteur}) / \text{cours vendeur}] \times 100$.

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 (ou pip). Un point de base est égal à 0,01%, soit 0,0001.

Lorsque l'on veut passer d'une cotation donnée en nombre de dollars par euro, à une cotation donnée en nombre d'euros par dollar, il faut pour calculer le cours acheteur inverser le cours vendeur précédent et, pour calculer le cours vendeur, inverser le cours acheteur précédent.

1-1-3-3) Cours croisés sur cours acheteur et vendeur :

Sur le marché international, la plupart des monnaies sont cotées contre le dollar US ou l'euro. Pour échanger des monnaies autres que le dollar ou l'euro, il faut calculer les cours croisés sur les cours acheteur et vendeur.

Exemple :

La banque A affiche les cotations suivantes :

EUR / GBP 0,7465 – 0,7466 ;

EUR / CHF 1,5944 – 1,5949

La cotation GBP / CHF est obtenue comme suit :

- le cours acheteur GBP / CHF est le prix auquel la banque veut acheter des GBP avec des CHF, c'est-à-dire le nombre de CHF qu'elle veut payer pour 1 GBP.

Cela équivaut pour la banque A à acheter des EUR avec des CHF, puis à vendre des EUR pour obtenir des GBP.

La banque A donne 1,5944 CHF et obtient 1EUR qu'elle revend et obtient 0,7466 GBP. La banque A a donc pour 1,5944 CHF 0,7466 GBP, ou encore pour $1,5944/0,7466$ CHF 1 GBP. Le cours acheteur GBP / CHF est 2,1355.

- le cours vendeur GBP / CHF est le nombre de CHF que la banque A veut pour vendre un GBP.

Cela revient pour la banque A à vendre des GBP contre des EUR et à vendre ces EUR contre des CHF au cours acheteur de EUR / GBP 0,7465, c'est-à-dire que, pour 0,7465 GBP, elle obtient 1EUR qu'elle vend ensuite contre des CHF au cours vendeur EUR / CHF 1,5949.

En conséquence, la banque obtient 1,5949 CHF avec 0,7465 GBP. Le cours vendeur GBP / CHF est égal à $1,5949/0,7465$ CHF. Le cours vendeur GBP / CHF est 2,1365.

On obtient donc la cotation suivante : GBP / CHF 2,1355 – 2,1365.

1-1-3-4) Les opportunités d'arbitrage :

Ce calcul de cours croisés permet de savoir si implicitement ou explicitement, les taux de change sont les mêmes partout (hors commissions), sinon des opportunités de profit sans risque seraient possibles. C'est le principe de l'absence d'opportunités d'arbitrage qui est, en général, respecté car suffisamment de professionnels dans le monde suivent les cotations en continu.

Exemple :

La banque A localisée dans la zone euro affiche les cotations suivantes :

EUR/ GBP 0,7465 – 0,7466

EUR / CHF 1, 5944 – 1,5949

La banque B localisée à Zurich affiche la cotation suivante :

GBP/ CHF 2,1320 – 2,1340

Comme nous l'avons vu précédemment, en calculant les cours croisés pour la banque A, nous obtenons :

GBP / CHF 2,1355 – 2,1365

Il y a une opportunité d'arbitrage. Vous pourrez acheter des livres anglaises à la banque B qui vous les vendra contre 2,1340 CHF et ensuite les revendre à la banque A qui vous les achètera 2,1355 CHF. Vous gagnerez 0,0015 CHF par livre négocié.

Il y a une opportunité d'arbitrage si vous n'avez pas d'autres frais ou si les frais ne sont supérieurs à vos gains.

1-1-4) L'arbitrage de change :

L'arbitrage est « une activité indispensable qui permet à un marché d'être efficient. La technique consiste à repérer les imperfections de toute nature du marché et d'en tirer profit sans aucune prise de risque. Ainsi, tout déséquilibre provoqué par une mauvaise propagation des informations ou par certaines réglementations, susceptibles de générer des opportunités de gains sans risque, est immédiatement exploité par les arbitragistes »¹.

L'existence de telles opérations implique que les écarts entre les prix des actifs ne peuvent être que de faible ampleur et de courte durée. En tirant parti des différences entre les places et entre les marchés, les arbitragistes tendent en effet à éliminer les divergences. L'exploitation des disparités de prix à des fins de profit induit nécessairement une convergence des prix des actifs jusqu'à l'absence de possibilité de gain supplémentaire, c'est-à-dire jusqu'à la disparition totale ou partielle des écarts. Les opérations d'arbitrage conduisent donc in fine à une situation d'absence d'opportunité d'arbitrage.

En matière de change, les actifs en question peuvent être des produits strictement identiques négociés sur des places différentes (arbitrage spatial entre produits identiques).

¹ M. DEBEAUVAIS, Y. SINNAH, la gestion globale du risque de change, Ed. Economica, 1992, P.89.

L'absence d'opportunité d'arbitrage qui en découle entraîne alors l'unicité du prix du produit quel que soit le lieu de cotation.

Il peut également s'agir de produits a priori différents mais offrant un même service ou procurant un même rendement. L'absence d'opportunité d'arbitrage induit dans ce cas une relation entre les prix des produits en question, permettant la valorisation de l'un connaissant le prix des autres.

1-1-4-1) Arbitrage spatial entre produits identiques et unicité du prix :

Des disparités, naturellement faibles, ont longtemps existé entre les prix de produits strictement identiques négociés sur des places différentes. Le fait que le prix de chaque produit soit le résultat des offres et des demandes exprimées localement permettait l'existence d'écarts, certes faibles et temporaires, mais dont l'exploitation engendrait des profits substantiels, les montants engagés étant généralement importants.

Le développement du courtage électronique, centralisant les offres et les demandes de devises, au comptant ou à terme, émanant d'établissements localisés partout dans le monde a induit la disparition des écarts, même momentanés, entre les cours spot et forward des devises sur les différentes places et donc l'absence totale d'opportunité d'arbitrage sur ce type de transaction. Il en va de même pour des produits dérivés négociés sur des marchés organisés, du fait de l'existence d'un organe centralisant les offres et les demandes.

Des possibilités d'arbitrage purement spatial subsistent en revanche sur les marchés de gré à gré de produits dérivés, tels que les options, les futures ou les swaps, sur lesquels le courtage électronique reste peu développé. Les différences sont naturellement faibles et de courte durée et la réalisation d'opérations d'arbitrage implique de prendre des décisions très rapides. Pour cela, les cambistes travaillent souvent à l'aide de logiciels (program trading) qui détectent automatiquement les écarts de prix.

Ce type d'arbitrage conduit à l'unicité du prix des produits correspondants.

1-1-4-2) Arbitrage entre service ou rendement et relation de prix :

L'arbitrage entre des produits ou des combinaisons de produits offrant un même service ou procurant un même rendement entraîne l'existence d'une relation entre le prix des produits correspondants.

a) Arbitrage triangulaire :

La première et la plus simple de ces relations est celle issue de l'arbitrage triangulaire. Le principe en est simple. Lorsque deux monnaies font l'objet d'une cotation directe l'une contre l'autre sur une même place, alors deux cours de change coexistent : un cours direct et, via le cours bilatéral de chacune d'elles contre le dollar, un cours croisé. Chacun de ces trois cours étant le résultat de la confrontation des offres et des demandes portant sur le couple de devises correspondant, il peut exister momentanément des divergences de cours direct et croisé, qui peuvent être exploitées pour réaliser un gain sans risque. Par exemple, le sterling fait l'objet d'une cotation directe par rapport à l'euro sur la place de Paris GBP / EUR.

Parallèlement, toujours à Paris, chacune de ces monnaies est cotée contre le dollar. Il est donc possible d'opérer un arbitrage entre le cours direct GBP / EUR et le cours résultant du produit des cours bilatéraux contre dollar, GBP / USD et USD / EUR. Si par exemple à un moment donné l'inégalité suivante prévaut : $GBP / EUR > GBP / USD \times USD / EUR$, alors il est intéressant de se porter simultanément vendeur d'euros contre livres au cours direct, vendeur de livres contre dollars et vendeur de dollars contre euros. In fine, l'absence d'opportunité d'arbitrage entraîne l'égalisation entre GBP / EUR d'une part et $GBP / USD \times USD / EUR$ d'autre part.

Plus généralement, soit trois devises x, y et z. Le principe d'absence d'opportunité d'arbitrage entre cours direct et cours croisé conduit à la relation suivante ¹ :

$$x / y = x / z \times z / y$$

b) Arbitrage entre cours au comptant et cours à terme et parité des taux d'intérêt couverte en change :

Nous considérons un opérateur qui recherche une meilleure rentabilité des placements en trésorerie, sans prise de position de change. Nous notons i , le taux d'intérêt sur la monnaie nationale et i^* , le taux d'intérêt sur la monnaie étrangère pour un placement d'une durée d'une année. S_t est le taux de change au comptant et $F_{t,t+1}$ le taux de change à terme (fixé en l'année t pour une transaction qui aura lieu en $t+1$).

¹ L. DOHNI, C. HAINAUT, les taux de change : déterminants, opportunités et risques, De Boeck, 2004, P.68.

L'opérateur, qui dispose aujourd'hui de M unités de monnaie nationale, a le choix entre deux opérations :

- placer aujourd'hui cette monnaie sur le marché national, au taux i . Ce placement rapporte, à l'issue de la période, un montant $M \times (1+i)$ en monnaie nationale.
- Echanger cette monnaie contre la devise étrangère, placer la somme obtenue (soit M / S_t unités de monnaie étrangère) sur le marché de taux étranger et couvrir sur le marché à terme le produit de ce placement en devise contre le risque de variation du cours S_t entre la date initiale t et l'échéance de l'investissement ($t+1$) en s'assurant le cours $F_{t,t+1}$. A l'issue d'une année, il recevra donc, en monnaie nationale : $F_{t,t+1} \times (1+i^*) \times M / S_t$.

Dès lors que tous les prix et taux d'intérêt sont connus à l'avance, les deux séries d'opérations sont dépourvues de risque. Les différents marchés n'étant pas cloisonnés, si l'une des deux options rapporte un rendement supérieur, alors il y a opportunité d'arbitrage. Ainsi, l'exploitation du gain en cas d'écart conduit à la situation d'absence d'opportunité d'arbitrage qui entraîne la relation suivante :

$$M \times (1+i) = (M / S_t) \times (1+i^*) \times F_{t,t+1}$$

$$\text{Soit: } (1+i) = (1+i^*) \times (F_{t,t+1} / S_t)$$

Par suite, l'absence d'opportunité d'arbitrage entre placements au taux i et au taux i^* entraîne la relation suivante, appelée parité des taux d'intérêt couverte en change.

$$F_{t,t+1} = S_t \times \frac{(1+i)}{(1+i^*)}$$

En conséquence, l'absence d'opportunité d'arbitrage permet la valorisation du cours à terme, connaissant le cours au comptant et les taux d'intérêt.

1-1-5) La spéculation sur le taux de change :

Les spéculateurs « sont les poumons des marchés sans lesquels il ne saurait y avoir une fluidité des cotations »¹.

¹ M. DEBEAUVAIS, Y. SINNAH, la gestion globale du risque de change, Op. Citée, P.88.

Ils peuvent accepter ainsi d'assurer le transfert des risques que les intervenants en position de couverture ne veulent plus assumer, à des conditions de prix qu'ils estiment suffisamment rentables. Sans leur présence, les transactions ne pourraient s'effectuer que de manière sporadique.

Une opération de spéculation « consiste à s'exposer volontairement au risque de change en prenant une position ouverte, dans l'espoir (qui peut se réaliser ou se démentir) de réaliser ultérieurement un gain en capital »¹.

Il existe une multitude de méthodes pour spéculer, avec une plus ou moins forte exposition au risque, nécessitant une mise de fonds initiale plus ou moins grande, suivant l'instrument utilisé. Dans tous les cas, la spéculation suppose la formation d'anticipations.

A titre illustratif, nous supposons qu'un agent anticipe une dépréciation de la monnaie nationale par rapport à une devise au cours du prochain mois. Soit S_t , le cours de change au comptant à la date t entre ces deux monnaies, à l'incertain pour la monnaie nationale (S_t est le nombre d'unités de monnaie nationale par unité de devise étrangère). Le déport anticipé est : $S_{t+1}^a - S_t > 0$.

1-1-5-1) Spéculation sur le change au comptant :

L'opération la plus simple consiste à vendre aujourd'hui de la monnaie nationale contre la devise étrangère et à déboucler la position dans un mois. Il faut pour cela se procurer de la monnaie nationale (soit l'emprunter au taux i , soit utiliser de la monnaie déjà possédée mais que l'on aurait pu placer par ailleurs au taux i). La devise étrangère obtenue en échange de cette monnaie nationale sera quant à elle placée au taux i^* . Dans ces conditions, le seul fait que le cours futur anticipé S_{t+1}^a soit plus fort que le cours au comptant S_t ne garantit en rien que l'opération soit intéressante. Il faut en outre que le taux de déport $(S_{t+1}^a - S_t) / S_t$ soit supérieur à l'écart de taux d'intérêt entre les deux marchés.

$$[(S_{t+1}^a - S_t) / S_t] > (i - i^*) / (1 + i) \approx i - i^*$$

¹ L. DOHNI, C. HAINAUT, les taux de change : déterminants, opportunités et risques, Op. Citée, P.71.

1-1-5-2) Spéculation sur le change à terme:

La méthode exposée plus haut nécessite une mise de fonds initiale. Le gain final sera alors d'autant plus important que cette mise de fonds sera élevée. En prenant une position de change à terme, l'agent engage des sommes moins importantes. Soit $F_{t,t+1}$, le cours à terme d'échéance un mois de la monnaie nationale par rapport à la devise étrangère. Nous supposons que le marché anticipe également une dépréciation de la monnaie nationale, qui cote donc en déport $F_{t,t+1} - S_t > 0$, mais que la dépréciation anticipée par l'agent est encore plus forte, soit $S_{t+1}^a > F_{t,t+1}$.

L'opération spéculative que peut mettre en place l'agent est la suivante :

- aujourd'hui, vendre à terme (livraison dans un mois) un montant X de monnaie nationale au cours $F_{t,t+1}$ contre de la devise étrangère.
- Dans un mois, le montant livré (issu de l'opération à terme), $X / F_{t,t+1}$, est utilisé pour acheter de la monnaie nationale.

Le gain effectivement réalisé (ou la perte) sera égal à $(1 / F_{t,t+1} - 1 / S_{t+1}^a) X$ euros.

Soulignons que les opérations spéculatives sont, par nature, risquées puisque, si le cours au comptant S_{t+1} observé à l'échéance est inférieur au cours à terme $F_{t,t+1}$, alors le spéculateur supportera une perte.

1-1-5-3) Spéculation à l'aide de produits dérivés :

Le principe reste le même. Dès lors que l'on anticipe une dépréciation de la monnaie nationale par rapport à une devise étrangère, toute opération de spéculation consiste à prendre une position longue sur la devise en question. Les produits dérivés négociés sur des marchés organisés sont plus appropriés à la spéculation car ils sont plus facilement négociables en cas de retournement des anticipations. Il est en effet plus facile de revendre une option (ou un contrat future) portant sur un montant standardisé qu'un produit acquis sur le marché de gré à gré dont le montant est spécifique à chaque transaction.

1-1-6) La position de change :

Dès lors que les taux de change fluctuent, la contre-valeur en monnaie nationale des flux en devises qu'un agent devra recevoir ou verser dans le futur est incertaine.

Si nous définissons la position de change d'un agent dans une devise donnée « comme le solde de ses avoirs et de ses engagements en cette devise, alors l'agent ne subit véritablement un risque de perte en capital que si ce solde n'est pas nul. La position de change est alors dite ouverte et l'agent est exposé au risque de change »¹.

Position de change de transaction = créances en devises – dettes en devises.²

Deux cas de figure peuvent se présenter : si les avoirs en devises excèdent les engagements, la position est « longue » ou « créditrice ». Le risque supporté par l'agent est celui d'une dépréciation de la devise car celle-ci implique une diminution de la contre-valeur en monnaie nationale de ses avoirs nets. Dans le cas de figure inverse, la position de change est « courte » ou « débitrice » et le risque subi est celui d'une appréciation de la devise qui alourdit le montant des engagements nets.

Si les engagements en devises égalent les avoirs, la position est dite « fermée » ou « soldée » et l'agent ne subit aucun risque de change. La position de change est calculée pour chaque devise séparément, mais également pour chaque échéance.

Il existe plusieurs notions de positions de change : au comptant, à terme et globale. La position de change à terme dans une devise est le nombre de devises que l'on doit recevoir ou payer à terme considéré.

La position de change au comptant dans une devise est le nombre de devises que l'on doit payer ou recevoir au comptant, en $t=0$.

La position de change globale est le nombre de devises que l'on détient ou que l'on doit, toutes échéances confondues.

¹ L. DOHNI, C. HAINAUT, les taux de change : déterminants, opportunités et risques, Op. Citée, P. 66.

² J. PEYRARD, risque de change et gestion de l'entreprise, Vuibert, 1986, P72.

On peut distinguer ainsi trois types de risque ou de position de change :

- une position de change dite de transaction dans le cas des opérations commerciales notamment ;
- une position de change patrimoniale résultant des investissements à l'étranger ;
- enfin, un troisième type de risque, plus difficile à formaliser est celui de la compétitivité si l'entreprise est soumise à une forte concurrence internationale.

La couverture du risque de change de transaction se réalise généralement par terme et par monnaie, ce qui implique que les positions vraiment utiles sont les positions de change à terme. Le seul intérêt de la position de change globale est de donner une idée du montant global sur lequel porte le risque de change de l'entreprise.

1-2) La couverture du risque de change

Le risque de change peut être défini comme « un aléa dont la survenance est susceptible d'être probabilisée et se trouve à même d'être représenté par un montant qui peut être tantôt positif, tantôt négatif ». ¹

Bien entendu, ce risque, plus élevé avec des cours de change flottants, doit être aujourd'hui géré au plus juste.

Les couvertures du risque de change permettent de garantir le cours auquel sont effectuées les conversions des flux futurs en devises. Ce cours est le cours au comptant futur anticipé par le marché utilisé. Dans le cas d'une couverture, le gain ou la perte de change constaté ex post est connu à l'avance ; il est égal à la différence entre le cours au comptant et le cours futur garanti.

Pour une entreprise, il existe deux catégories de couverture du risque de change (de transaction) :

- les couvertures internes, consistant soit à prévenir ou à limiter l'exposition au risque de change, soit à profiter de systèmes de centralisation ou autres pour gérer d'une manière plus globale le risque de change ;
- les couvertures externes, consistant à constater une exposition au risque de change et à la couvrir grâce à des futures, les options, les swaps de change et de devise, la

¹ H. BOURGUINAT, finance internationale, presses universitaires de France (PUF), 4^e édition 1999, P.273.

couverture sur le marché monétaire, les garanties offertes par des organismes d'Etat ou autres.

1-2-1) Les méthodes de couverture interne du risque de change :

On parle de gestion interne du risque de change « dans la mesure où cette technique s'intègre dans la gestion financière interne à l'entreprise et n'implique pas de relation avec un tiers »¹.

Cette stratégie consiste à réduire l'exposition au risque de change.

1-2-1-1) Le choix d'une devise et du prix en devises :

Si l'entreprise peut choisir la devise de facturation de ses ventes ou des rentrées d'argent futures, elle prendra une devise forte, c'est-à-dire une devise qui a tendance à s'apprécier par rapport à sa monnaie de référence. Inversement, lors de l'établissement de prix d'achat ou de sorties d'argent futures, elle doit choisir une devise faible, c'est-à-dire une devise qui doit normalement se déprécier par rapport à sa monnaie de référence.

Dans un cas extrême, elle peut tenter de tout facturer dans sa monnaie de référence ; le risque de change est alors reporté sur le partenaire commercial. En règle générale, le client préfère payer dans sa monnaie. Cela fait partie de la négociation du contrat.

Lors de l'établissement d'un contrat ou lorsqu'on répond à un appel d'offres, il faut définir le prix du contrat dans une devise. Non seulement le choix de la devise se pose, mais aussi le montant à payer. La règle générale est tout d'abord de calculer la valeur du contrat dans la monnaie de référence pour que le projet soit rentable, puis de convertir cette valeur dans la devise de facturation au cours de change à terme négociable pour la date de paiement prévue.

Dans ce cas, si l'entreprise se couvre par exemple sur le marché des changes à terme, elle est sûre de retrouver à l'échéance le montant dans sa monnaie de référence qui permet d'obtenir la rentabilité initialement calculée pour le projet.

¹ L. DOHNI, C. HAINAUT, les taux de change : déterminants, opportunités et risques, Op. Citée, P. 202.

L'entreprise peut être obligée de prévoir les cours de change au comptant futurs ; éventuellement, si ces prévisions divergent des cours de change à terme, elle peut, pour établir les contrats, utiliser ses prévisions, mais elle supporte un risque de change qui peut remettre en question ex post la rentabilité de l'opération.

1-2-1-2) L'indexation monétaire :

Pour établir un contrat, une autre possibilité est d'inclure dans le contrat de vente ou d'achat une clause d'indexation permettant au prix de vente d'évoluer, par exemple, en fonction du différentiel d'inflation ou d'intérêt.

L'entreprise ne supportera plus le risque de change si les variations des taux de change suivent l'évolution des taux d'intérêt (parité des taux d'intérêt) ou des taux d'inflation (parité des pouvoirs d'achat). Ces relations ne sont pas vérifiées dans les faits, ce qui implique qu'une partie du risque de change subsiste, mais il est malgré tout fortement atténué.

1-2-1-3) Le système de compensation multilatérale (netting) :

Le but est de supprimer les transferts intersociétés par l'utilisation des techniques de compensation.

Cela implique la création d'un centre de netting qui organise le cycle de compensation (méthodes, procédures, calendriers, circuits bancaires, etc.), centralise l'information (systèmes d'information, circulation de l'information) et calcule la compensation. Ce système s'applique à des flux exprimés dans la même devise.

La compensation la plus simple est la compensation bilatérale. Si l'entreprise allemande A, filiale d'un groupe multinational, vend des biens à la filiale française F pour 3 millions de dollars et que l'entreprise F vend elle-même pour 2 millions de dollars à l'entreprise A, la compensation bilatérale implique que seul le solde d'1 million de dollars est réglé par l'entreprise allemande A à l'entreprise française F.

La compensation au sein d'un groupe est la compensation multilatérale. Par exemple, si l'on considère plusieurs filiales avec plusieurs transactions, il peut y avoir des compensations bilatérales entre chaque filiale. Il peut aussi y avoir la création d'un centre de compensation, mis en place à l'échelon du groupe, qui centralise l'ensemble des créances et des dettes réciproques des sociétés du groupe dans les différentes devises. Ce centre de compensation

reçoit de l'argent des filiales dont le solde global est débiteur, et redistribue des liquidités aux filiales dont le solde global est créditeur.

Le système de netting peut « se réduire à un simple calcul de compensation ou être un système plus élaboré où le centre collationne toutes les factures intragroupes émises pour calculer, à chaque échéance de compensation, le solde des mouvements »¹.

L'avantage de ce second système est qu'il permet de supprimer de nombreux mouvements au sein du système bancaire et donc d'économiser de nombreux frais de transaction (commissions bancaires classiques et commissions de change).

Il permet aussi d'instaurer un respect du crédit client-fournisseur entre les filiales d'un même groupe car, en règle générale, les filiales payent d'abord les factures hors groupe avant de régler celles intragroupe. Un esprit de groupe peut se développer par ce biais.

1-2-1-4) Les centres de refacturation :

Si seuls des paiements internes au groupe sont concernés dans le système de compensation simple ; dans un système doté d'un centre de refacturation, tous les paiements sont pris en compte. Les différentes sociétés du groupe n'établissent plus les factures dans leur monnaie et qui ensuite se fait payer par les clients des sociétés du groupe. Par exemple, les factures en livre sterling de la filiale française d'un groupe sont établies au nom du centre de refacturation, qui règle la filiale en euros et encaisse les livres sterling auprès des clients de la filiale. Le risque de change est reporté sur le centre de refacturation qui établit régulièrement un cours de change interne au groupe.

1-2-1-5) La mise en commun :

C'est la centralisation la plus large des opérations en devises des différentes entités du groupe. Tous les flux de trésorerie en devises, qu'ils soient entre sociétés du groupe ou entre sociétés du groupe et sociétés externes au groupe, sont centralisés. Les excédents en devises de certaines filiales sont utilisés pour financer les besoins en devises d'autres filiales. La gestion de trésorerie est totalement centralisée.

¹ P. FONTAINE, marchés des changes, Pearson Education, 2008, P.134.

En outre, lorsqu'on les considère au niveau global, les problèmes liés aux erreurs de prévision des flux de trésorerie et aux retards de paiement de certaines factures ont tendance à se compenser, ce qui permet de connaître avec plus d'exactitude les besoins de chaque période, et donc de ne pas être obligé de geler trop de liquidités pour faire face à ces imprévus.

1-2-1-6) Le termaillage :

Le principe du termaillage « consiste à accélérer les recettes de trésorerie (règlements des créances dues par les clients) libellées en devises faibles et les décaissements en devises fortes, et à retarder les décaissements en devises faibles et les recettes en devises fortes »¹.

Le cas habituel est de profiter d'une hausse ou d'une baisse d'une devise. Si, par exemple, une baisse du dollar est attendue dans la semaine, le groupe va tenter de payer des factures en dollars après la dépréciation. En revanche, si une hausse du dollar est attendue, le groupe va accélérer les paiements dans cette devise.

1-2-1-7) La diversification monétaire :

Le fait de centraliser la gestion de trésorerie en devises permet non seulement de couvrir les soldes de trésorerie dans chaque devise au lieu de couvrir individuellement chaque recette et dépense en devise, mais aussi de diminuer globalement le risque de change en se fondant sur la diversification monétaire.

Par exemple, une multinationale américaine a deux filiales, une française F et une japonaise J. Dans un mois, F doit régler une créance de 5 millions d'euros et toucher 500 millions de yens ; l'entreprise J doit recevoir 7 millions d'euros et payer 700 millions de yens. La monnaie de référence de la multinationale est le dollar. Le fait de centraliser permet de constater que, globalement, le groupe prévoit une recette de 2 millions d'euros et une sortie de 200 millions de yens dans un mois. La gestion classique du risque de change devrait amener le groupe à se protéger contre une baisse de l'euro et une hausse du yen.

Selon le principe de la diversification monétaire, les fluctuations d'une monnaie peuvent compenser en partie les fluctuations d'une autre monnaie. Par exemple, si aujourd'hui le dollar est coté 1USD / 1 EUR et le yen 1USD / 100 JPY, la recette en euros est équivalente à 2 millions de dollars et le paiement en yens est équivalent à 2 millions de dollars. L'exposition en dollars est nulle. Si l'euro et le yen évoluent de la même manière par rapport

¹ P. FONTAINE, marchés des changes, Op. Citée, P.136.

au dollar et que leurs cotations sont égales à 1 USD / 0,8 EUR et 1 USD / 125 JPY, la recette est égale à 1 600 000 dollars et le paiement est égal à 1 600 000 dollars. Les gains de change compensent les pertes de change. La position globale est toujours la même, que ce soit aujourd'hui ou dans un mois après la modification des cours des monnaies.

En règle générale, avec plusieurs devises, les pertes et les gains de change dans différentes devises vont se compenser au moins en partie. Le but, dans ce cas de figure, est de prévoir les gains et les pertes de change qui seront éliminés grâce à la diversification et de couvrir le solde. En tout état de cause, l'effet diversification des monnaies est à considérer uniquement si la gestion de trésorerie en devises est centralisée.

1-2-2) Les méthodes de couverture externe du risque de change :

La gestion externe consiste « à constater une exposition et à la couvrir grâce à des instruments permettant de fermer la position de change. A l'inverse de la gestion interne, elle suppose l'intervention d'un tiers (banque, marché financier) qui accepte de prendre à sa charge le risque. Celui-ci est donc transféré d'une entité à une autre »¹.

Une première étape consiste à définir la monnaie de référence de l'entité considérée. Pour une entreprise, il s'agit de la monnaie dans laquelle est exprimée sa valeur. Ce sera par exemple la valeur de cotation, si elle est cotée sur un seul marché.

Si tel n'est pas le cas, on considère comme monnaie de référence celle des actionnaires contrôlant l'entreprise.

Une seconde étape est la détermination de la position de change. Celle-ci doit être réalisée par échéance et par devise.

Après cela, la couverture consiste simplement à fermer les positions de change, en garantissant, dès la date initiale, la contrepartie, dans la monnaie de référence, des flux en devises futurs ou en fixant un seuil de perte maximale (dans le cas des options).

Le choix de la couverture (élimination totale de l'incertitude) peut, ex post, se révéler moins intéressant que l'absence de couverture, dans la mesure où le cours de change observé peut être in fine plus favorable que celui fixé par l'opération de couverture. La couverture

¹ L. DOHNI, C. HAINAUT, les taux de change : déterminants, opportunités et risques, Op. Citée, P.203.

permet simplement de réduire ou d'éliminer l'incertitude, non d'optimiser les gains. Il y a donc une décision à prendre entre se couvrir et ne pas se couvrir, c'est-à-dire entre se protéger contre les variations non anticipées de change et en tirer partie. Ce dernier choix relève de la spéculation.

Nous allons présenter successivement les différentes méthodes de couverture externe du risque de change.

Afin d'exposer le principe de certains instruments, on considère le cas d'un exportateur qui sait en t_0 qu'il devra recevoir en $t_1 > t_0$ un montant X de devises en règlement d'une livraison. Il a donc une position longue en devises, pour un montant X . Le taux de change au comptant (à l'incertain pour la monnaie de référence) est S_0 . La variable S_{t_1} désigne le cours au comptant qui prévaudra en t_1 et qui en t_0 est inconnu.

1-2-2-1) L'avance en devises :

Le prêt en devises permet à l'importateur qui a une position courte en devises, d'acheter des devises au comptant ou grâce à un emprunt et de les placer jusqu'au jour de l'échéance. Le fait d'acheter les devises le jour de sa commande annule son risque de change. Si la trésorerie de l'entreprise est insuffisante, l'importateur peut emprunter des euros sur le marché et les vendre au comptant contre devises.

L'exportateur peut emprunter les devises correspondant au montant d'une créance à recevoir sur le marché des devises et les vendre aussitôt sur le marché au comptant pour obtenir de la monnaie nationale. Il remboursera ensuite l'emprunt avec les devises reçues de son client. L'entreprise annule ainsi le risque de change, et reconstitue sa trésorerie en monnaie nationale. L'avance en devises sera d'autant plus intéressante que le taux d'intérêt de la devise concernée est proche du taux de crédit en monnaie nationale.¹

1-2-2-2) La couverture sur le marché monétaire et / ou sur le marché des eurodevises :

Cette couverture consiste à réaliser une opération de prêt ou d'emprunt dans sa monnaie, et une opération de prêt ou d'emprunt dans la devise concernée.

¹ S. OULOUNIS, gestion financière internationale, office des publications universitaires, 2005, P.57.

1-2-2-3) Les produits de type assurance :

Des compagnies proposent des contrats d'assurance contre les pertes de change ; par exemple, la COFACE (Compagnie française d'assurance du commerce extérieur). Ces contrats d'assurance, gérés par la COFACE pour le compte de l'Etat français, ont pour principe de garantir un cours de change sur les opérations d'import ou d'export contre paiement d'une prime fixée en pourcentage du montant de l'opération couverte. Cette offre d'assurances se compose de deux produits : l'assurance change négociation et l'assurance change contrat.

a) L'assurance change négociation :

Ce contrat a pour objet de couvrir le risque de change subi par un exportateur sur un contrat en devises entre la date de réponse à un appel d'offres international et celle du dernier paiement du contrat sur lequel débouche cette offre. Il est réservé aux sociétés en situation de concurrence avérée. Le cours de change peut être figé à tout moment de la période de négociation, alors que la négociation et l'entrée en vigueur du contrat sont encore aléatoires; il correspond de fait au taux de change au comptant constaté au début de la garantie. Le taux d'indemnisation sur les pertes de change est de 100%. L'intéressement aux gains est possible à hauteur de 50% ou 70%.

Les devises sur lesquelles peut porter le contrat sont le dollar des Etats-Unis, le dollar canadien, le yen, la livre sterling, le franc suisse, la couronne danoise, la couronne suédoise, la couronne norvégienne. En outre, au cas par cas, l'assurance peut couvrir des contrats libellés en dollars australiens, en dollars de Singapour, en dollars de Hong-Kong, en Zloty polonais et en forins hongrais, voire en d'autres monnaies. La durée du contrat est déterminée par l'entreprise cliente et peut aller jusqu'à 30 mois. Le coût de cette assurance se compose d'une prime inconditionnelle proportionnelle au montant couvert payable à la date de démarrage du contrat d'assurance et d'une prime payable uniquement si l'entreprise remporte l'appel d'offres. Le taux de prime varie selon les devises, selon le montant couvert et selon la durée, mais, au total, il reste toujours inférieur à 1% par an.¹

^{1,2} P. FONTAINE, marchés des changes, Op. Citée, P.150.

b) L'assurance change contrat :

Cette assurance est réservée aux contrats ponctuels d'un montant maximum de 15 millions d'euros pour des contrats libellés en dollars US ou livres sterling. Elle est réservée aux sociétés ne pouvant pas bénéficier de l'assurance change négociation car il n'y a pas de concurrence identifiée. Cela suppose aussi que ces sociétés n'ont pas accès au marché à terme, car il y a un aléa sur l'entrée en vigueur ou parce que la taille du contrat ou les délais de paiement ne correspondent pas aux exigences du marché.

Elle permet de figer un cours de change avant la signature du contrat commercial ou, au plus tard, dans les quinze jours de sa conclusion. La perte de change est couverte à 100% sans pouvoir profiter d'une évolution favorable des taux de change.¹

1-2-2-4) La couverture à terme : l'utilisation des contrats forwards et des contrats futures**a) La couverture de change à terme par des contrats forward :**

Pour couvrir une position de change à terme longue, il faut vendre à terme les devises attendues. Inversement, pour protéger une position de change à terme courte, il faut acheter à terme les devises dues.

Le gain ou la perte de change anticipé, pour une unité de devise négociée, est donné par l'écart entre le cours au comptant initial (S_0) et le cours à terme (${}_0F_1$).

Pour mesurer le gain ou la perte ex post, la logique serait de raisonner en termes d'opportunités et donc de comparer le cas où il y a une couverture avec le cas où il n'y a pas de couverture.

En l'absence de couverture, l'exportateur devrait en t_1 convertir le montant X de devises au cours S_{t_1} , c'est-à-dire vendre X devises sur le marché au comptant contre un montant incertain $X.S_{t_1}$ en monnaie de référence.

La couverture à terme consiste à fixer dès t_0 le cours auquel la somme X pourra être convertie en t_1 . Pour cela, il suffit qu'en t_0 l'exportateur passe auprès d'une banque un ordre de vente à terme de X devises à un cours (cours à terme noté ${}_0F_{t_1}$) convenu en t_0 pour l'échéance t_1 .

L'opération à terme élimine effectivement le risque de change puisque dès t_0 , l'exportateur connaît avec certitude le montant en monnaie de référence qu'il percevra en t_1 , soit $X_{t_0}F_{t_1}$.

Le fait que $_{t_0}F_{t_1}$ soit supérieur ou inférieur à S_{t_0} ne préjuge en rien du caractère bénéfique de l'opération de couverture. Si la devise cote en déport ($_{t_0}F_{t_1} < S_{t_0}$), cela signifie certes que la contre-valeur en monnaie nationale des devises aurait été supérieure, s'il avait reçu et converti les devises en t_0 , à ce qu'elle est finalement en t_1 au cours fixé par l'opération de couverture. Toutefois, le coût effectif de la couverture ne peut être déterminé qu'ex post, en comparant le taux fixé par la couverture à celui qui aurait prévalu en l'absence de couverture, c'est-à-dire le cours spot en t_1 .

En optant pour une couverture à terme classique, par forward, l'exportateur s'interdit de profiter d'une évolution de la devise qui lui serait favorable : ici une appréciation du dollar. Dans le cas d'une dépréciation, on estime que l'exportateur est gagnant grâce à la couverture : car il ne perd pas d'argent en ayant laissé ouverte sa position de change. Par contre, si le dollar s'apprécie, on estime qu'il est perdant : dans le sens où il ne gagne l'argent que lui aurait rapporté l'appréciation du dollar. Notons que dans les deux cas, le fait de perdre ou gagner ne correspond pas à des flux monétaires effectifs, mais potentiels :

→ gagner = ne pas perdre

→ perdre = ne pas gagner

b) La couverture de change à terme par des contrats futures :

Bien que les contrats à terme sur devises soient largement répandus, il est plus courant d'utiliser une opération forward ou un swap cambiste pour gérer le risque de change. Voyons néanmoins les principes de la gestion d'une position en devises par un tel instrument. Pour cela, prenons l'exemple d'une entreprise américaine au 1^{er} septembre 2005 qui s'attend à encaisser deux mois plus tard, soit le 1^{er} novembre une créance libellée d'une valeur d'un million d'euros. Deux possibilités sont alors possibles : (1) il existe un contrat à terme de devises dont l'échéance correspond précisément au moment où cette entreprise recevra les 1 000 000 EUR. Le montant standard d'un future USD / EUR est de 125 000 EUR : l'entreprise vendra en conséquence 8 contrats. Dans un tel cas de figure (l'échéance et le montant du contrat coïncident parfaitement avec les besoins de l'agent économique), vendre (acheter) un contrat à terme sur devises est équivalent à vendre (acheter) des devises à terme.¹

¹ M. DUPUY, J.M. CARDEBAT, Y. JEGOUREL, *finance internationale*, Dunod, 2006, P.76.

Il est rare cependant qu'une telle situation se produise. Lorsque les échéances du contrat et les contingences de l'entreprise ne correspondent pas exactement, une règle de base s'impose : l'entreprise cherchera à se couvrir sur le marché des futures de devises en compensant les pertes éventuelles sur le marché au comptant par des gains réalisés sur le marché des futures (ou inversement : en compensant les pertes sur les futures par des gains sur le comptant). Il s'agit donc de prendre des positions opposées, sur le marché spot et sur celui des contrats à terme.

Supposons qu'au premier septembre 2005 il faille (au taux de change spot en vigueur) 1,2710 dollars pour un euro. A ce même moment, l'entreprise américaine qui craint une baisse de l'euro réduisant la valeur, en dollars, de ses recettes d'exportation vend huit contrats pour l'échéance la plus proche (et supérieure) de la date de réception des euros. Ce contrat, échéance décembre, vaut 1,2780 USD. A la réception des euros (au 1^{er} décembre) deux cas de figures sont envisageables.

- l'euro s'est déprécié : le contrat de futures vaut 1,2740 et le spot 1,2680. l'entreprise rachète les contrats de futures et vend les devises au comptant de sorte qu'elle réalise une perte sur le comptant compensé par un gain sur les contrats futures :
 - gain sur les futures : $1\ 000\ 000 \times (1,2780 - 1,2740) = 4\ 000\ \text{USD}$
 - perte sur le comptant : $1\ 000\ 000 \times (1,2710 - 1,2680) = 3\ 000\ \text{USD}$
- l'euro s'est apprécié : le contrat de futures vaut 1,2830 et le spot 1,2780. l'entreprise, comme dans le cas précédent rachète les contrats de futures et vend les devises au comptant. Elle réalise cette fois une perte sur le contrat future compensée par un gain sur le comptant :
 - perte sur les futures : $1\ 000\ 000 \times (1,2830 - 1,2780) = 5\ 000\ \text{EUR}$
 - gain sur le comptant : $1\ 000\ 000 \times (1,2780 - 1,2710) = 7\ 000\ \text{EUR}$

En compensant sa position sur le comptant par celle acquise sur le marché des contrats à terme, il apparaît que l'entreprise s'assure d'un prix de revente des euros à l'échéance en moyenne plus intéressant que celui qu'elle aurait pu avoir si elle ne s'était pas protégée contre le risque de change et ce, quelle que soit la valeur de l'euro à l'échéance.

1-2-2-5) La couverture par les swaps :**a) L'utilisation des swaps cambistes :**

Il s'agit d'une opération de change simultanée au comptant et à terme portant sur la même devise avec la même contrepartie. La banque peut s'adresser à une autre banque par exemple pour acheter du dollar au comptant et simultanément en vendre à terme. Seule la différence de cours est réglée, suivant que le dollar cote un report ou un déport, ce qui évite toutes les opérations précédentes.

b) Les swaps de devises :

Puisqu'il concerne des emprunts, le swap de devises s'analyse plutôt dans une logique de long terme. De même, il est essentiellement utilisé pour couvrir des opérations d'investissement à l'étranger, plutôt que d'échanges commerciaux.

Imaginons une société américaine qui souhaite investir en Europe et une société européenne souhaitant investir aux Etats-Unis. Pour des questions d'informations on peut penser que chaque société jouit d'un meilleur accès sur son marché des capitaux national plutôt qu'à l'étranger. Chacune va donc s'endetter sur son propre marché et échanger la dette avec l'autre. Elles obtiendront ainsi un meilleur taux d'intérêt concernant une dette en devise. En outre, la société américaine recevra les euros nécessaires à son développement en Europe, tandis que la société européenne aura les dollars souhaités pour investir aux Etats-Unis. La société américaine pourra rembourser sa dette en dollar et l'européenne en euro.

Cette opération de swap implique donc de définir :

- le capital à échanger
- le taux de change ou les modalités de conversion appliquées
- le taux d'intérêt appliqué (avec le partage des gains de taux d'intérêt)
- les dates de règlements des intérêts et ré-échange de capital

On remarque que si un taux de change fixe est décidé pour les conditions de l'échange, le risque de change est évacué. Dans ce cas, le swap permet donc de faire un investissement à l'étranger en se couvrant contre le risque de change. Le swap de devises peut donc bien représenter un instrument de couverture contre ce risque en même temps qu'il permet un meilleur accès aux marchés des capitaux étrangers.

1-2-2-6) La couverture par les options :

Comme dans le cas d'une couverture par des contrats de type forward, la couverture par les options de change a pour objectif de substituer à une position incertaine, une position plus favorable. La différence majeure tient précisément au caractère optionnel de cet instrument. Alors que l'opération à terme suppose un engagement ferme à livrer des devises, l'acheteur de l'option se réserve la possibilité de renoncer à son droit si les conditions du marché prévalant à l'échéance se révèlent in fine plus favorables que le prix d'exercice de l'option.

Il y a quatre opérations élémentaires concernant les options : l'achat d'une option d'achat, la vente d'une option d'achat, l'achat d'une option de vente et la vente d'une option de vente. L'acheteur d'un call cherchera a priori à se protéger, dans une logique de couverture, contre une augmentation de la valeur du sous-jacent tandis que l'acheteur d'un put cherchera à se prémunir contre une baisse. Les vendeurs d'options tireront quant à eux profit d'une non-réalisation du risque contre lequel l'acheteur de l'option s'est prémuni.

Reprenons le cas précédent de l'exportateur sachant en t_0 qu'il recevra en t_1 un montant X de devises. Concrètement, la couverture par les options consiste à acheter en t_0 des puts d'échéance t_1 dans la devise considérée à un prix d'exercice déterminé, noté K .

A l'échéance, l'exportateur exercera ou non son option en fonction du cours au comptant prévalant à cette date.

- si le cours spot S_{t_1} est inférieur au prix d'exercice de l'option, l'exportateur exercera l'option et échangera le montant X de devises contre un montant en monnaie de référence égal à $K.X$.
- si au contraire $K < S_{t_1}$, l'exportateur renoncera à son droit d'exercer l'option et vendra les devises reçues au cours spot. Il percevra donc un montant $S_{t_1}.X$.

Dans cette section nous avons vu que le marché des changes est le lieu où se confrontent les offres et les demandes de devises.

L'objectif des interventions sur le marché des changes peut être de deux ordres :

Il peut s'agir, en premier lieu, de réaliser un gain. Nous distinguons alors deux types de stratégies, suivant que l'intervenant souhaite ou non s'exposer au risque de change. Il s'agit, successivement, des opérations de spéculation et des opérations d'arbitrage.

Il peut s'agir, en second lieu, pour une entreprise ou pour une banque, de couvrir la part de ses revenus exposée au risque de change en utilisant les couvertures externes ou internes.

Les notions techniques acquises dans cette section permettent de procéder maintenant à l'étude des opérations de change.

Section 2 : Les opérations de change

Les opérations de change sont essentiellement le fait des banques et des institutions financières qui interviennent directement sur le marché, pour leur propre compte. Ces opérations sont également initiées par les intervenants extérieurs au marché pour le compte desquels ces institutions, et plus particulièrement les banques, achètent et vendent des devises. La clientèle des banques regroupe, pour l'essentiel, les investisseurs institutionnels et les entreprises qui ne possèdent pas de tables de change et les institutions financières qui n'accèdent pas directement au marché.

Dans cette section, nous allons présenter, d'abord, les participants sur le marché des changes, ensuite, les opérations au comptant et enfin les opérations à terme.

2-1) Les participants sur le marché des changes :

2-1-1) Les banques commerciales et les banques d'investissement :

Les banques sont les plus importants opérateurs sur le marché des changes. Elles prennent en charge les opérations de change pour leur propre compte ou pour celui de leur clientèle.

Il s'agit pour la plupart d'entre elles de banques commerciales, mais on ne peut passer sous silence les grandes banques d'investissement dont les interventions pour compte propre sur le marché des changes peuvent être importantes.

Lorsqu'elles interviennent pour leur compte, elles peuvent agir soit pour couvrir leur risque de change à la suite d'opérations avec leur clientèle, soit pour résoudre des problèmes de trésorerie à court ou moyen terme, soit encore pour réaliser des gains de change en pratiquant de l'arbitrage qui consiste à acheter et vendre des devises n'ayant pas le même prix à deux endroits différents.

Les banques peuvent éventuellement spéculer, c'est-à-dire acheter des devises, les détenir en attendant que leurs cours montent, et les revendre.

Théoriquement, les banques ont pour politique de ne pas spéculer. En réalité, il arrive à certaines d'être en position de change en fin de journée (le cas où les banques ont ou doivent des devises), et donc de spéculer. Les directions des différentes banques imposent des limites à ces opérations.

Pour faciliter leurs opérations, les banques ont des dépôts auprès d'institutions financières étrangères qui jouent le rôle de correspondants. Les banques opèrent sur le marché

des changes par l'intermédiaire de spécialistes appelés cambistes. Toutes les banques sont habilitées à traiter des opérations de change, mais en pratique elles sont peu nombreuses à intervenir en permanence sur ce marché. Celles qui le font sont de très grandes institutions.

2-1-2) Les banques centrales :

Les banques centrales n'interviennent pas régulièrement sur le marché des changes, mais quand elles le font, c'est généralement de manière massive. En opérant sur ce marché, une banque centrale remplit deux fonctions :

- elle exécute les ordres de sa clientèle : administrations, banques centrales étrangères, organismes internationaux ;
- elle cherche à influencer l'évolution du taux de change, pour des raisons de politique économique interne, d'une part, pour faire respecter certains engagements internationaux, d'autre part.

En intervenant sur le marché des changes, les banques centrales ont pour objectif de régulariser l'évolution des cours des devises. Ces interventions ont toujours fait l'objet de controverses. Certaines banques centrales ont longtemps refusé d'intervenir, estimant que ces achats et ces ventes déstabilisent le marché des changes. Telle a été la position des autorités monétaires américaines jusqu'en septembre 1985. Elle s'est sensiblement modifiée depuis. Les autres banques centrales sont moins hostiles à ces interventions. Elles y recourent quand des turbulences et des incertitudes provoquent des fluctuations des taux de change.

L'ampleur comparée des réserves en devises des banques centrales (3011 milliards de dollars à la fin de l'année 2003 d'après le rapport annuel 2004 de la Banque des Règlements Internationaux) et des transactions sur le marché des changes (près de 1900 milliards de dollars en moyenne journalière en avril 2004) explique que les autorités monétaires ne peuvent influencer durablement les taux de change ou imposer un cours qui ne correspondrait pas à la réalité économique. De ce fait, pour être couronnées de succès, les interventions des banques centrales doivent être massives, coordonnées et se produire à des moments opportuns. Elles doivent surtout avoir pour objectif de corriger des situations manifestement déséquilibrées ou de révéler aux opérateurs du marché les intentions des banquiers centraux quant à l'évolution souhaitée des taux de change.

Il faut noter que les échecs de ces interventions sont plus nombreux que les succès. Durant la crise du Système monétaire européen de 1992 à 1993, des dévaluations répétitives de plusieurs devises, la mise en flottage de la livre sterling et de la lire et l'accroissement à $\pm 15\%$ des marges de fluctuation autour des parités officielles ont été autant de preuves de l'impossibilité pour les banques centrales de maintenir par leurs interventions sur le marché, même si elles sont massives, des parités de change qui ne reflètent pas la réalité des forces économiques du moment.¹

2-1-3) Les institutions financières non bancaires :

Depuis le début de la décennie 1990, les institutions financières non bancaires (filiales de groupes industriels et investisseurs institutionnels) sont devenues des opérateurs extrêmement actifs sur le marché des changes.

Les filiales financières ou bancaires des groupes industriels interviennent pour le compte de leur maison mère et de ses filiales, mais ces groupes (multinationaux pour la plupart) continuent à travailler avec les banques, car leurs filiales financières n'ont pas toujours les fonds propres suffisants pour effectuer de très grosses transactions et la technicité requise pour réaliser certaines opérations.

Les investisseurs institutionnels sont les plus importants participants non bancaires. Cet ensemble regroupe les fonds de pension, les caisses de retraite, les sociétés d'assurance, les fonds gérés pour le compte de tiers, les fonds d'investissement (mutual funds américains, OPCVM français, unit trust britanniques et hedge funds) et les départements des banques commerciales chargés de la gestion de fortune de leur clientèle privée (bank trust departments).

Les plus importants d'entre eux opèrent directement sur le marché des changes, mais ils sont encore très nombreux à recourir aux services de l'intermédiation bancaire.

¹ Y. SIMON, D. LAUTIER, *finance internationale*, Economica, 2005, P.8.

L'activité des investisseurs institutionnels sur le marché des changes est appelée à se développer pour quatre raisons :¹

- les gérants de fonds et les investisseurs institutionnels ont tendance à accroître leur diversification internationale,
- le poids des investisseurs institutionnels dans la gestion de l'épargne et l'importance relative des plus dynamiques d'entre eux (les hedge funds et les fonds dédiés à la gestion alternative) ne cessent de croître,
- la couverture contre le risque de change étant désormais souvent intégrée au dispositif de gestion des investisseurs internationaux, ceux-ci recourent de plus en plus souvent au marché des changes,
- les gérants d'actifs considèrent maintenant le change comme une classe d'actifs en tant que telle, au même titre que les actions, les obligations, les titres monétaires et les matières premières.

2-1-4) La clientèle privée :

La clientèle privée n'intervient pas directement sur le marché des changes. Elle achète et vend des devises en s'adressant aux banques (généralement commerciales) qui ont une activité importante sur ce marché. La clientèle privée regroupe trois catégories d'opérateurs : les particuliers dont l'influence est tout à fait marginale, les entreprises industrielles et commerciales (corporates), et les institutions financières qui ne disposent pas des fonds propres requis pour participer directement à ce marché.

Ces opérateurs interviennent sur le marché des changes pour satisfaire des besoins en devises induits par des opérations commerciales et financières internationales (ventes et achats, prêts et emprunts en devises). Ils interviennent également pour des motifs de spéculation.

Certaines entreprises ont créé leur propre salle de marché afin de pouvoir intervenir directement sur le marché pour leur propre compte.

¹ Y. SIMON, D. LAUTIER, finance internationale, Op. Citée, P.10.

2-1-5) Les courtiers :

Jusqu'au début de la décennie 1990, le courtage était assuré par des hommes au moyen du téléphone (voice brokers). A partir de 1990/1995 sont apparus des courtiers électroniques.

Leur irruption a durement concurrencé l'activité des courtiers traditionnels dans un premier temps, et profondément modifié l'activité du marché interbancaire au comptant dans un deuxième temps. Bien qu'il ne fût jamais indispensable de passer par leurs services, les courtiers ont joué un rôle important sur le marché des changes en tant qu'informateurs et en tant qu'intermédiaires. Ce rôle est devenu marginal, mais il n'a pas disparu.

Sans qu'eux-mêmes ou la banque soient obligés d'acheter ou de vendre des devises (ce qui est généralement le cas lorsque les cambistes négocient directement entre eux), les courtiers informent les opérateurs des cours auxquels se vendent et s'achètent les différentes monnaies.

Ils servent, par ailleurs, d'intermédiaires et mettent en contact les acheteurs et les vendeurs de devises. Ils centralisent également les ordres d'achat et de vente de plusieurs banques. Il est, en conséquence, plus facile pour un cambiste d'utiliser leurs services plutôt que de contacter plusieurs banques susceptibles de lui vendre la devise qu'il cherche ou de lui acheter celle dont il veut se débarrasser. Le courtier est particulièrement utile pour la négociation des devises qui ne font pas l'objet d'échanges très fournis. Les courtiers ne sont jamais obligés de dévoiler le nom des banques qu'ils mettent en relation. Cette discrétion est très utile pour les institutions financières qui ne veulent pas faire apparaître, à un moment donné, leur position acheteuse ou vendeuse dans telle ou telle devise.

Bien évidemment, une fois la transaction effectuée, le courtier révèle à chaque cambiste le nom de sa contrepartie pour que chacun puisse enregistrer dans ses comptes l'opération réalisée.

La fonction d'un courtier est « de rendre le marché plus efficace et plus fluide en étant en contact permanent avec de nombreuses contreparties »¹.

La valeur d'un courtier s'apprécie à la quantité et à la qualité des relations qu'il entretient avec les institutions financières actives sur le marché des changes.

Les deux plus importants courtiers électroniques sont Reuter et EBS.

^{1,2} Y. SIMON, D. LAUTIER, finance internationale, Op. Citée, P.11.

Le premier était utilisé (en 1998) par plus de 1000 institutions financières et a toujours dominé le marché. EBS a été ouvert en septembre 1993 par 144 institutions financières. En janvier 1996, EBS réalisait 4% de l'activité de courtage sur le marché des changes. En janvier 1997, le pourcentage était passé à 33%. En juillet 1997, près de 650 institutions financières étaient reliées à EBS et disposaient de 2000 écrans. En mai 2003 un accord a été signé par EBS et Bloomberg, la grande agence financière concurrente de Reuter, accord au terme duquel les cambistes disposant des écrans Bloomberg pourront désormais effectuer des transactions de change directement avec d'autres cambistes en ayant recours à EBS, ce qu'ils ne pouvaient faire auparavant, contrairement aux opérateurs disposant des écrans Reuter qui bénéficiaient à la fois des informations financières et d'un réseau de courtage électronique (ce qui expliquerait la domination de Reuter).¹

Le succès du courtage électronique a modifié le fonctionnement du marché des changes interbancaire au comptant.

2-2) Les opérations au comptant :

2-2-1) La formation du taux de change au comptant :

*« Le taux de change est un prix, c'est le prix d'une devise dans une autre. Il résulte de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché des changes : par exemple, offre d'euros contre dollars (vente euros / achat dollars) et demande d'euros contre dollars (achat euros / vente dollars) ».*²

L'offre et la demande de devise étrangère découlent d'opérations enregistrées dans la balance des paiements qu'il s'agisse d'opérations courantes (règlements reçus ou versés en devises au titre du commerce de biens et services, de transferts unilatéraux, de la rémunération de facteurs de production ou de placements : intérêts, dividendes...), de redevances ou encore de flux de capitaux (prêts, transactions sur titres, investissements directs...), ainsi que des opérations effectuées par les banques centrales.

Le taux de change ajuste l'offre et la demande d'une devise contre une autre. Il évolue de façon à égaliser l'offre et la demande.

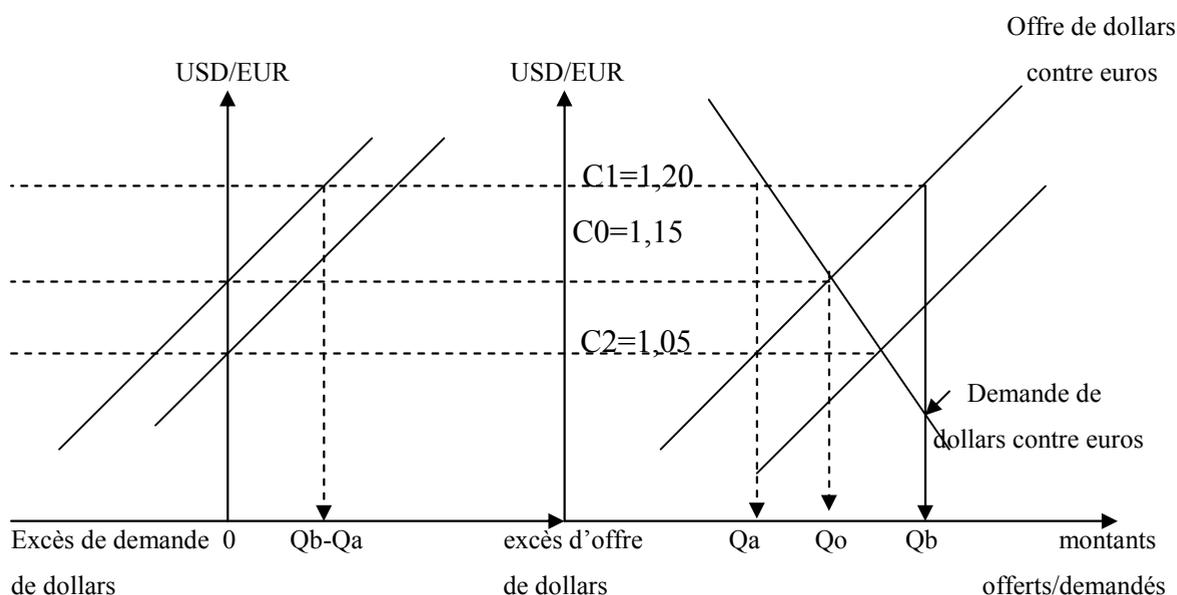
² Philippe d'Arvisenet, finance internationale, Dunod, 2004, P.11.

Examinons le graphique 1. La courbe d'offre est naturellement croissante : plus le taux de change –défini comme le montant d'euros par dollars- augmente, plus forte sera l'incitation à vendre du dollar (en cédant des dollars on obtiendra en contrepartie un montant d'euros plus élevé).

La courbe de demande est décroissante : plus le taux de change diminue, moins le dollar est onéreux, plus la demande de dollars va augmenter.

Le taux de change C_0 est de 1,15. Il désigne le montant d'euros dans un dollar américain à l'instant « t ». Un taux de change différent, par exemple $C_1 = 1,20$, ne permettrait pas d'égaliser l'offre et la demande de dollar contre euro. Il susciterait un afflux d'ordres vente de dollars contre euros (ou ce qui revient au même, un afflux de demande d'euros contre dollars) bien supérieur à l'afflux d'ordres en sens inverse. L'écart entre les montants (dollars offerts contre euros et dollars demandés contre euros) est mesuré sur le graphique ci-dessous par le segment $Q_a Q_b$. On est là en présence d'un excès d'offre de dollars contre euros (ou excès de demande d'euros contre dollars). Un tel déséquilibre aurait naturellement pour effet de déprécier le dollar (apprécier l'euro), ce qui ramènerait le taux de change à son niveau de $C_0 = 1,15$ qui rend compatibles l'offre et la demande.

Graphique 1 : La formation du taux de change au comptant



Source : P. d'Arvisenet, finance internationale, Op. Citée, P.13.

Examinons maintenant le cas où pour un taux de change donné $C_0 = 1,1500$ apparaît une offre supplémentaire de dollars contre euros (les agents économiques désirent à ce taux en vigueur vendre une plus grande quantité de dollars (acheter plus d'euros) du fait, par exemple, qu'ils anticipent une baisse future de dollar). Cela va se traduire par un glissement de la courbe d'offre vers la droite. Il en résulte un nouveau taux de change $C_2 = 1,0500$. Le dollar s'est déprécié contre euro (l'euro s'est apprécié contre dollar).

2-2-2) L'organisation du marché des changes :

Le marché des changes se tient tous les jours ouvrables, par téléphone entre les établissements de la place, soit directement de banque à banque, soit par l'intermédiaire de courtiers. Les opérations se font par téléphone, avec confirmation par télex, avec les correspondants étrangers. Le respect des engagements verbaux est vital pour la bonne tenue du marché, ce qui explique l'importance de la réputation des intervenants.

Le marché des changes « ne se couche jamais » et ne connaît pas les frontières et ce, grâce aux décalages horaires. Si l'on examine les heures d'ouverture sur le marché international, on constate que celui-ci fonctionne en continu, ce qui veut dire qu'il est toujours possible pour un opérateur d'acheter ou de vendre des devises à n'importe quelle heure. En Europe, le marché est actif à partir de 9h ou 10h et s'arrête de fonctionner vers 17h ou 18h.

A Paris, le marché fonctionne entre 9h30 et 16h30. Quand il ferme en Europe, il devient actif aux Etats-Unis. Lorsque le marché de la côte Ouest américaine s'arrête, les transactions débutent en Extrême-Orient où elles cessent quand elles commencent à Zurich, Paris et Londres. On comprend dans ces conditions que le marché soit continu et fonctionne 24 heures sur 24.

On peut remarquer que la liquidité sur le marché des changes est maximale lorsque Londres/New York sont ouverts (marchés les plus actifs) et minimale lorsque seules les places asiatiques sont ouvertes.

Le marché des changes est un marché de gré à gré, c'est-à-dire que les transactions ne sont pas officiellement standardisées, et il n'y a pas d'endroit précis, tel une bourse, où sont centralisées les transactions et les cotations. Les transactions se déroulent entre les tables de changes qui font partie généralement des salles de marchés des banques, lieux où s'affairent entre autres les cambistes autour de téléphones, télex et ordinateurs.

2-2-3) La taille du marché des changes :

D'après les enquêtes des banques centrales réalisées en avril 2007, les transactions quotidiennes sur le marché interbancaire mondial des changes atteignaient un montant de 3210 milliards de dollars, soit plus que le produit intérieur brut français annuel. Les transactions de change au comptant présentaient 1005 milliards de dollars par jour. Les autres transactions concernent les opérations de change à terme.¹

Environ 5% des transactions correspondaient au financement des échanges de biens et services, le reste étant lié aux opérations financière, de couverture et de spéculation.

Ces enquêtes indiquent, au tableau 1, que Londres est la place la plus importante avec un montant représentant 34% des transactions.

Les Etats-Unis, avec principalement New York et Chicago, et le Japon représentent respectivement 17% et 6% du marché.

Tableau 1 : Le volume quotidien des transactions de change sur plusieurs places (en pourcentage)

Pays	Avril 1998	Avril 2001	Avril 2004	Avril 2007
Royaume-Uni	32%	31,1%	31,3%	34,1%
Etats-Unis	18%	15,7%	19,2%	16,6%
Japon	8%	9,1%	8,3%	6,0%
Singapour	7,1%	6,2%	5,2%	5,8%
Hong-Kong	4,0%	4,1%	4,2%	4,4%
Suisse	4,2%	4,4%	3,3%	6,1%
Allemagne	4,8%	5,4%	4,9%	2,5%
France	3,7%	3%	2,6%	3,0%
Autres places	18,2%	21%	21%	21,5%

Source : P. FONTAINE, marchés des changes, Op. Citée, P.18.

Tableau 2 : Evolution du volume quotidien des transactions de change sur le marché des changes au comptant (en milliards de dollars)

Avril 1989	Avril 1992	Avril 1995	Avril 1998	Avril 2001	Avril 2004	Avril 2007
317	394	494	568	387	621	1005

Source : P. FONTAINE, marchés des changes, Op. Citée, P.18.

¹ P. FONTAINE, marchés des changes, Op. Citée, P.17.

Tableau 3 : Distribution par devises des transactions journalières sur le marché des changes

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Dollar américain	90	82	83,3	87,3	90,3	88,7	86,3
Euro					37,6	37,2	37
Deutsche mark	27	39,6	36,1	30,1			
Franc français	2	3,8	7,9	5,1			
ECU et autres monnaies du SME	4	11,8	15,7	17,3			
Livre sterling	27	23,4	24,1	20,2	22,7	20,3	16,5
Monnaies des marchés émergents		1,7	1,4	5,6	8,8	9,2	12,7

Source : Banque des règlements internationaux, 2007, septembre. Extrait de l'ouvrage de : J.P. ALLEGRET, monnaie, finance et mondialisation, Vuibert, 3^e édition, 2008, P.76.

Tableau 4 : Distribution géographique de l'activité journalière, en %

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
France	3,2	3,1	3,7	3,7	3,0	2,7	3,0
Allemagne		5,1	4,8	4,8	5,4	4,9	2,5
Hong Kong	6,8	5,6	5,7	4,0	4,1	4,2	4,4
Japon	15,5	11,2	10,2	6,9	9,1	8,3	6,0
Singapour	7,7	6,9	6,7	7,1	6,2	5,2	5,8
Royaume-Uni	25,6	27,0	29,9	32,5	31,1	31,3	34,1
Etats-Unis	16,0	15,5	15,5	15,5	15,7	19,2	16,6

Source : Banque des règlements internationaux, 2007. Extrait de l'ouvrage de : J.P. ALLEGRET, monnaie, finance et mondialisation, Op. Citée, P.86.

2-2-4) Les principales devises négociées sur le marché des changes interbancaire :

Il existe une gradation dans l'importance des différentes devises utilisées sur le marché des changes.

Le dollar (USD) constitue la monnaie de référence. C'est en effet contre la devise américaine que s'effectue la plus grande partie des transactions sur toutes les places

financières. Du fait de son rôle pivot dans tant d'opérations en devises, le dollar est parfois appelé une monnaie véhiculaire. Une monnaie véhiculaire est une monnaie qui est largement utilisée pour libeller les contrats internationaux faits par des parties ne résidant pas dans le pays qui émet la monnaie en question.¹

L'euro (EUR) et le yen (JPY) ont une véritable dimension internationale. Ces devises font l'objet d'une cotation contre le dollar sur pratiquement toutes les places financières internationales.

La livre sterling (GBP), le franc suisse (CHF), le dollar canadien (CAD), le dollar australien (AUD) et les autres devises de statut comparable sont négociées sur l'ensemble des places financières internationales, mais de façon plus ou moins continue. Les autres devises convertibles ne sont cotées que lorsque la place financière émettrice est ouverte.

Les devises non convertibles ne font pas l'objet d'un véritable marché et les cours sont déterminés par la banque centrale ou les autorités monétaires locales.

Exemples d'abréviations ou de sigles utilisés pour les monnaies :

Les sigles monétaires utilisés dans ce mémoire sont présentés dans le tableau 5.

Ce sont ceux normalisés au niveau international par l'ISO. Ils sont en particulier utilisés comme codes pour les transactions réalisées dans le système SWIFT. Ils consistent en un mode alphabétique constitué par trois caractères. Les deux premiers servent à identifier le pays, le troisième est un indicateur dérivé de l'unité monétaire. Le tableau suivant récapitule les principaux sigles, mais d'autres sont couramment utilisés dans les journaux et autres sources d'informations.

D'autres sigles sont utilisés pour les monnaies : par exemple, le \$ pour le dollar des Etats-Unis et l'€ pour l'euro.

¹ P. R. KRUGMAN et M. OBSTFELD, *économie internationale*, De Boeck, 2003, p.383.

Tableau 5 : Quelques abréviations de monnaies

Pays d'émission	Monnaie	Abréviations
Etats-Unis	Dollar américain	USD
Zone euro	Euro	EUR
Australie	Dollar australien	AUD
Canada	Dollar canadien	CAD
Danemark	Couronne danoise	DKK
Djibouti	Franc de Djibouti	DJF
Grande-Bretagne	Livre sterling	GBP
Japon	Yen	JPY
Mexique	Peso mexicain	MXP
Norvège	Couronne norvégienne	NOK
Suisse	Franc suisse	CHF
Zaïre	Zaïre	ZRZ
Suède	Couronne suédoise	SEK
Néo Zélande	Dollar néo-zélandais	NZD
Hong-Kong	Dollar de Hong-Kong	HKD
Singapour	Dollar de Singapour	SGD
Malaisie	Ringitt de Malaisie	MYR

2-2-5) Les modalités de fonctionnement du marché des changes interbancaire au comptant :

Le marché des changes au comptant est un marché totalement délocalisé. Les transactions entre les participants se font par téléphone ou par réseau électronique. De ce fait, le marché est animé par des teneurs de marché (market makers) qui en assurent la liquidité. Les banques et les autres acteurs interviennent sur ce marché par l'intermédiaire de cambistes.

2-2-5-1) Le rôle des cambistes :

Pendant longtemps, les cambistes étaient des autodidactes formés sur le tas. Tel n'est plus le cas. Ils sont aujourd'hui beaucoup plus compétents qu'ils ne l'étaient auparavant. Ils doivent être en mesure de comprendre, d'analyser, de critiquer et d'utiliser la théorie économique et financière. Ils doivent également être dotés des qualités qui permettraient la

réussite des cambistes du passé. Pour occuper ces postes, les banques recourent de plus en plus souvent à des jeunes diplômés issus des universités et des grandes écoles commerciales et scientifiques, et leur offrent des rémunérations très élevées. A Londres, leurs revenus peuvent être deux à trois fois supérieurs à ceux de Paris. En quelques secondes et sans la moindre signature, un cambiste peut engager la banque pour plusieurs millions de dollars. Les cambistes sont de ce fait l'objet de contrôles étroits de la part des responsables de la banque.

Le profil qui vient d'être évoqué correspond à celui des traders ou des teneurs de marché (market makers), ceux qui achètent et vendent des devises pour le compte de la banque. A leur côté travaillent d'autres opérateurs. En premier lieu, les cambistes clientèle. Ils servent d'interface entre les teneurs de marché et les trésoriers d'entreprises ou d'institutions financières non bancaires, ces derniers (à l'exception des plus importants d'entre eux) ne pouvant accéder directement aux traders ou aux teneurs de marché. Les vendeurs (sales) constituent une troisième catégorie de cambistes. Ce sont des commerciaux qui essaient de vendre à leur clientèle les différents produits (change au comptant, change à terme, options de première et deuxième générations, swaps, produits de couverture, produits structurés, etc.) qui pour les plus complexes d'entre eux auront été élaborés par les ingénieurs financiers. Parfois, ce sont les cambistes clientèle qui jouent le rôle de vendeurs, mais dans les salles de marché des grandes institutions bancaires, la distinction est de plus en plus souvent faite entre les vendeurs et les cambistes clientèle. Quatrième type de cambistes : les ingénieurs financiers. Ce sont le plus souvent des diplômés de grandes écoles scientifiques (alors que les sales et les cambistes clientèle sont généralement issus des écoles commerciales ou des universités de gestion). Un ingénieur financier élabore des produits financiers. Il est donc en relation directe avec à la fois les sales et les traders. Il a besoin des prix des différents traders pour « pricer » son produit et des sales pour les vendre¹. Plus éloignés des salles de change (y compris dans leur implantation au sein des banques), mais indispensables au fonctionnement d'une table de marché, on trouve les opérateurs du back office dont le métier est de s'assurer du bon déroulement (sur le plan administratif) des transactions, les deux fonctions (back office et middle office) pouvant être parfois regroupées.

Les cambistes travaillent sur des tables de change qui sont de véritables bijoux sur le plan de la communication, de l'informatique et des télécommunications. Chaque poste de travail comporte :

¹ I. KLEIN et E. LAMARQUE, salle des marchés (gestion du risque de change, organisation, produits et stratégies), Vuibert, 2008, P.12.

- un ou deux terminaux fournissant une information en temps réel sur les cours de change et les taux d'intérêt ; les plus utilisés sont ceux de Reuters, Bloomberg et Telerate; leur présence permet de relier entre elles toutes les salles de change du monde ;
- plusieurs téléphones digitaux ;
- plusieurs lignes directes afin de pouvoir joindre instantanément les filiales étrangères, les banques, les courtiers et les clients les plus importants ;
- un système d'information donnant en temps réel la position de la banque dans chaque devise ;
- un micro-ordinateur doté de logiciels d'aide à la décision permettant des calculs rapides en vue d'effectuer des opérations d'arbitrage, de placement, de spéculation et de couverture sur la base de décisions de plus en plus souvent suggérées par l'ordinateur.

2-2-5-2) Les deux niveaux du marché des changes interbancaire :

Les transactions sur le marché des changes s'effectuent à deux niveaux complémentaires. Sur le premier (de très loin le plus important quant au volume des transactions) se retrouvent uniquement les très grandes banques internationales traitant entre elles et avec les banques centrales (lorsqu'elles interviennent sur le marché). Les banques actives sur ce compartiment sont peu nombreuses : de 50 à 80 au grand maximum. Ces institutions remplissent une fonction de leader ou de teneur de marché (market maker). Elles sont en permanence présentes sur le marché par l'intermédiaire de leurs cambistes et sont en mesure d'offrir à tout instant un cours acheteur et un cours vendeur sur un très grand nombre de devises. A côté de ces grandes institutions financières opèrent des banques de moindre envergure qui sont très actives sur certaines devises ou certaines places financières, mais n'assurent pas nécessairement un rôle de teneur de marché sur toutes les devises ou toutes les places financières.

Le deuxième niveau est celui du marché de détail. C'est là que se nouent les transactions entre les banques et les corporates qui n'accèdent pas directement au marché ou qui, pouvant accéder, préfèrent intervenir, pour des raisons qui leur sont propres, par l'intermédiaire d'une banque. Au niveau des établissements financiers, ces relations sont assurées par des cambistes clientèle.

La distinction, autrefois nette entre les deux niveaux, a tendance à s'atténuer, car certaines grosses sociétés non financières et de nombreux investisseurs institutionnels

accèdent désormais directement aux teneurs de marché des plus grandes banques sans passer par les cambistes clientèle. Cet accès direct est facilité par le fait que les sociétés non financières et les investisseurs institutionnels sont de plus en plus nombreux à posséder leur propre table de change.

Sur le marché au comptant 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. Ne font exception à cette règle que les transactions entre le dollar canadien et le dollar américain, devises pour lesquelles la livraison se fait dans un délai de 24 heures. Le jour de négociation du prix est appelé la « date de transaction ». Le jour de livraison des devises est la « date de valeur » de l'opération.¹

2-2-5-3) L'impact de l'électronique sur le marché des changes au comptant :

L'irruption au début des années 1990 des courtiers électroniques fut une innovation qui a profondément modifié et restructuré le marché des changes interbancaire au comptant.

De simples intermédiaires techniques au service des teneurs de marché qu'ils étaient à l'origine, ces systèmes sont devenus des outils élaborés qui se substituent en partie à ces market makers. Au point que les deux systèmes concurrents que sont EBS et Reuter assurent plus de 75% des échanges sur les principaux couples de devises. De ce fait, le marché des changes interbancaire au comptant s'est profondément transformé.

De gré à gré qu'il était au début des années 1990, il est quasiment devenu une bourse électronique.

D'une organisation où les cotations étaient obtenues auprès des market makers (qui assuraient par ailleurs la liquidité et la contrepartie des opérations) le marché est devenu un système où les ordres d'achat et de vente sont automatiquement appariés par un système électronique.

Parallèlement au développement des courtiers électroniques qui structurent les relations entre les banques, sont apparues des plates-formes Internet qui organisent les relations entre les banques et leurs clients. Ces plates-formes ont connu des fortunes diverses, mais elles sont de plus en plus utilisées par les corporates. Celles appartenant à (ou développées par) une banque furent les premières à être opérationnelles.

Certaines ont échoué, mais au total les transactions passant par leur intermédiaire étaient estimées à 25 milliards de dollars par jour en février 2003. Les plates-formes multinationales,

¹ Y. SIMON, D. LAUTIER, *finance internationale*, Op. Citée, P17-18.

elles aussi, connaissent un réel développement. Leur succès provient de ce que plusieurs banques peuvent être interrogées simultanément par le client sur un système unique, ce qui accroît la transparence des cours et la mise en concurrence des établissements bancaires. Currenex et FXall sont les deux plus importantes plates-formes multibanques. En octobre 2002, les transactions transitant par Currenex étaient de l'ordre de 3,5 milliards de dollars par jour, celles passant par FXall atteignaient 4,5 milliards de dollars.

Aucun standard ne s'est pour l'instant imposé et les plates-formes existantes n'ont réussi à capter qu'environ 10 à 20% du marché potentiel, l'essentiel du succès venant des transactions de faible montant. Pour les opérations de grande taille, les clients souhaitent, en effet, avoir un contact direct avec les cambistes et un traitement personnalisé.¹

Ces plates-formes offrent de nombreux avantages. Pour les banques, en dépit d'un investissement assez lourd, ces plates-formes permettent de faire des économies de main d'œuvre et de réduire le nombre de cambistes clientèle. Pour les clients, deux avantages peuvent être mentionnés. Le premier est de faciliter la gestion administrative des opérations du fait que les plates-formes proposent un traitement administratif automatisé des opérations. Le deuxième avantage est un gain de temps et un surcroît de sécurité par rapport aux opérations négociées au téléphone.

Les systèmes électroniques (courtiers et plates-formes Internet) ont un réel impact sur le marché des changes au comptant en ce sens qu'ils en ont accru la transparence, qu'ils ont simplifié le processus de découverte et de formation des prix, et qu'ils ont réduit de manière purement mécanique le volume des transactions sans diminuer pour autant la liquidité du marché. Ces modifications reflètent des modes d'organisation et de fonctionnement différents, mais à bien des égards plus efficaces que ceux qui prévalaient à la fin des années 1980.

Les systèmes de transactions électroniques ont été introduits sur d'autres compartiments du marché des changes (comme sur tous les marchés financiers de manière générale), mais ils n'ont pas réussi à s'imposer. Les contrats forward, les options, les swaps sont en effet beaucoup moins fongibles que le change au comptant en raison de la multiplicité des paramètres qui interviennent dans la détermination de leurs cours (échéance, prix d'exercice,

¹ Y. SIMON, D. LAUTIER, *finance internationale*, Op. Citée, P.19.

taux d'intérêt, volatilité, etc.) et de la présence d'un risque de contrepartie supérieur à celui auquel les opérateurs et les cambistes sont confrontés sur le marché au comptant.

2-3) Les opérations 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 ».*¹

Les transactions sur les marchés à terme, swaps cambistes inclus, sont beaucoup plus importantes que les transactions de changes au comptant. En revanche, les opérations de change à terme hors swaps cambistes représentent cinq fois moins d'opérations que les opérations de change au comptant. Le marché des changes à terme est un marché de gré à gré comme le marché des changes au comptant.

2-3-1) Le principe des cours de change à terme :

Parallèlement aux cours de change au comptant, s'établissent des cours de change à terme, négociés aujourd'hui, mais pour une livraison ultérieure, par exemple, dans 30 ou 90 jours.

*« Le contrat forward est un engagement pris par deux opérateurs de livrer, pour celui qui est vendeur, et de recevoir, pour celui qui est acheteur, une certaine quantité de devises. Le cours (d'achat et de vente) est fixé au moment où se réalise la transaction, mais la livraison et le paiement sont repoussés à une échéance ultérieure (une semaine, un mois, trois mois, etc.) correspondant au terme du contrat forward ».*²

*« Le taux forward est le prix d'une unité monétaire (l'euro, par exemple) qui sera livrée à une échéance bien spécifiée (le terme), ce prix étant exprimé en une autre monnaie (le dollar américain, la livre sterling, le franc suisse, le dollar canadien, etc.). Il existe autant de taux forward que de termes pour lesquels des transactions peuvent être conclues ».*³

¹ P. FONTAINE, marchés des changes, Op. Citée, P.26.

² Y. SIMON, D. LAUTIER, finance internationale, Op. Citée, P. 28.

Une banque peut, par exemple, proposer un cours de change à un mois EUR / USD 1,3520 – 1,3630. Cela signifie que la banque est d'accord aujourd'hui pour acheter des euros dans un mois avec 1,3520 USD, ou pour le vendre dans un mois contre 1,3630.

Dans un contrat à terme, l'accord est irrévocable sur la date de transaction, sur le montant et sur le cours de la devise, mais l'échange de devises prend place seulement à la date prévue dans le contrat.

Les cours à terme sont souvent établis par rapport aux cours de change au comptant. Le taux de change à terme n'est jamais égal, sauf par hasard, au taux au comptant. Il lui est supérieur ou inférieur.

Si on considère deux devises A et B, le cours à terme de A est en prime ou en report (premium en anglais) par rapport au cours au comptant quand il permet d'acheter plus de monnaie B que le cours au comptant.

La prime est égale à la différence entre les deux cours. De la même manière, le cours à terme de A est en perte ou en déport (discount en anglais) quand il permet d'acheter moins de monnaie B que le cours au comptant. La devise est dite « au pair » quand le taux à terme est égal au taux au comptant.

Par exemple, si le cours à terme à un mois du dollar américain est EUR / USD 1,4435 et si le cours au comptant vaut EUR / USD 1,4956, cela signifie que le marché anticipe une dépréciation de l'euro contre le dollar. L'euro est dit coté à un mois avec un déport de 0,0521.

2-3-2) Les volumes de transaction sur le marché à terme :

Le tableau 6 met en évidence que la grande partie des opérations de change sont des transactions à terme. En avril 2007, sur un volume quotidien de 3210 milliards de dollars d'opérations de change, 2076 milliards sont des opérations à terme.

Les swaps constituent 80% de ces opérations.

Tableau 6 : le volume quotidien des transactions de change sur le marché interbancaire des changes à terme (en milliards de dollars)

	Avril 1989	Avril 1992	Avril 1995	Avril 1998	Avril 2001	Avril 2004	Avril 2007
Total	590	820	1190	1490	1200	1880	3210
Dont à terme	217	382	643	962	787	1152	2076
Dont swaps	190	324	546	734	656	944	1714
Dont à terme sec	27	58	97	128	131	208	362
Non défini	56	53	53	60	26	107	129

Source : les Echos, 12 février 2008

2-3-3) Les caractéristiques du marché à terme :

Sur le marché des changes à terme, les transactions se font pour des termes allant de 3 à 7 jours, 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 mois et 2, 3, 5 ans.

En principe, toutes les monnaies convertibles sont négociées à terme. Pour des échéances comprises entre 3 jours et 6 mois, il est possible d'obtenir des cours pour toutes les monnaies utilisées dans les échanges commerciaux et financiers internationaux. Au-delà et jusqu'à 5 ans, seuls le dollar, l'euro, le franc suisse, le yen et la livre britannique sont négociés.

Lors de la négociation d'une opération à terme, il est préférable de retenir l'une des échéances qui viennent d'être mentionnées. Les transactions peuvent néanmoins avoir des échéances dites rompues, c'est-à-dire ne correspondant pas à un nombre de mois exact. Le coût en est généralement plus élevé car le banquier a plus de mal à couvrir son propre risque de change.

Pour effectuer des opérations de change à terme, les banques exigent en général de leurs clients (sauf lorsqu'elles travaillent avec d'autres institutions bancaires) un dépôt de garantie. Quand les fluctuations sont importantes et défavorables à ses clients, le banquier peut réclamer un supplément de garantie.

Les opérations à terme s'effectuent directement de banque à banque ou, beaucoup plus rarement, par l'intermédiaire de courtiers. Elles ne sont jamais cotées en bourse. Il n'existe donc pas de cours à terme officiel. Il faut préciser que des cotations des cours de change à terme sont envisagées à la bourse de philadelphie.

Pour conclure, nous pouvons dire qu'il y a deux types de taux de change, selon la date de l'échange réel des monnaies : le taux de change au comptant qui est le prix pour une transaction « immédiate » et le taux de change à terme qui est le prix pour une transaction qui interviendra ultérieurement.

Une opération de change à terme combine en fait une opération de change au comptant et une double opération de trésorerie dont les prix sont parfaitement connus dès le départ.

Conclusion du chapitre I :

Lié à la montée de la finance globale, le marché des changes s'est fortement progressé, ces dernières années.

De simple centre de conversion des monnaies nationales entre elles, subordonné pour l'essentiel aux opérations commerciales, le marché des changes est devenu le cœur du marché financier international.

S'il est aujourd'hui presque indifférent de passer d'une devise à une autre, d'adapter continuellement la structure en devises et d'emprunter en une autre, c'est justement parce qu'il existe, sur ce marché, une vaste panoplie d'opérations qui non seulement permettent les conversions mais encore autorisent la couverture des risques y afférent.

L'existence de variations des changes entraîne deux types d'attitudes différentes de la part des intervenants sur le marché : certains groupes ne souhaitent pas parier sur ce que seront les taux de change dans le futur. Ils sont exposés à un risque de change dans le cours de leurs activités ordinaires et recherchent une couverture à leur position créditrice ou débitrice.

D'autres groupes estiment pouvoir prendre une position exposée à un risque de change pour réaliser un gain. Il y a alors spéculation sur l'évolution future des changes au moyen d'opérations d'arbitrages.

Le contrat de change à terme est le principal moyen de se couvrir ou de spéculer sur le marché des changes. 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, le taux de change à terme. Il existe différents contrats de change à terme : les contrats basés sur les opérations traditionnelles, terme bancaire et « swap » cambiste et ceux basés sur les produits dérivés.

Comme les taux de change peuvent varier quotidiennement, nous allons étudier dans le chapitre suivant l'attitude des pouvoirs publics relativement à cette variation.

Introduction au chapitre II :

Un régime de change est « l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, et donc le comportement du taux de change. Il existe une grande variété de systèmes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes, le régime de change fixe et le régime de change flottant »¹.

Les échanges internationaux de biens et services nécessitent des opérations de conversion entre monnaies, puisque chaque pays possède sa propre monnaie.

Sur les marchés des changes, les cours des monnaies peuvent varier quotidiennement. L'attitude des pouvoirs publics face à cette éventuelle variation prend deux formes principales : l'indifférence, le contrôle et l'intervention.

Lorsque la banque centrale d'un pays surveille et garantit un certain taux de change, c'est parce que l'Etat a décidé d'adopter un régime de change fixe. Dans le cas où cette garantie n'est pas assurée (indifférence), le pays a donc opté pour un régime de change flexible.

Le plus souvent, le régime de change est de type intermédiaire : le marché joue un rôle prépondérant, mais rares sont les autorités monétaires qui se désintéressent totalement de la valeur de leur monnaie. L'intervention régulière des banques centrales sur le marché de change vise à agir sur les cours et on parle dans ce cas de flottement impur.

L'approche de ces différents éléments, nous conduit à scinder ce chapitre en deux sections.

La première sera consacrée à l'analyse du régime de change fixe.

La seconde section, quant à elle, se focalisera d'abord à l'étude du régime de change intermédiaire, puis du régime de change flottant.

¹LaTribune.fr- Journal quotidien boursier, économique et financier, fiche technique n°11 du 28/10/2008 : les différents régimes de change (www.latribune.fr/bourse/devises/fiches-techniques/20081114trib000310270/fiche-technique-n11-les-differents-regimes-de-change-.html).

Section 1 : Les régimes de change fixes

Dans un régime de change fixe, « une parité de référence entre la monnaie du pays considéré et une devise ou un panier de la monnaie est définie. Les autorités interviennent alors sur le marché des changes pour défendre cette parité officielle »¹.

Lorsque le marché des changes est libéralisé, le respect de cet engagement impose aux autorités d'intervenir sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité établie, par l'achat de la monnaie nationale si la monnaie tend à se déprécier sur le marché des changes, par sa vente dans le cas contraire.²

Lorsque le marché des changes est contrôlé, la monnaie est inconvertible, la parité est définie arbitrairement et soutenue artificiellement

La propriété essentielle d'un régime de change fixe est d'établir une relation stricte et forte entre la monnaie domestique et une ou plusieurs devises. De cette manière, les autorités des pays concernés ne peuvent pas remettre facilement en cause le régime de change ainsi choisi.

En conséquence, les régimes d'ancrage dur sont censés avoir une faible réversibilité, ce qui augmente d'autant leur crédibilité.

Dans cette section, nous allons essayer de présenter les deux formes principales d'ancrage dur à savoir : les caisses d'émission et les unions monétaires.

1-1) Types des régimes de change fixes :

Deux formes principales d'ancrage dur sont distinguées : les caisses d'émission et la dollarisation.

¹ M. DUPUY, J.M. CARDEBAT, Y. JEGOUREL, finance internationale, Op. Citée, P.146.

² Amina Lahèche-Revil (chercheur associé au CEPPII et maître de conférence à l'Université d'Amiens), les régimes de change, Paris, 1999 (<http://www.cepii.fr/francgraph/publications/ecomod/lepoinstur/2000ch8.pdf>).

1-1-1) Les régimes de caisse d'émission :

Les caisses d'émission – appelées aussi currency board – sont un arrangement monétaire ancien. La première caisse d'émission fut instaurée à l'île Maurice en 1849, pour se généraliser ensuite à près de soixante dix colonies britanniques. Si dès son origine elle avait pour objectif de garantir la stabilité de l'unité monétaire domestique vis-à-vis d'une devise, il convient de souligner qu'elle était restreinte aux relations entre les colonies et la métropole. La stabilité monétaire avait alors pour objectif de faciliter les transactions au sein de l'empire colonial. De ce fait, le mouvement d'indépendance des colonies a favorisé un net recul des caisses d'émission dans le monde.

Il faut attendre les années 1980, et surtout les années 1990, pour assister à leur résurgence. Les caisses d'émission ont en effet connu un regain d'intérêt avec leur adoption dans des pays à hyperinflation (Argentine, 1991-2002 ; Bulgarie, depuis 1997); dans certaines économies en transition (Estonie, depuis 1992 ; Lituanie, depuis 1994) ; dans des économies en reconstruction (Bosnie-Herzégovine, depuis 1997), et dans des économies très fortement intégrées financièrement au reste du monde (Hong-Kong, depuis 1983).

1-1-1-1) Définition de la caisse d'émission :

*Il s'agit « d'un régime de change basé sur un engagement explicite à convertir la monnaie domestique contre une devise particulière à un taux fixe. La monnaie domestique émise est totalement couverte par des actifs en devises ».*¹

Ce régime définit une règle d'émission de la monnaie centrale (appelée aussi base monétaire). En effet, l'offre de monnaie centrale ne peut s'accroître que si préalablement les réserves de change dans la (ou les) devise (s) de rattachement ont été accrues. Inversement, toute perte de réserves de change doit se traduire par une contraction de l'offre de monnaie centrale.

Dans sa forme pure, la caisse d'émission ne permet pas à la banque centrale d'accorder des crédits au gouvernement (impact sur la discipline budgétaire) ni de prêter au système bancaire (impact sur la stabilité financière).

¹ La tribune.fr, 28/10/2008.

Dans un tel système monétaire, la banque centrale perd toute autonomie de la politique monétaire. Ainsi, même les taux d'intérêt à court terme sont des taux fixés par le marché. Ils sont liés aux taux d'intérêt de la (ou des) devise (s) servant d'ancrage à la monnaie domestique.

La crédibilité de la caisse d'émission est renforcée par le fait que la règle d'émission monétaire s'exprime sous la forme d'une loi qui précise aussi la (ou les) devise (s) de rattachement ainsi que la parité fixe. La loi garantit aussi la libre convertibilité de la monnaie domestique vis-à-vis de la (des) devise (s) de rattachement. Il n'y a donc pas de contrôle des changes.

1-1-1-2) Les effets attendus d'une caisse d'émission :

a) Les avantages attendus d'une caisse d'émission :

Une caisse d'émission offre en principe des gains en crédibilité plus élevés que les autres régimes de change pour deux raisons principales :

- d'une part, l'ancrage étant plus strict que dans les régimes de change intermédiaires, la capacité des autorités à mener des politiques économiques discrétionnaires est limitée;
- d'autre part, l'abandon de la caisse d'émission est politiquement plus coûteux en raison de son caractère institutionnalisé.

Les limites imposées aux politiques discrétionnaires sous un tel régime de change doivent conduire à un biais inflationniste très faible. On doit donc s'attendre empiriquement à observer un taux d'inflation plus faible dans les pays à caisse d'émission relativement aux pays ayant adopté d'autres régimes de change. Le faible taux d'inflation attendu s'explique par deux mécanismes. En premier lieu, en conditionnant l'émission de la monnaie centrale à l'accroissement préalable des réserves de change, la caisse d'émission produit un effet discipline. Celui-ci doit se traduire par une croissance de la masse monétaire inférieure dans les pays à caisse d'émission par rapport aux autres.

En second lieu, la caisse d'émission peut générer un effet confiance dans lequel à un même niveau d'offre de monnaie doit correspondre un taux d'inflation plus faible par rapport aux autres régimes de change.

Les gains en crédibilité liés à la caisse d'émission ont deux effets attendus. D'une part, la réduction des anticipations d'inflation doit conduire à une diminution des taux d'intérêt. Celle-ci doit à son tour exercer une influence favorable sur l'investissement et donc la croissance économique. Par rapport aux autres régimes de change, ces gains en crédibilité

doivent impliquer des taux d'intérêts inférieurs dans les pays à caisses d'émission par rapport aux autres.

D'autre part, non seulement le taux d'inflation domestique doit converger rapidement et durablement vers le taux d'inflation du pays ancre, mais l'écart d'intérêts entre les deux pays doit être inférieur à ce qu'il serait pour des pays ayant d'autres régimes de change.

b) Les coûts potentiels d'une caisse d'émission :

➤ L'affaiblissement de la capacité de réaction face à des chocs négatifs :

Les coûts potentiels liés à un régime de caisse d'émission font d'abord référence aux limites introduites en termes de capacité à réagir à des chocs négatifs domestiques ou extérieurs. En effet, lorsque les prix et les salaires sont insuffisamment flexibles -et plus précisément lorsqu'il y a des rigidités à la baisse- un choc négatif a des effets dépressifs profonds dans la mesure où la règle d'émission contraint la réaction de la politique monétaire. Par exemple, une expansion monétaire pourrait se révéler utile pour réagir à un ralentissement marqué de la croissance. Or, cette expansion est conditionnée par la capacité de la caisse d'émission à accroître ses réserves de change. De même, lorsque des chocs extérieurs frappent des pays à caisse d'émission, comme ce fut le cas pour l'Argentine en 1995 à la suite de la crise mexicaine, et de Hong Kong en 1997-1998 lors de la crise asiatique, le strict respect de la règle monétaire empêche les autorités de contrer les effets négatifs liés aux sorties de capitaux et aux attaques spéculatives.

Ainsi, lorsque les capitaux sortent soit en raison d'une crise de confiance, soit en raison d'une dégradation de la compétitivité creusant le déficit courant, la règle monétaire est susceptible de produire un enchaînement procyclique déstabilisant pour l'économie. Cet enchaînement procyclique repose sur trois mécanismes principaux :

- en premier lieu, les sorties de capitaux donnent lieu à des pertes de réserves de change. Or, la règle monétaire interdit aux autorités de stériliser les conséquences en terme d'offre de monnaie domestique de ces pertes. Cela signifie qu'elles ne peuvent pas accroître le refinancement des banques commerciales pour annuler les effets de contraction de la masse monétaire liée à la chute des réserves de change. La seule solution qui s'offre à la banque centrale est d'emprunter des capitaux sur les marchés internationaux, mais ceci à un taux d'intérêt plus élevé. L'augmentation du coût des financements extérieurs pour la banque centrale se propage à l'ensemble des taux d'intérêt domestiques, ce qui a un effet procyclique ou déstabilisant ;

- en deuxième lieu, comme l'Etat ne peut pas se financer auprès de la banque centrale, le respect de sa contrainte budgétaire dans un contexte de ralentissement de l'activité lui impose soit d'augmenter les impôts, soit de réduire les dépenses. Dans les deux cas, l'action est procyclique ;
- en troisième lieu, la contrainte de non-refinancement des banques conduit ces dernières à rationner le crédit alors même que l'activité est déjà ralentie.
A nouveau cette réaction est procyclique.¹

➤ **L'arbitrage stabilité monétaire-stabilité financière :**

En matière de choix de régime de change, les autorités sont souvent confrontées à la nécessité d'arbitrer entre la stabilité monétaire et la stabilité financière. Lorsqu'on choisit une caisse d'émission en tant que régime monétaire, cet arbitrage est particulièrement important. En effet, le respect d'une caisse d'émission limite la capacité de la banque centrale à intervenir en tant que prêteur en dernier ressort.

Les autorités peuvent utiliser la politique budgétaire à la place de la politique monétaire afin de soutenir les banques en difficulté. Une telle stratégie est cependant limitée en temps de crise, période au cours de laquelle le gouvernement est souvent rationné financièrement. Les autorités peuvent choisir de recourir aux marchés financiers internationaux en achetant une assurance pour faire face à des chocs négatifs. Les limites d'une telle assurance sont doubles : d'une part, les montants en jeu sont très inférieurs aux besoins. Dans le cas argentin, les 6 milliards de dollars de lignes de crédit représentent moins de 10% de M2. D'autre part, les banques peuvent être réticentes à renouveler ces lignes de crédit dans les périodes d'extrêmes difficultés financières domestiques.

Dans cette perspective, il est important de doter l'économie d'un système financier solide et donc d'adapter le cadre réglementaire et de supervision avant la mise en place d'une caisse d'émission.

L'accent mis sur la régulation et la supervision bancaire a une implication importante : le régime de caisse d'émission ne peut pas à lui seul assurer la stabilité financière.

¹ J-P. ALLEGRET, les régimes de change dans les marchés émergents, Vuibert, 2005, P118.

1-1-1-3) Les performances macroéconomiques des caisses d'émission :

Les régimes de caisse d'émission ont des avantages et des inconvénients.

Dès lors, l'identification de leur efficacité est une question qui ne peut avoir qu'une réponse empirique. On considère ici quelques données économiques particulièrement importantes regroupées en trois catégories : les variables nominales, la croissance et l'emploi et enfin les effets de crédibilité.

➤ Les variables nominales :

Pour les pays ayant connu des niveaux d'inflation très élevés ou même l'hyperinflation, Argentine, Bulgarie, Estonie et Lituanie, la mise en place de la caisse d'émission a conduit à une très forte chute de l'inflation.

Une autre manière d'apprécier les performances en matière d'inflation est de comparer la convergence des taux d'intérêt vers les pays ancrés selon que le régime de change est une caisse d'émission ou un autre régime d'ancrage. Les taux d'inflation ont convergé rapidement et durablement vers celui du pays ancré pour les économies à très fortes inflations.

La croissance de la masse monétaire est moins élevée dans les pays à caisse d'émission que dans les autres : c'est l'effet discipline. Il y a aussi un effet confiance : pour un même taux de croissance de la masse monétaire, les pays à caisse d'émission ont des taux d'inflation inférieurs aux autres régimes de change.

Les bonnes performances des caisses d'émission en matière d'inflation se traduisent par le fait que les taux d'intérêt réels tendent à être inférieurs dans ce régime de change par rapport aux autres. Ce niveau des taux d'intérêt réels est lui-même la conséquence du fait que l'adoption d'une caisse d'émission est en général suivie d'une baisse marquée des taux d'intérêt nominaux à court terme. Les pays à caisse d'émission tendent à avoir des taux d'intérêt inférieurs aux pays à autres régimes de change. C'est le cas de l'Argentine avant l'effondrement de sa caisse d'émission. De même, Hong Kong a eu des taux courts inférieurs aux autres pays de la zone jusqu'à la crise asiatique.

➤ **Evolution de la croissance et de l'emploi :**

Les pays à caisse d'émission ne semblent pas souffrir d'une croissance plus lente que les autres. Au contraire, sur la période 1975-1996, la croissance du PIB a été en moyenne de 4% dans les pays à caisse d'émission contre 3,3% dans les pays à autres ancrages et 3,1% dans les pays à changes flottants.

L'adoption d'une caisse d'émission s'effectue assez souvent dans un contexte de déséquilibres macroéconomiques profonds avec une faible croissance économique. Dans la mesure où ce régime de change conduit à la stabilisation macroéconomique, son adoption peut être suivie par un rebond marqué de l'activité. Ce fut clairement le cas pour les pays baltes, la Bulgarie et initialement l'Argentine. Il est donc très important de considérer les performances en matière d'emplois et de croissance en longue période. Les expériences de l'Argentine et de Hong Kong sont particulièrement intéressantes étant donné la longévité de leur caisse d'émission respective. L'évolution des PIB réels de ces deux pays, comparativement à des pays de la même zone économique, montre que les performances macroéconomiques se sont dégradées de manière significative au cours des années 1990 à la suite des crises financières successives ayant affecté les marchés émergents. Ainsi, la caisse d'émission de Hong Kong a résisté aux attaques spéculatives de 1997 au prix d'une hausse des taux d'intérêt qui a entraîné une récession durable de l'activité. Depuis cette date, la croissance du PIB en terme réel de Hong Kong a été inférieure à celle de la Corée du Sud et de la Malaisie. De manière similaire, les performances de l'Argentine se sont fortement dégradées à partir de 1997.

Ces évolutions se retrouvent dans les performances en termes de taux de change. L'Argentine, et surtout Hong Kong, ont vu leur performance se dégrader relativement à leurs voisins qui ont adopté d'autres régimes de change.

Ces données confirment un coût potentiel des caisses d'émission : ce régime de change ne permet pas aux autorités de réagir à des chocs négatifs. En conséquence, l'ajustement de l'économie se révèle long et coûteux en termes d'activité et d'emplois.¹

¹ J-P. ALLEGRET, les régimes de change dans les marchés émergents, Op. Citée, P.128.

➤ **Caisse d'émission et crédibilité :**

Compte tenu des coûts potentiels liés à la caisse d'émission, l'évaluation des gains en crédibilité de ce régime de change est une question importante pour essayer de mesurer son efficacité d'ensemble. Un premier effet de crédibilité a pu être identifié précédemment, à savoir la baisse des taux d'intérêt à court terme à la suite de l'adoption d'une caisse d'émission.

Lorsqu'un régime d'ancrage est crédible, l'effet attendu est le suivant : l'écart d'intérêt entre la monnaie domestique et celle du pays ancré doit être faible et stable au cours du temps. D'une manière générale, les taux d'intérêt des pays à caisse d'émission tendent à converger rapidement vers ceux du pays ancré. A contrario, les écarts d'intérêts demeurent persistants pour les autres pays. En outre, les écarts de taux d'intérêt ont été moins volatils pour Hong Kong relativement aux autres pays de la zone et de l'Argentine par rapport au Brésil et au Mexique. Ainsi, il apparaît bien un effet de crédibilité lié à la caisse d'émission.

Cependant, cet effet crédibilité doit être nuancé. Dans les périodes de turbulence financière internationale, la crédibilité des caisses d'émission est régulièrement soumise à une crise de confiance. Cela a été notamment le cas de Hong Kong lors de la crise asiatique puis de la crise russe. Cette dernière a d'ailleurs fortement fragilisé la caisse d'émission de Hong Kong, phénomène qui apparaît à travers la forte hausse de l'écart d'intérêts à partir de mi-1998.

1-1-2) Les unions monétaires :

Les unions monétaires peuvent prendre deux formes principales :

- d'une part, la dollarisation dans laquelle la monnaie domestique est officiellement remplacée dans toutes ses fonctions (compte, paiement et réserve de valeur) par une devise ;
- d'autre part, le remplacement des monnaies domestiques par une nouvelle unité monétaire commune à plusieurs pays.

Ces deux formes d'union monétaire sont très différentes. Alors que la première repose sur un processus le plus souvent unilatéral et asymétrique, la seconde implique un haut degré de coopération et davantage de symétrie entre les pays participants. Par exemple, dans le cas de la dollarisation, le pays dollarisé subit la politique monétaire de la banque centrale du pays émetteur de la devise qui circule dans l'espace domestique alors que l'union monétaire fondée sur une monnaie commune implique la création d'une banque centrale qui gèrera la politique monétaire pour l'ensemble de la zone en question.

En dépit de ces différences très importantes, ces deux formes d'union monétaire posent une même question : pour quelle raison les Etats sont-ils conduits à renoncer à l'exercice de leur souveraineté monétaire en adoptant un processus de régionalisation monétaire. La réponse à cette question se situe dans le contexte de l'intégration financière internationale qui conduit à ce que Cohen (1998) appelle la « déterritorialisation » des monnaies. Ce processus rend en effet de plus en plus coûteux pour de nombreux pays le maintien de la souveraineté monétaire. Il n'y a plus de nécessaire correspondance « un pays-une monnaie ». Cette correspondance n'est d'ailleurs pas nécessairement optimale.

En premier lieu, l'accroissement du degré d'intégration commerciale entre les pays réduit les bénéfices liés à l'utilisation de monnaies nationales différentes. Le recours à l'union monétaire supprime des monnaies et par là même réduit les coûts du commerce. Dès lors, de la même manière que la réduction des droits de douane doit accroître le commerce international, l'union monétaire intensifie les échanges. Dans cette perspective, les pays qui tendent à échanger le plus les uns avec les autres ont une forte incitation à former une union monétaire. Les pays de petite taille répondent particulièrement à cette caractéristique. On déduit que le nombre de petits pays peut augmenter dans le monde sans accroissement proportionnel du nombre de monnaies nationales.

En second lieu, l'intégration économique accroît les bénéfices liés à la stabilité des prix. Dès lors, les pays ayant des difficultés récurrentes à maîtriser l'inflation sont incités à opter pour un processus d'union monétaire. C'est l'effet de discipline lié à cette dernière qui joue ici. On doit s'attendre à ce que les pays de petite taille et/ou avec inflation récurrente choisissent l'union monétaire.

1-1-2-1) Le contexte de l'abandon des souverainetés nationales :

L'intégration financière internationale a fortement accéléré le processus de déterritorialisation des monnaies : les devises les plus importantes circulent de plus en plus en dehors de leur espace d'origine. Ce processus de substitution des monnaies se manifeste le plus souvent dans les situations où la monnaie domestique est l'objet d'une défiance de la part des agents privés, soit en raison d'une inflation chronique, voire l'hyperinflation, soit du fait d'une crise politique. La substitution peut atteindre le point le plus ultime et devenir formelle, lorsque les autorités d'un pays décident de renoncer à l'exercice de leur souveraineté monétaire.

D'une manière générale, la déterritorialisation montre combien la globalisation financière a accru la concurrence entre les monnaies. Dans ce contexte, la mobilité des capitaux rend de plus en plus difficile pour certains pays le maintien de l'exercice de la souveraineté monétaire. Les autorités sont confrontées à un triple choix : le maintien de la souveraineté monétaire dans sa forme traditionnelle, la subordination formelle (cas de la dollarisation) et l'alliance monétaire (à l'image de la formation de la zone euro). Les avantages liés à la souveraineté –symbole national, source de revenu pour l'Etat, instrument de politique économique et moyen d'isoler le plus possible l'économie nationale des influences et contraintes extérieures – tendent à s'amenuiser avec l'intégration financière internationale. Celle-ci rend en effet plus difficile l'exercice du contrôle monétaire au niveau national. Dès lors, ces avantages peuvent devenir inférieurs aux coûts du maintien de la souveraineté monétaire qui sont de deux ordres principaux :

- maintien de taux d'intérêt élevés ou de politiques restrictives afin d'asseoir la confiance des agents envers la monnaie, stratégie pouvant se révéler néfaste à la croissance économique ;
- coercition par l'exercice du droit de monopole de la banque centrale (interdiction des dépôts en devises dans les banques domestiques) ou par des contrôles stricts sur les mouvements de capitaux, stratégie source de distorsions et d'inefficacités économiques.

1-1-2-2) La dollarisation :

La dollarisation (ou euroisation) consiste pour un autre pays autre que les Etats-Unis (ou la zone euro) à adopter le dollar (ou l'euro) comme moyen de paiement sur son territoire. Un tel arrangement monétaire a été adopté par des micro-Etats. Les trois pays dollarisés les plus importants en taille sont le Panama (1904), l'Equateur (2000) et le Salvador (2001). Les hésitations de l'Argentine, dès la fin des années 1990, sur l'opportunité de dollariser officiellement son économie ont relancé les discussions sur les avantages et inconvénients d'un tel système. La dollarisation peut s'interpréter comme une réponse possible aux limites rencontrées par les autres régimes de change. D'un côté, le flottement de la monnaie peut s'accompagner d'un accroissement de la volatilité des changes dommageable à l'activité économique et à la croissance. D'un autre côté, même les régimes d'ancrage dur, du type caisse d'émission, n'échappent pas aux attaques spéculatives, à l'image de l'Argentine en

2001-2002. Dans les deux cas, la dollarisation est une réponse dans la mesure où elle supprime la monnaie domestique et donc tout problème de change.

a) Typologie des régimes de dollarisation :

L'emploi du terme « dollarisation » soulève une ambiguïté récurrente dans les débats publics comme dans une partie de la littérature. Une première difficulté terminologique provient du fait que certains auteurs incluent dans le processus de dollarisation le remplacement d'une monnaie nationale par une devise différente de la monnaie américaine. Ainsi, l'utilisation du rand sud-africain par les pays d'Afrique australe ou de l'euro par les pays d'Europe centrale et orientale (« euroïsation ») est parfois assimilée à un régime de dollarisation alors que le terme de « xénomonetisation » serait sans doute mieux adapté. Une seconde ambiguïté réside dans la divergence du cadre d'étude retenu. Alors que des auteurs privilégient l'analyse de la dollarisation partielle, d'autres mettent davantage l'accent sur la dollarisation complète. Pour éclairer le débat, nous examinerons dans un premier temps les divers sens qui se cachent derrière le terme générique de dollarisation. Nous rappellerons ensuite les différents régimes de dollarisation que l'on peut rencontrer afin de recenser les pays, territoires et dépendances officiellement dollarisés.

➤ **La dollarisation, un concept polysémique :**

Au sens strict, la dollarisation désigne l'abandon d'une monnaie domestique au profit du dollar américain. La dollarisation est définie comme l'évolution selon laquelle « *le dollar s'impose de plus en plus comme réserve de valeur, unité de compte et parfois intermédiaire des échanges pour certains produits* »¹. Au sens large, la dollarisation est un terme générique qui caractérise les pays dont les transactions financières se réalisent dans une devise étrangère, sans qu'il s'agisse pour autant du dollar américain.

Elle est également réductrice car elle laisse à croire que seule la devise américaine est l'objet d'un mouvement de polarisation monétaire.

Si la dollarisation peut revêtir différentes formes, on peut opérer une distinction en fonction de deux critères de différenciation : le degré de pénétration de la devise étrangère

¹ A. MINDA, « la dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », mondes en développement, De Boeck, 2005, P.16.

dans les pratiques monétaires d'une économie et le degré d'officialisation et de son acceptation institutionnelle par les autorités. Sur la base du premier critère, il convient de distinguer la dollarisation partielle de la dollarisation complète. Le premier régime désigne un phénomène de pluralité monétaire où une devise étrangère circule parallèlement à la monnaie domestique. Il s'agit d'un processus informel, plus ou moins souterrain, de substitution monétaire : une devise étrangère remplace la monnaie nationale dans une partie de ses attributs. L'exemple type est celui des pays latino-américains dans les années 1970 et 1980 en proie à une inflation galopante. Face à une perte de confiance dans leur propre monnaie, les agents privés se sont mis à utiliser le dollar comme unité de compte mais également comme monnaie de transaction, en particulier pour l'acquisition de biens de consommation durables onéreux. De son côté, la dollarisation intégrale caractérise un phénomène d'exclusivité monétaire dans la mesure où la devise américaine s'impose comme signe monétaire exclusif. Sur la base du second critère, on peut distinguer la dollarisation de facto ou officieuse de la dollarisation de jure ou officielle. Dans le premier cas, il s'agit d'un processus naturel découlant d'un choix des résidents d'un pays. Ces derniers possèdent une partie importante de leurs avoirs financiers en devise étrangère alors que celle-ci ne possède pas de cours légal. Dans le second cas, il s'agit d'un processus institutionnel relevant d'un choix des autorités monétaires. L'utilisation de la monnaie étrangère est reconnue officiellement par les pouvoirs publics à travers la fixation de son cours légal.

➤ **De la dollarisation rampante à la dollarisation intégrale :**

Malgré ces difficultés, il est cependant possible de dresser une taxinomie des régimes de dollarisation. En combinant les deux critères de différenciation mentionnés précédemment, on isole quatre régimes-types. (Tableau 7)

Le régime A1 est le plus répandu : une monnaie étrangère circule aux côtés de la monnaie nationale sans aucune reconnaissance des pouvoirs publics.

L'Amérique latine est sans doute un des meilleurs exemples de cette dollarisation rampante. En 2000, plus de 80% des dépôts du système bancaire de la Bolivie et de l'Uruguay étaient constitués en dollars. Si la part était plus faible pour l'Argentine et le Pérou, elle restait cependant importante puisqu'elle atteignait respectivement 64% et 78%.¹

¹ A. MINDA, « la dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », *mondes en développement*, Op. Citée, P.17.

Le régime A2 correspond à une dollarisation semi-officielle : l'Etat légalise certaines pratiques monétaires en devise étrangère tout en conservant les signes monétaires nationaux. Ainsi, le Guatemala a autorisé en 2001 l'utilisation du dollar dans les transactions nationales, les prix des actifs financiers, les comptes bancaires, le libellé des contrats et la rémunération de certains salaires.

Dans le régime B1, la dollarisation est intégrale mais officieuse. Elle est associée à des périodes de conflits et de crises qui ont mis en péril la souveraineté politique comme au Timor Oriental et au Kosovo avant 2000. Le régime B2 qui correspond à la dollarisation officielle et intégrale est le processus le plus abouti.

Tableau 7 : Taxinomie des régimes de dollarisation

	Dollarisation de facto (officieuse)	Dollarisation de jure (officielle)
Dollarisation partielle (pluralité monétaire)	A1 Perte de souveraineté partielle non assumée Régime de dollarisation le plus courant. Processus spontané relevant d'un choix des agents privés Ex : la plupart des économies latino-américaines, Russie...	A2 Perte de souveraineté partielle et assumée Régime intermédiaire entre A1 et B2. Dollarisation « semi-officielle » (bimonétisation officielle, régimes duaux avec ou sans currency board)
Dollarisation intégrale (exclusivité monétaire)	B1 Perte de souveraineté intégrale non assumée Régime particulier : déficit de souveraineté politique (logique séparatiste, situation de conflit, décomposition d'une entité politique) Ex : Timor Oriental et Kosovo avant	B2 Perte de souveraineté intégrale et assumée Dollarisation indirecte : aboutissement après A1 ou A2 « capitulation » des autorités, Ex : Equateur Dollarisation directe, suite à B1, lors de la constitution ou de

	2000.	l'affirmation d'une entité politique. Ex : Monténégro, Kosovo, Timor Oriental
--	-------	--

Source : A. MINDA, « la dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », *mondes en développement*, Op. Citée, P.18.

➤ **Recensement des économies officiellement dollarisées :**

Le tableau 8 montre qu'il y a un grand mythe à propos de la dollarisation intégrale. En janvier 2005, il n'y avait que 17 pays indépendants officiellement dollarisés ou bimonétarisés. Le poids démographique de cet ensemble (42 millions d'habitants) est comparable à la population de l'Espagne ou de la Pologne. Le PIB moyen ne dépasse pas 3,6 milliards de dollars. A eux seuls, l'Equateur, le Guatemala, le Salvador et Panama représentent respectivement 93% et 88% du PIB et de la population de ce groupe de pays.

La dollarisation stristo sensu concerne un nombre encore plus réduit d'Etats, puisque seulement neuf d'entre eux ont adopté la devise américaine comme monnaie officielle. Certes, le nombre d'économies dollarisées est sensiblement supérieur si l'on inclut les territoires et dépendances qui reconnaissent officiellement la devise américaine. A l'exception de Porto Rico, il s'agit cependant d'un sous-ensemble faiblement peuplé.

Si la dollarisation partielle est un régime plus diffus et plus profond, la dollarisation intégrale a concerné essentiellement jusqu'à la fin du dernier siècle des petits pays et territoires. Parmi ces derniers, une grande partie sont insulaires (Iles Marshall, Micronésie) et possèdent le statut de dépendance américaine (Guam, Iles Vierges, Porto Rico). Toutefois, l'adhésion récente à ce régime par des pays de taille supérieure (Equateur, Salvador, Guatemala) modifie le cadre d'analyse et d'expérimentation, en particulier pour l'Amérique latine.

Tableau 8 : Pays indépendants officiellement dollarisés ou bimonétisés

Janvier 2005

Pays	Population 2003*	PIB** 2002	Monnaie légale	Pièces locales	Dollarisé depuis
Andorre	69 150	1,2	Euro en remplacement de la peseta espagnole et du		2002 (euro) 1278 (franc

			franc français		peseta)
Equateur	13 710 234	24,3	Dollar américain	×	2000
Guatemala	13 909 384	23,2	Système bimonétaire : dollar américain et quetzal		2001
Kiribati (Iles Gilbert)	98 549	0,1	Dollar australien en remplacement de la livre sterling		1979 (dollar australien) 1943 (livre sterling)
Libéria	3 317 176	0,5	Système bimonétaire : dollar américain et dollar libérien		1945
Liechtenstein	33 145	0,7	Franc suisse		1921
Marshall (Iles)	56 429	0,1	Dollar américain		1944
Micronésie	108 143	0,2	Dollar américain		1944
Monaco	32 130	0,8	Euro en remplacement du franc français	×	2002 (euro) 1865 (franc)
Nauru	12 570	0,1	Dollar australien		1914
Palau	19 000	0,2	Dollar américain		1944
Panama	2 960 784	9,5	Dollar américain	×	1904
Saint-Marin	28 119	0,1	Euro en remplacement de la lire italienne	×	2002 (euro) 1897 (lire)
Salvador	6 470 379	13,0	Dollar américain Disparition progressive du Colón		2001
Timor Oriental	997 853	0,2	Dollar américain		2000
Tuvalu (Iles Ellice)	11 305	0,0	Dollar australien		1892
Vatican (Cité du)	911	0,0	Euro en remplacement de la lire italienne	×	2002 (euro) 1929 (lire)

* estimation en juillet

** en milliards de US\$

Source : A. MINDA, « la dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », *mondes en développement*, Op. Citée, P.19.

b) Les bénéfices attendus de la dollarisation monétaire :

La littérature relative à la dollarisation intégrale a abordé à plusieurs reprises l'analyse des avantages et des coûts de l'instauration d'un tel régime de change. Les défenseurs de la dollarisation totale mettent en avant les avantages suivants : crédibilité renforcée des gouvernements face aux crises de change, d'où une baisse des taux d'intérêt par réduction de la prime de risque ; diminution de l'inflation et baisse des coûts de transaction, d'où une plus grande intégration commerciale, financière et fiscale ; abandon du financement par création monétaire, ce qui favorise le développement du secteur bancaire.

Certains auteurs rajoutent la meilleure prévention des crises d'endettement, l'approfondissement des systèmes financiers ou encore de renforcement de la discipline fiscale. Outre les avantages de nature économique, nous évoquerons les arguments politiques comme la plus grande stabilité des institutions engendrée par le retour présupposé de la confiance et de la stabilité monétaire.

➤ Crédibilité monétaire et baisse des taux d'intérêt :

L'annonce officielle de substituer une monnaie nationale par une devise étrangère se fait rarement « à froid ». Elle survient, la plupart du temps, dans un contexte d'instabilité économique, politique et sociale. L'incapacité chronique des autorités à assainir les finances publiques, à restaurer l'équilibre des comptes extérieurs, à juguler l'inflation ou à endiguer le chômage accentue la perte de confiance dans l'économie nationale.

Dans ce contexte, l'adoption pleine et entière du dollar est un moyen d'éviter les crises monétaires ou de balance des paiements. La disparition de la monnaie nationale élimine le risque de change et de dévaluation, d'où un frein aux attaques spéculatives et à la volatilité des capitaux qui les accompagnent. La plus grande stabilité monétaire qui en résulte favorise les investissements étrangers mais aussi la diminution du service de la dette publique, l'investissement domestique et la croissance, dans la mesure où la substitution monétaire contribue également à la baisse des taux d'intérêt.

On peut isoler deux facteurs à l'origine de la réduction des taux d'intérêt. D'une part, la suppression du risque de dévaluation réduit la prime de risque-pays, ce qui favorise une convergence des taux d'intérêt nationaux vers les taux américains, nettement inférieurs et moins volatils. D'autre part, l'élimination du risque de change à l'égard de la monnaie

américaine réduit les coûts de transaction, en particulier les frais inhérents à la conversion et à la couverture des opérations en devises.

➤ **Stabilité économique et réduction de l'inflation :**

Un pays qui adopte une monnaie internationale bénéficiant d'une réputation de stabilité devrait enregistrer de bonnes performances en matière de maîtrise des tensions inflationnistes puisque la politique visant à contrôler la hausse des prix est désormais étroitement liée à la politique monétaire américaine. Par ailleurs, le pays dollarisé emprunte la crédibilité du pays émetteur, ce qui le délivre d'une gestion active, souvent coûteuse, de sa monnaie. Même si la dollarisation totale n'exclut pas le risque de chocs externes, elle contribue à diminuer leur impact et les risques de contagion en éliminant les risques de change. De façon plus générale, la décision des dirigeants d'opter pour la dollarisation complète peut être interprétée comme un message destiné à la communauté financière internationale visant à lui prouver le désir de leur pays de tendre vers la stabilité économique.

L'exemple de l'Equateur est riche d'enseignements puisque l'année qui précède l'adoption officielle du dollar, l'activité économique chute de près de 8%, le chômage urbain monte jusqu'à 14,4%, le revenu brut disponible diminue de 5% et le PIB par habitant recule de près de 10% en 1999. Dans ce cas, la dollarisation officielle ne s'analyse pas uniquement comme une réaction « à chaud » face à une situation d'incertitude. Si le changement brutal du régime de change vise à résoudre une situation de crise à un instant donné, les autorités aspirent également à se protéger durablement contre les crises futures. La réaction dans l'urgence n'exclut pas la recherche d'une solution permanente à l'instabilité macroéconomique et monétaire.¹

➤ **Ouverture sur l'extérieur et intégration commerciale :**

L'adoption d'une monnaie étrangère faciliterait une intégration plus poussée avec l'économie américaine et les économies du reste du monde, dans la mesure où on assiste à une diminution des coûts de transaction et à une stabilité des prix libellés en dollars.

¹ A. MINDA, « la dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », mondes en développement, Op. Citée, P.21.

➤ **Approfondissement du système financier :**

Le remplacement de la monnaie domestique par une devise plus stable devrait également favoriser l'intégration du marché financier domestique, dans la mesure où l'épargne et les opérations financières avec l'extérieur utiliseraient désormais comme support la nouvelle unité monétaire. Si le développement financier est étroitement lié à la croissance économique, on estime cependant que la dollarisation est encore plus bénéfique quand les marchés de capitaux sont déjà bien intégrés.

Le changement de monnaie induirait aussi des conséquences positives sur le système bancaire. Malgré la perte de commissions sur les opérations de change, l'élimination du risque de dévaluation et la plus faible volatilité des taux d'intérêt diminuent la vulnérabilité des établissements de crédit. Le retour de la confiance dans les signes monétaires ne peut qu'accélérer le taux de bancarisation et le retour des capitaux investis à l'étranger.

La perte de confiance dans la monnaie domestique est manifeste quand les résidents préfèrent placer une large partie de leur épargne en dollars. Cette méfiance peut se traduire par une fuite des capitaux ou par la détention d'actifs monétaires et financiers nationaux libellés en devises étrangères.

➤ **Discipline budgétaire et fiscale :**

Parmi les avantages de la dollarisation complète, on invoque aussi l'impossibilité pour les dirigeants de continuer à mener des politiques budgétaires expansionnistes créatrices d'inflation. En abandonnant le privilège de battre monnaie, l'Etat ne peut plus recourir à la « planche à billet » pour financer ses déficits. Il est dans l'obligation de diminuer les dépenses publiques ou d'augmenter les recettes (ou d'opter pour une combinaison des deux), voire d'activer le programme de privatisation.

Faute d'une rigueur budgétaire suffisante, les pouvoirs publics seraient contraints de s'endetter, car ils ne peuvent recourir indéfiniment aux privatisations. Certes, l'accès aux marchés de capitaux internationaux est favorisé si le pays bénéficie d'une plus grande crédibilité à l'extérieur, mais l'abandon de la monnaie nationale n'est pas toujours suffisant. La stabilité macroéconomique, la fermeté de la politique économique, la sécurité juridique et la stabilité politique jouent également un rôle déterminant (Herrera Valencia, 2002). Or, une

hausse importante de l'endettement public pourrait faire craindre une instabilité économique et une augmentation des taux d'intérêt pour les emprunteurs nationaux.

➤ **Crédibilité monétaire et stabilité politique :**

Au-delà des avantages de nature économique, un argument politique est également introduit dans le débat. La pleine dollarisation écarte presque définitivement la question du choix du régime de change. Le nouveau régime devra être accepté comme un facteur exogène, indépendant du champ d'action de la politique nationale, évitant ainsi de « coûteuses controverses dans le cadre de la politique intérieure ». La confiance restaurée dans la monnaie officielle et la stabilité monétaire obtenue grâce à la dollarisation totale augmenteraient la légitimité des dirigeants. Cette plus forte légitimité, induite par le gain de crédibilité monétaire, s'accompagnerait d'une plus grande stabilité politique. Il est vrai que les périodes qui précèdent le passage à une dollarisation complète sont parfois marquées par une forte instabilité politique. Le Timor oriental et le Kosovo connaissent avant l'abandon de leur souveraineté monétaire un déficit de souveraineté politique. Selon une étude de la Banque interaméricaine de développement, les coûts directs et indirects de la violence au Salvador représentaient 13% du PIB en 1998. l'Equateur qui a vu cinq chefs d'état se succéder entre 1995 et 2000 souffre dans le même temps d'un enchaînement de démissions, fraudes, corruptions, décrets d'urgence, grèves et révoltes paysannes. Dans ces conditions, l'annonce de la dollarisation vise à restaurer autant la stabilité macroéconomique que la crédibilité politique des dirigeants.

c) Les coûts associés au processus de dollarisation intégrale :

Les objections formulées à l'encontre de la dollarisation intégrale tournent autour de cinq types d'arguments : perte d'indépendance de la politique monétaire, abandon de la politique de change, perte du droit de seigneurage, disparition du prêteur en dernier ressort et limitation des instruments contra cycliques.

➤ **Perte d'autonomie de la politique monétaire :**

Une des objections les plus courantes de la dollarisation intégrale est la perte d'indépendance de la politique monétaire, puisque le pays dollarisé est désormais entièrement subordonné aux décisions de la Banque centrale du pays émetteur. C'est également le cas avec une monnaie commune, mais l'ampleur de la perte est plus grande car le pays ne participe plus à l'élaboration de la politique monétaire. Dans une union monétaire, chaque

pays à droit à un siège à la table où se décide la politique économique. Le choix de la politique monétaire appartient désormais à la seule Réserve Fédérale américaine qui prend ses décisions sur la base d'indicateurs de son économie, manipulant les taux d'intérêt selon les pressions inflationnistes ou les perspectives de croissance. Cette subordination est d'autant plus dommageable que les cycles économiques entre le pays dollarisé et les Etats-Unis seront divergents. Une baisse des taux américains pour éviter une récession aux Etats-Unis serait-elle compatible avec le début d'une surchauffe dans un pays ayant adopté officiellement le dollar ? Face à cette critique, les partisans de la dollarisation officielle font remarquer que le renforcement de l'intégration commerciale et financière va faire en sorte que la conjoncture économique du pays qui abandonne sa monnaie sera de plus en plus en corrélation avec celle du pays émetteur. Dès lors, il n'y a pas lieu de supposer a priori que la politique monétaire lui sera en permanence inappropriée.

➤ **Abandon de la politique de change :**

Même si la politique monétaire n'est pas l'instrument le plus adéquat pour procéder à des adaptations en profondeur, le pays dollarisé perd également l'arme du taux de change comme variable d'ajustement. Cette perte de souveraineté monétaire oblige les pouvoirs publics en cas de chocs à recourir à d'autres outils comme la politique budgétaire, la flexibilité du marché du travail ou encore le contrôle des capitaux. L'existence de rigidités sur les prix et les salaires nominaux rend d'autant plus contraignant l'ajustement qu'il repose sur un nombre plus limité d'instruments.

Par ailleurs, si la dollarisation totale élimine le risque de change à l'égard du pays émetteur, elle ne protège pas le pays dollarisé des variations de change vis-à-vis de ses partenaires commerciaux qui ont conservé leur monnaie, ni des fluctuations du dollar à l'égard des autres devises. Ainsi, une appréciation de la monnaie américaine réduit la capacité exportatrice du pays qui l'a adoptée, mais augmente dans le même temps le prix des importations en provenance des pays n'appartenant pas à la zone monétaire.

Comme le constate Arès (2001), l'impact des variations de change sur les pays dollarisés changera en fonction de la part du commerce extérieur réalisée avec les pays hors de la zone dollar. Dans le cas de l'Amérique latine, l'impact serait élevé dans des pays comme l'Argentine, le Brésil et le Chili puisque les échanges commerciaux qu'ils réalisent avec l'Europe et le Japon sont supérieurs à ceux enregistrés avec les Etats-Unis. En revanche, la

portée des fluctuations de change serait plus faible dans des pays dont la part des échanges avec les Etats-Unis est importante (Amérique centrale, Colombie, Venezuela, Equateur).¹

➤ **Privation du droit de seigneurage :**

Une économie qui adopte officiellement une devise étrangère perd le seigneurage, c'est-à-dire les recettes que peut tirer la Banque centrale de son privilège de battre monnaie. On peut partager en deux catégories cette perte de seigneurage. D'une part, le « coût de seigneurage brut » ou « coût de stock » équivaut aux dépenses engendrées pour l'achat de nouvelles pièces et de nouveaux billets auprès de la Banque centrale étrangère pour remplacer la monnaie domestique détenue par les banques et les autres agents économiques.

La mise en circulation de la nouvelle monnaie s'opère soit par un prélèvement sur les réserves de change existantes, soit par l'intermédiaire d'un emprunt extérieur. Le pays dollarisé se prive ainsi des revenus relatifs à ces réserves en devises ou supporte le coût de l'emprunt. D'autre part, le « coût de seigneurage net » ou « coût de flux » représente le manque à gagner résultant de la suppression des revenus tirés des intérêts perçus sur les réserves de change. Il convient de signaler que ces deux coûts seront d'autant plus faibles que l'économie était antérieurement dans une situation de dollarisation officieuse.

➤ **Disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort :**

Une autre critique formulée à l'encontre de la dollarisation officielle est la disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort assumée par la Banque centrale au cours d'une crise bancaire. L'abandon du pouvoir d'émettre de la monnaie enlève aux autorités monétaires la possibilité de répondre à la demande de crédit des banques qui connaissent des problèmes de liquidité.

La suppression du prêteur en dernier ressort, en faisant disparaître le problème de l'aléa moral, oblige cependant les établissements de crédit à mieux gérer leur risque, d'où une moindre vulnérabilité du système bancaire. De même, l'élimination du risque de change, la plus faible volatilité des taux d'intérêt et le retour des capitaux de l'étranger qui résultent de la substitution monétaire sont susceptibles de diminuer la fragilité des banques.

¹ A. MINDA, « la dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », mondes en développement, Op. Citée, P.19.

➤ **Réduction des instruments contra-cycliques :**

Comme nous l'avons mentionné précédemment, un pays qui opte pour une dollarisation officielle se prive d'instruments contra-cycliques comme la politique monétaire et la politique de change. Dans une économie dollarisée, le poids de l'ajustement en cas de chocs asymétriques d'origine externe (baisse des exportations, augmentation du prix des matières premières...) ou interne (instabilité politique, chute de la croissance...) repose sur des instruments qui peuvent être socialement coûteux pour relancer l'activité. Ainsi, l'absence de la flexibilité des salaires des services publics transfère sur les contribuables le coût de l'ajustement budgétaire pendant les périodes de récession.

D'une manière générale, les instruments qui restent à la disposition des pouvoirs publics sont, à l'exception du contrôle des capitaux, la politique de réduction des dépenses publiques, la politique fiscale, le contrôle des salaires et les stimulations visant à favoriser les gains de productivité. Le recours à de telles méthodes n'est pas toujours aisé à mettre en œuvre sur le plan social, dans la mesure où l'ajustement s'opérera à l'aide de variables plus réelles que nominales.

1-1-2-3) Les unions monétaires régionales :

Les unions monétaires régionales peuvent reposer sur deux types de logique. Dans le premier, il s'agit de créer une nouvelle monnaie commune à différents pays. C'est la stratégie adoptée par les pays de l'UE. Une telle stratégie s'appuie sur des considérations économiques, mais surtout politiques. De ce fait, elle repose sur des exigences difficiles à atteindre dans les autres régions du monde. Dès lors, une autre forme d'union régionale est possible et moins exigeante. Elle repose sur la mise en place d'ancrages monétaires communs.

Ces deux logiques seront analysées successivement.

a) Unions monétaires régionales et monnaie commune : l'importance des exigences politiques

La formation d'une union autour d'une monnaie unique repose sur une approche très ambitieuse impliquant quatre pré-requis : en premier lieu, une banque centrale indépendante afin d'éviter tout biais inflationniste au sein de la zone. En second lieu une flexibilité des prix et des salaires permettant l'ajustement des économies face aux chocs dans une situation où le taux de change ne peut plus être une variable d'ajustement. En troisième lieu, un secteur financier fort reposant sur une procédure de rejet du déficit budgétaire excessif au niveau du

secteur public et sur des réformes bancaires au niveau du secteur privé. Enfin, des barrières à la sortie afin d'assurer la crédibilité de la zone.

Comme l'a montré l'expérience de l'unification monétaire européenne, des accords économiques et politiques accompagnant l'unification monétaire sont indispensables. Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine sont encore loin de remplir ces pré-requis. Plus précisément, si les institutions ayant pour objectif d'améliorer la coordination des politiques économiques existent dans ces deux régions, les conditions politiques de leur efficacité ne sont pas remplies.

Il existe dans le MERCOSUR des dispositifs institutionnels favorables à la coordination des politiques économiques :

- traité de Ouro Preto instituant en 2000 une structure permanente dédiée à cette coordination ;
- définitions en 2000 d'objectifs et de procédures destinés à assurer la convergence des déficits et des niveaux de dette publique ;
- création d'un groupe de surveillance macroéconomique de haut niveau équivalent au Conseil EcoFin dans l'UE.

De même, les pays d'Asie de l'Est et du Sud-est ont une longue tradition en matière d'arrangements institutionnels destinés à favoriser la coopération. La crise asiatique de 1997-1998 a fortement intensifié les discussions liées à la coopération monétaire au sein de la zone. Après l'échec de la proposition japonaise de créer un fonds monétaire asiatique, les principaux pays de l'ANASE ont invité la Chine, la Corée du Sud et le Japon à coopérer davantage avec eux. Ces pays ont ainsi participé à une série de réunions de l'ANASE (en 1997, 1998, 1999) pour aboutir en mai 2000 à l'initiative de Chiang Mai. Celle-ci établit un processus de coopération ANASE+3 autour des principaux axes suivants : 1) surveillance des flux de capitaux, 2) surveillance régionale, 3) mécanismes de soutiens monétaires sous la forme d'un réseau de swaps entre les banques centrales.

Cependant, l'intégration monétaire avec monnaie unique implique une dynamique politique que l'on n'observe pas en dehors du continent européen. De ce fait, alors même que l'architecture institutionnelle est présente en Asie ou en Amérique latine, la volonté politique manque pour la rendre efficace. Cela signifie d'une part que les mécanismes de coordination

et de surveillance ne reposent pas sur des procédures disciplinantes permettant de faire respecter les règles et, d'autre part, que les mécanismes de soutiens monétaires réciproques sont limités par la volonté des pays à monnaies fortes de s'engager dans un processus durable d'interventions pour assurer la stabilité des taux de change.¹

b) Unions monétaires régionales et ancrage commun sur des devises directrices :

L'ancrage d'une monnaie domestique à une devise repose sur deux objectifs : d'une part, la recherche d'une crédibilité accrue de la stabilisation économique (Amérique latine) ; d'autre part, une logique d'intégration où les critères des zones monétaires optimales sont prédominants. Selon ces dernières, l'ancrage résulte de quatre critères principaux : 1) l'importance des chocs symétriques ; 2) un ratio élevé commerce extérieur sur PIB ; 3) être des partenaires commerciaux mutuels ; 4) avoir des mécanismes d'absorption des chocs asymétriques (mobilité des facteurs, flexibilité du salaire réel et/ou fédéralisme budgétaire). Dans un contexte de forte mobilité des capitaux, un autre critère important doit être intégré : la cohérence entre la monnaie de référence du commerce extérieur et celle de la dette extérieure.

Cette section s'est attachée à identifier les avantages et les inconvénients des régimes d'ancrage dur. Que se soient les caisses d'émission, la dollarisation ou les unions monétaires régionales, il apparaît que les expériences observées montrent les limites de tels régimes de change.

Plus précisément, les caisses d'émission et la dollarisation se heurtent à des difficultés d'ajustement face aux chocs qui tendent à devenir croissants avec la durée du régime de change.

Les unions monétaires régionales semblent logiques en Asie de l'Est et du Sud-est, et dans une moindre mesure en Amérique latine, si on tient aux critères des zones monétaires optimales. Cependant, si on intègre dans l'analyse les incitations politiques, alors la praticabilité de telles unions semble restreinte aux pays d'Europe centrale et orientale ayant vocation à rejoindre l'Union européenne.

Dans cette perspective, le régime des changes flexible semble avoir un avenir certain, notamment, dans les marchés émergents

¹ J-P. ALLEGRET, les régimes de change dans les marchés émergents, Op. Citée, P.154.

Section 2 : les régimes de change intermédiaires et flottants

Le système basé sur le régime de flottement pur des monnaies est théoriquement caractérisé par l'absence d'intervention de la Banque Centrale sur le marché des changes. Le cours alors pratiqué est supposé obéir aux critères de la loi de l'offre et de la demande. Mais il s'avère que, au vu de l'influence des variations du taux de change sur la formation des prix internes, ce flottement dit pur est utopique. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle il est souvent fait allusion aux notions de flottement impur ou géré, pour exprimer aussi le degré d'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes.

Dans cette section, nous allons d'abord étudier les régimes de change intermédiaire et flottant. Puis, nous verrons les régimes de change les plus sujets aux crises. Ensuite, nous mettrons en relief les liens entre la fragilité financière et les régimes de change. Et enfin, nous analyserons les obstacles au libre flottement des monnaies dans les pays émergents.

2-1) Les régimes de change intermédiaires :

Les régimes intermédiaires regroupent les régimes de change quasi fixes et quasi flottants.

2-1-1) Les types de régimes de change intermédiaires :

On trouve plus précisément les systèmes suivants :

2-1-1-1) Les taux de change fixes mais ajustables :

Ils correspondent largement au régime monétaire de Bretton Woods (avec une marge de fluctuation autour de la parité centrale déclarée au Fonds monétaire international [FMI] de +/- 1% entre 1944 et décembre 1971 ; puis de +/- 2,5% jusqu'en 1973) et à celui du mécanisme de change européen (+/- 2,25% entre 1979 et 1993 ; +/- 1,5% entre août 1993 et décembre 1998). La largeur de la bande est un indicateur du degré plus ou moins élevé d'engagement des autorités envers un régime rigide : plus la bande est étroite, plus le degré de rigidité est élevé. En outre, afin d'estimer le véritable degré de rigidité d'un tel régime de change, il convient aussi de tenir compte de la fréquence des modifications de parité centrale ainsi que du comportement des autorités pour défendre les taux de change dans les périodes de tension.

2-1-1-2) Les parités glissantes : (crawling peg)

En principe, ce régime est moins rigide que les précédents dans la mesure où les autorités sont amenées à réviser les bandes à intervalles réguliers (celles-ci glissent). Elles peuvent être aussi amenées à modifier le taux central. Ainsi, le taux de change est ajusté périodiquement à un taux fixe annoncé au préalable ou en réponse aux variations de certaines variables, différentiel d'inflation avec le pays d'ancrage afin de maintenir la compétitivité-prix, par exemple. L'objectif des autorités est à la fois d'obtenir une certaine stabilité des changes à des fins d'ancrage nominal tout en sauvegardant la compétitivité de l'économie.

En 2004, le FMI recensait 5 pays (Bolivie, Costa Rica, Iles Salomon, Nicaragua et Tunisie) ayant adopté ce régime de change.¹

2-1-1-3) L'ancrage sur un panier :

Ce régime de change est de fait plus flexible que les précédents dans la mesure où les autorités peuvent manipuler les pondérations des différentes monnaies qui sont en règle générales tenues secrètes. De ce point de vue, son manque de transparence peut nuire à sa crédibilité.

2-1-1-4) Les zones cibles ou bandes :

Les autorités de différents pays peuvent se mettre d'accord -implicitement ou explicitement- pour encadrer les évolutions de leur monnaie respective afin d'éviter les phénomènes de mésalignement tels que ceux que l'on a connus au début des années 1980 avec le dollar. Les mésalignements caractérisent des situations où le taux de change courant ne traduit pas ses déterminants fondamentaux. Il s'agit d'un régime relativement flexible, les marges de fluctuation étant en règle générale larges.

2-1-1-5) Le flottage dirigé :

Les taux de change sont flottants, mais les autorités peuvent être amenées à intervenir sur les marchés des changes. Cette approche permet aux autorités monétaires d'influencer les mouvements du taux de change à travers une intervention active, sans spécifier ou pré-annoncer une trajectoire pour le taux de change, la Banque Centrale ne s'engageant pas sur un taux de change ciblé. Ce régime est adopté par nombreux pays émergents à partir de la fin des années 1990 et début des années 2000, notamment l'Argentine, l'Uruguay, la Roumanie, la

¹ M. DUPUY, J.M. CARDEBAT, Y. JEGOUREL, *finance internationale*, Op. Citée, P.147.

République Tchèque, la Croatie ou encore la Russie et Singapour. Ce régime de change a été adopté par 49 pays en 2004 selon le FMI.

Selon le FMI, aussi, 63 pays avaient adopté en 2004 un régime de change intermédiaire.

2-1-2) La fragilité des régimes de change intermédiaires :

Les années 1990 ont été marquées par une succession de crises de change qui ont affecté tant les économies développées que les marchés émergents. De telles crises ont frappé des pays qui avaient choisi des stratégies d'ancrage de leur monnaie sur une devise forte. De cette succession de crises s'est dégagé le consensus selon lequel les régimes de change intermédiaires –c'est-à-dire reposant sur un ancrage non dur- devaient être éliminés de toute stratégie crédible des autorités.

Les travaux empiriques semblent corroder cette vision selon laquelle les régimes intermédiaires sont intrinsèquement fragiles et conduisent à l'instabilité.

Ainsi, une étude portant sur des pays d'Amérique Latine et des Caraïbes sur la période 1957-1990 a révélé que la durée moyenne de l'ancrage est de dix mois. Un tiers de ces ancres a été abandonné après sept mois, plus de la moitié le sont au bout d'un an.

La crise de change est considérée comme la résultante d'un changement dans les fondamentaux de l'économie d'un pays.

Plus précisément, un effondrement du régime de change pourra être observée dans les périodes où les politiques monétaires et/ou budgétaires suivies par les autorités sont incompatibles avec le maintien de ce régime.

2-2) Le régime de change flottant :

Il n'y a pas d'étalon, il n'existe pas de parité officielle. Le taux de change d'une monnaie varie librement sur le marché des changes, en fonction de l'offre et de la demande pour cette monnaie.¹

¹<http://brises.org/notionphp/regime-de-change/taux-de-change/changes-fixes/changes-flottants/SMI/notId/134/notBranch/134/>. (Brises : Banque de Ressources Interactives en sciences économiques et sociales).

On peut demander de la monnaie parce qu'on achète des produits à l'étranger, parce qu'on veut acheter des titres à l'étranger ou pour des tas d'autres raisons.

Le cours suit la tendance du jour : on parle d'appréciation ou de dépréciation de la monnaie quand il varie.

La Banque centrale n'a plus d'obligation d'intervention quant à la valeur de sa monnaie par rapport aux autres (mais elle peut toujours intervenir pour limiter l'ampleur des variations).

C'est le régime de changes en vigueur aujourd'hui.

Le régime est connu aussi sous le nom de « flottement pur ». Il est adopté par de nombreux pays comme les Etats-Unis, le Canada, l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Japon, la Suisse, le Royaume Uni ou les pays émergents comme le Brésil, le Chili ou la Pologne.

2-2-1) Dynamique et transition :

Bien qu'une majorité de pays soient encore aujourd'hui dotés d'un régime de change plus ou moins fixe, ceux qui ont opté pour la flexibilité, ont vu leur nombre augmenter ces dix dernières années et il est probable que cette tendance va se poursuivre. C'est une tendance globalement positive, pour plusieurs raisons. Nous n'en mentionnerons que trois :

- Il est vrai que l'ajustement face à des chocs asymétriques durables peut tout à fait s'opérer de façon optimale en changes fixes, en Union monétaire ou dans un régime d'étalon-or mais ... si les salaires réels sont très flexibles. Dans l'environnement contemporain, caractérisé par l'existence de marchés du travail rigides, la flexibilité du taux de change permet de réaliser cet ajustement avec plus de souplesse. Citons Milton Friedman : « pourquoi ne pas laisser à un prix unique (le taux de change), très flexible celui-là, le soin de procéder à l'ajustement au lieu de multiplier les modifications de prix internes avec tout ce que cela implique comme contrainte et effets marginaux ? Pourquoi ne pas laisser le chien remuer la queue au lieu de laisser la queue remuer le chien ? ».¹
- La stabilisation macroéconomique est surtout assurée, de nos jours, par la politique monétaire, et cette dernière ne peut pas être pleinement opérante si le taux de change nominal est fixe (le triangle d'incompatibilité mis en avant par Mundell²). Par

¹ <http://www.melchior.fr/taux-de-change-fixes-flexibles.39190.html>.

² Un économiste canadien qui enseigne aux États-Unis.

conséquent, la flexibilité des changes dispose d'un véritable avantage sur la fixité en termes d'autonomie. Désormais, ceux qui défendent la fixité se placent, le plus souvent, dans le cadre de zones régionales de changes fixes ou d'Unions monétaires, mais cela suppose une intégration commerciale et politique importante.

- Un autre argument, moins souvent avancé, est qu'il est essentiel que les pays se dotent d'un marché des changes profond et liquide en vue de la découverte et de la détermination du prix des monnaies, c'est-à-dire du taux de change. Dans la plupart des pays en développement et des pays émergents, le marché des changes est étroit et ne fonctionne pas bien, en partie à cause des nombreuses réglementations dont il fait l'objet. La rigidité des parités empêche elle aussi le développement du marché des changes parce que les intervenants n'ont pas vraiment de raison de chercher à interpréter les tendances des taux de change, de prendre des positions, ou de gérer les risques. De plus, la banque centrale est généralement obligée de participer activement au marché, ce qui limite les opérations interbancaires. Quelles mesures un pays peut-il prendre pour développer son marché des changes et le rendre plus efficace ? Avant toute chose, il doit introduire une certaine souplesse dans son régime de change. Lorsque le taux de change commence à fluctuer, même légèrement, cela incite rapidement les opérateurs à s'informer, à estimer le prix des différentes monnaies et à gérer les risques de change.

Pourtant, de nombreux pays hésitent encore à laisser flotter leur monnaie par crainte de fluctuations excessives et aussi de peur de moins bien réussir à maîtriser les anticipations inflationnistes. C'est particulièrement vrai des pays dont les bilans bancaires sont exposés au risque de change et où la transmission de l'inflation par le biais du taux de change est plus importante.

Ils s'inquiètent également de la façon dont ils vont sortir du régime de change fixe, car ils savent qu'une sortie ordonnée exige de bien se préparer, d'agir au bon moment et de pouvoir prendre appui sur un cadre macroéconomique solide. En fait, dans la majorité des cas, les pays qui ont abandonné la parité fixe pour laisser flotter leur monnaie y ont été poussés par une situation de crise.

Selon le FMI, quelques mesures peuvent aider à réaliser une transition douce vers les changes flexibles :

- Limiter le rôle de « teneur de marché » que joue la banque centrale au détriment des autres contrepartistes. Il vaudrait mieux qu'elle réduise le plus possible ses opérations

avec les banques et renonce à exercer une influence sur les prix. Ainsi, en Turquie, la banque centrale s'est graduellement retirée du marché début 2001, ce qui a obligé les autres opérateurs à traiter entre eux.

- Eliminer progressivement les réglementations qui restreignent l'activité du marché, telles que l'obligation de rétrocéder les recettes en devises à la banque centrale, les taxes et surtaxes sur les opérations de change et les restrictions imposées aux transactions interbancaires. Il faut aussi unifier les marchés des changes et assouplir les restrictions qui pèsent sur certains mouvements de capitaux.
- Développer l'information sur l'origine et l'emploi des devises et sur les tendances de la balance des paiements afin de permettre aux participants de se faire une bonne idée du comportement du taux de change et de l'orientation future de la politique monétaire, et d'estimer correctement le prix des devises.
- Favoriser la mise au point d'instruments destinés à couvrir le risque de change en levant les contrôles sur les opérations à terme dès que les établissements financiers sont en mesure de gérer correctement les risques.
- Une politique d'intervention transparente a elle aussi son utilité. Ainsi, de nombreux pays qui ont affirmé leur volonté de laisser le marché déterminer leur taux de change, notamment les Philippines et la Turquie, ont clairement indiqué qu'ils n'interviendraient pas pour contrôler le cours de la monnaie. En matière d'intervention, l'engagement des autorités sur certains objectifs déclarés permet au marché de surveiller de près les opérations de change de la banque centrale, et à celle-ci d'en rendre compte. Exposer publiquement sa politique d'intervention, comme le font l'Australie et la Suède, et les raisons qui peuvent la motiver, constitue un bon exemple de transparence. Les interventions ne sont pas toujours efficaces quand il s'agit d'agir sur le taux de change ou de réduire sa volatilité; en fait, elles ne font souvent qu'accroître l'instabilité du taux.

La grande question de transition vers des changes plus flexibles est la suivante : quand libéraliser les flux de capitaux ? Toute la difficulté consiste à déterminer s'il convient de libéraliser avant ou après l'assouplissement du régime de change. L'expérience des marchés émergents ces dernières années souligne les risques qu'il peut y avoir à opter pour la première solution. Beaucoup de pays qui avaient fait ce choix ont en effet été contraints d'abandonner leur système de change fixe après un brusque revirement des flux de capitaux (le Mexique à la fin de 1994, la Thaïlande en juillet 1997 et le Brésil au début de 1999). Ailleurs, les entrées massives de capitaux et les tensions à la hausse qui en ont résulté sur la parité fixe ont obligé

les autorités à assouplir le taux de change afin d'éviter la surchauffe de l'économie (Chili et Pologne dans les années 90). Ainsi, même dans un contexte économique favorable, libéraliser les flux de capitaux avant d'assurer la flexibilité du taux de change peut déstabiliser la situation de liquidité intérieure, créer des déséquilibres macroéconomiques et précipiter les attaques spéculatives.

2-2-2) Avantages et inconvénients du régime de change flottant :

Les défenseurs de ce régime de change, parmi lesquels on trouve surtout des auteurs monétaristes (Friedman, Johnson), lui reconnaissent plusieurs atouts :

- Il permet un ajustement automatique de la balance courante. Si un pays dégage un déficit courant, la dépréciation de la monnaie qui en résulte améliore sa compétitivité-prix, ce qui stimule ses exportations et décourage ses importations : l'équilibre de la balance courante est alors restauré ;
- Il garantit l'autonomie de la politique monétaire : les autorités monétaires peuvent librement fixer les taux d'intérêt en fonction de l'objectif interne poursuivi (lutte contre l'inflation ou lutte contre le chômage);
- Il dispense les banques centrales d'intervenir sur le marché des changes. Comme les taux de change se déterminent librement sur le marché des changes, les banques centrales n'ont pas à intervenir. On ne doit donc pas enregistrer de variations de réserves officielles ;
- Il rend la spéculation hasardeuse tout en lui conférant un rôle stabilisant. Le caractère hasardeux de la spéculation tient au fait que rien ne garantit à priori que les cours des monnaies évoluent dans le sens attendu par les spéculateurs. La spéculation est cependant stabilisante dans la mesure où les spéculateurs vont acheter une devise lorsque les cours sont bas (ils anticipent son appréciation) et la vendre lorsque les cours sont élevés (ils anticipent sa dépréciation). Les actions des spéculateurs vont alors contribuer à stabiliser les taux de change.
- Un taux de change flottant peut présenter des avantages nombreux et considérables mais un cadre de politique solide comporte d'autres composantes essentielles. Le bon fonctionnement du système financier national est indispensable pour permettre l'affectation efficace du capital au pays et pour faciliter l'amortissement des chocs

externes. C'est pourquoi les décideurs à l'échelle mondiale accordent beaucoup d'importance à l'amélioration de leurs systèmes bancaires et financiers nationaux.¹

Depuis les années 1990, des pays se sont également rendu compte de l'extrême importance de développer des marchés intérieurs de titres, pour leur propre protection ainsi que pour le bon fonctionnement du système économique mondial.

La politique budgétaire est aussi un aspect important. Les administrations publiques doivent gérer leurs finances de façon responsable. Cela ne veut pas dire qu'elles sont tenues d'afficher des budgets parfaitement équilibrés année après année. Elles doivent par contre maintenir, et s'engager à maintenir, le ratio de la dette au PIB à un niveau raisonnable et éviter d'accumuler des dettes qui limiteront la marge de manœuvre des gouvernements futurs.

Les changes flottants ont certes permis d'absorber un certain nombre de chocs de grande ampleur (chocs pétroliers, Krach boursier de 1987, etc.), mais ils n'ont pas tenu toutes leurs promesses. Ainsi, le passage aux changes flottants n'a pas contribué à l'ajustement des balances courantes (les déséquilibres internationaux se sont fortement accrus depuis le début des années quatre-vingt-dix) et n'a pas découragé les attaques spéculatives. L'apparition de bulles spéculatives sur le marché des changes montre clairement que la spéculation peut être déstabilisante. En outre, les banques centrales ont contribué à intervenir sur le marché des changes afin d'atténuer les mouvements des taux de change. Le flottement serait donc impur dans les faits.

Les détracteurs des changes flottants soulignent également que ce régime se traduit non seulement par une forte volatilité des taux de change, ce qui pénalise les échanges commerciaux et les IDE, mais favorise également les désalignements, c'est-à-dire les déviations amples et prolongées des taux de change par rapport à leur valeur d'équilibre (sous / surévaluation).²

2-2-3) L'incertitude sous le régime de change flottant :

Malgré les bienfaits que le régime de changes flottants a apportés, certains trouvent encore difficile de devoir composer avec l'incertitude qui peut l'accompagner. Un taux de change flexible implique des coûts de transaction un peu plus élevés et, à court terme, des

¹ Cité dans le discours prononcé par David Dogde, gouverneur de la Banque du Canada, le 4 mai 2007, sur l'importance d'un régime de change approprié (<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2007/sp07-9f.html>)

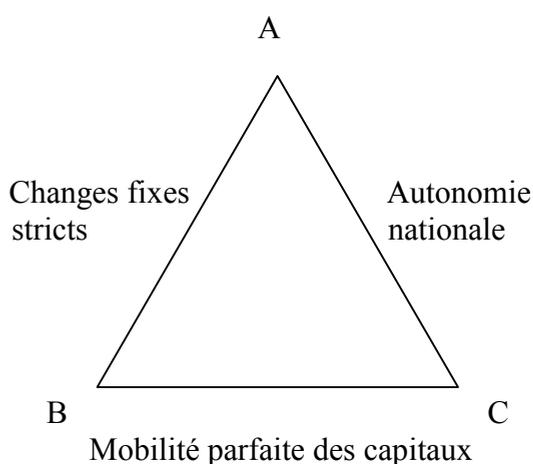
² <http://www.melchior.fr/taux-de-change-fixes-flexibles.39190.html>.

risques supplémentaires pour les entreprises. A cet égard, le développement de marchés des changes à terme profonds et efficaces est d'une importance capitale pour aider les entreprises à couvrir leurs risques de change. Grâce à ces marchés bien développés et au concours d'institutions financières qui offrent aux entreprises –particulièrement les petites- la possibilité de couvrir leurs risques à de faibles coûts, le risque de change additionnel qu'un taux de change flottant fait peser sur le secteur des entreprises est réduit au minimum.

Pour terminer cette présentation des régimes de change, notons que les contraintes imposées par le choix d'un régime peuvent être établies en faisant référence au triangle des incompatibilités.

Graphique 2 : Le triangle d'incompatibilité

Le triangle d'incompatibilité, dit aussi trilogie impossible, a été présenté initialement par R. Mundell en 1972 et réactualisé par T.Padoa-schioppa¹ à l'occasion de l'analyse des fondements du processus d'unification monétaire européenne. Il montre la difficulté rencontrée par les pays pour maintenir les trois éléments centraux du Système monétaire international : (1) la fixité des changes, (2) l'autonomie de la politique économique et (3) la mobilité des capitaux. Ces trois critères se contraignent mutuellement dans leur évolution : toute modification d'un critère entraîne celle des deux autres.



Source : J.P. ALLEGRET, monnaie, finance et mondialisation, Op. Citée, P.26.

Cette contrainte d'incompatibilité explique bien la fin du régime de taux de changes fixe issu des accords de Bretton Woods : la progressive libération des mouvements de capitaux

¹ Ancien Ministre de l'Economie et des Finances italien (2006-2008).

dans les années 1970 fait ressortir l'incompatibilité entre la fixité des changes et le refus du Japon et des pays européens de « subir » la politique monétaire américaine.

Elle explique aussi le processus d'intégration monétaire européenne : les crises de change du Système monétaire européen du début des années 1990 refléteront la contradiction entre le mécanisme de change européen (régime de change fixe) et les divergences entre des politiques monétaires nationales, en liberté des mouvements de capitaux. La solution sera la fixité absolue (monnaie unique) avec la suppression totale de l'autonomie des politiques monétaires (politique monétaire unique).

Si certains pays émergents, comme la Chine, peuvent associer fixité du change et autonomie de leur politique monétaire, c'est au prix d'une limitation des mouvements de capitaux.

2-3) Les régimes de change les plus sujets aux crises :

Sur la période 1990-2001, les estimations des crises de change¹ montrent qu'en moyenne les trois quarts de ces crises ont concerné des régimes d'ancrage. Le tableau relatif à la fréquence des crises montre que celle-ci est plus élevée dans les régimes d'ancrage que dans les régimes flottants : respectivement 1,09% et 0,79%. Dans les pays développés et les marchés émergents, les régimes flottants sont moins sujets aux crises que la moyenne de l'ensemble des pays. A contrario, pour les pays en développement qui sont moins ouverts au système financier international, les données suggèrent que les régimes d'ancrage flottants sont tout aussi sujets à des crises de change.

Tableau 9: Fréquences des crises de change selon les régimes de change et selon les groupes de pays (en%)

	Part des crises Dans chaque Régime (en % du total)	Fréquence dans tous les pays	Fréquence dans les pays développés et émergents	Fréquence dans les pays en développement (hors marchés émergents)
Ancrages durs	7,14	0,41	0,29	0,44

¹ L'indice de pression spéculative prend en compte la variation mensuelle nominale du taux de change de la monnaie domestique vis-à-vis d'une monnaie ancre et la variation mensuelle du taux d'intérêt domestique.

Régimes intermédiaires	72,96	1,30	1,21	1,36
Autres régimes flottants	19,90	0,72	0,52	0,88
Tous les régimes d'ancrage	72,96	1,09	1,10	1,09
Tous les régimes flottants	27,04	0,79	0,61	0,92

Source : J-P. ALLEGRET, les régimes de change dans les marchés émergents, Op. Citée, P.75.

Ce tableau montre aussi que les régimes intermédiaires ont une fréquence plus élevée de crises, et ce quel que soit le groupe de pays considéré. Plus précisément, les chances d'avoir une crise de change sous un régime intermédiaire sont trois fois plus élevées que sous un régime d'ancrage dur pour l'ensemble des pays et des pays en développement, et cinq fois plus pour les pays développés et marchés émergents. Ce résultat confirme le fait que l'ouverture financière internationale rend les régimes intermédiaires plus fragiles.

De même, les régimes intermédiaires sont davantage sujets à des crises que les régimes flottants pour l'ensemble des pays et des groupes considérés. Les régimes d'ancrage dur sont moins sujets aux crises que les régimes flottants à l'exception des pays développés et des marchés émergents où il n'est pas possible de rejeter l'hypothèse selon laquelle les deux types de régimes sont au moins aussi sujets à des crises.

2-4) Fragilité financière et régimes de change : quels sont les liens ?

Trois approches permettant d'établir un lien entre taux de change et régime de change sont distinguées : l'aléa moral, le « péché originel » et l'engagement. Chacune de ces approches identifie les avantages et les inconvénients des différents régimes de change.

2-4-1) L'approche en terme d'aléa moral :

L'approche en terme d'aléa moral a fait l'objet d'une très grande attention dans la littérature, notamment après la crise asiatique. Elle prend appui sur les asymétries d'information qui caractérisent les marchés financiers et du crédit.

En effet, de telles asymétries font qu'il est très difficile pour les autorités de surveiller les actions des banques. Or, celles-ci s'endettent pour développer leurs activités. En outre, elles savent qu'il existe une probabilité non nulle qu'elles soient secourues en cas de difficultés. Dans cette perspective, l'aléa moral met l'accent sur les effets de distorsion de la garantie implicite liée aux interventions des autorités en cas de difficultés, non seulement ils sous-estiment les risques qu'ils prennent dans leurs choix d'investissement, mais ils sont conduits à prendre des risques excessifs. Le fait qu'ils prennent trop de risque est à l'origine de la fragilité financière.

Si la régulation et la supervision sont inefficaces, dans un contexte d'ouverture financière internationale, les banques peuvent emprunter des capitaux à l'extérieur afin d'accroître leur part de marché domestique. Une telle dynamique explique les crises bancaires argentine (1980-1981) et chilienne (1982), mais surtout celles des pays d'Asie en 1997-1998. Le tableau 10 montre ainsi que les banques asiatiques ont eu une forte incitation à lever des capitaux internationaux pour développer leurs activités domestiques. Elles ont en effet pu bénéficier d'un écart de taux d'intérêt favorable aux emprunts extérieurs –les écarts de taux montrent qu'elles ont pu emprunter à de faibles taux sur les marchés internationaux et prêter à des taux élevés sur les marchés domestiques- et d'une très faible volatilité de leur taux de change vis-à-vis du dollar.

Tableau 10 : L'aléa moral : l'incitation des banques asiatiques à s'endetter internationalement

	Ecart d'intérêt*	Volatilité vis-à-vis du dollar
Indonésie	11,5	0,7
Corée du Sud	4,1	3,4
Malaisie	1,6	2,6
Philippines	6,5	3,8
Thaïlande	4,0	1,2
Allemagne	1,2	6,4
japon	-2,2	10,7

* taux des dépôts domestiques moins taux LIBOR en dollar pour les pays d'Asie. LIBOR domestique moins LIBOR en dollar pour le Japon et l'Allemagne. En points de pourcentage.

Source : J-P. ALLEGRET, *les régimes de change dans les marchés émergents*, Op. Citée, P.80.

La réduction de l'aléa moral repose sur une politique plus rigoureuse de supervision et de régulation du système financier, mais il convient aussi d'agir sur le régime de change. En effet, comme les changes fixes sont ici considérés en tant que garantie implicite, ils incitent les agents à s'endetter en devises sans se couvrir. Dès lors, la réduction de l'aléa moral, et par la même de la fragilité financière, nécessite l'adoption d'un régime de changes flexibles.

2-4-2) L'approche en terme de « péché originel » :

Le péché originel fait référence au fait qu'un très grand nombre de pays, et notamment les marchés émergents, ne peuvent pas utiliser leur propre monnaie pour emprunter à l'extérieur. Dès lors, la fragilité financière semble inhérente au système économique dans la mesure où les investissements domestiques seront l'objet d'un déséquilibre de devises : des investissements générant, par exemple, des pesos financés en dollars. Après avoir montré comment le péché originel est mesuré, ses causes sont analysées.

2-4-2-1) La mesure du « péché originel » :

On mesure le péché originel de la manière suivante :

$$OSIN_i = \max [1 - (\text{titres de dettes en monnaie } i / \text{titres de dettes émis par le pays } i), 0]$$

Le tableau 11 présente des estimations du ratio OSIN pour quelques groupes de pays.

Tableau 11 : Mesure du péché originel par groupes de pays (moyenne simple)

	OSIN 1993-1998	OSIN 1999-2001
Centres financiers	0,07	0,08
Zone euro	0,53	0,09
Autres pays développés	0,78	0,72
Centres offshore	0,96	0,87
Pays en développement	0,96	0,93
Amérique latine	0,98	1,00
Afrique et Moyen-Orient	0,95	0,90
Asie et Pacifique	0,99	0,94
Europe centrale et orientale	0,91	0,84

Source : J-P. ALLEGRET, *les régimes de change dans les marchés émergents*, Op. Citée, P.82.

Les coefficients les plus faibles sont obtenus par les centres financiers (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni et Suisse) et la zone euro. Les pays en développement souffrent d'un péché originel beaucoup plus important, notamment pour les pays d'Amérique latine.

Les pays ayant un coefficient élevé, et donc une très faible capacité à s'endetter internationalement dans leur propre monnaie, Brésil et Argentine par exemple, partagent un certain nombre de régularités empiriques.

En premier lieu, ils tendent à rechercher une stabilité de leur taux de change, ce qui conduit à adopter plutôt des régimes d'ancrage.

En deuxième lieu, afin de maintenir un tel régime de change mais aussi de détenir des garanties vis-à-vis des prêteurs internationaux, ils détiennent davantage de réserves de change que les autres.

En troisième lieu, on observe un lien positif entre l'intensité du péché originel et la volatilité de la production. Ainsi la volatilité moyenne de la croissance du PIB est de 1,5 point dans les pays industrialisés et de 3,5 points dans les pays en développement. Ce lien positif peut s'expliquer par le fait que, d'une part les autorités ont une capacité plus limitée à prendre des mesures contra-cycliques si nécessaire et, d'autre part, la dette en dollars accroît le coût de la dépréciation, provoquant alors un effet négatif sur l'activité.

En quatrième lieu enfin, le passage de 1 à 0 du ratio OSIN améliore significativement la notation du pays sur les marchés internationaux. En conséquence, les pays à faible capacité à s'endetter dans leur monnaie sont intrinsèquement fragiles.

2-4-2-2) Les causes du « péché originel » :

Les variables traditionnelles telles que le niveau de développement, la crédibilité monétaire et la qualité des institutions n'exercent aucune influence déterminante sur le niveau du coefficient OSIN. Il apparaît que seule la taille du pays est une variable explicative de ce coefficient. Dès lors, l'origine du péché originel ne repose pas sur les caractéristiques des pays emprunteurs sur les marchés internationaux –le Chili est par exemple doté d'institutions de qualité et d'une bonne crédibilité monétaire à présent sans qu'il soit pour autant en mesure de lever des fonds en pesos- mais sur les coûts de transaction liés à la diversification internationale des portefeuilles. Plus précisément, le fait que les marchés financiers

internationaux soient sujets à des coûts de transaction conduit à considérer que le portefeuille optimal doit être composé d'un nombre fini de devises. Or, les pays de grande taille, mais aussi les petits pays centres financiers historiques (la Suisse par exemple), en considérant que les coûts de transaction sont identiques pour tous les pays, offrent des possibilités de diversification plus importantes que les petits pays. Dès lors, ces derniers ont une incitation plus forte à la diversification que les premiers. En terme de coefficient OSIN, cela doit se traduire par une propension des pays de petite taille à détenir la monnaie des pays de grande taille sans que la réciproque soit vérifiée. On obtient ici un fondement aux résultats du tableau 11 qui montrait que peu de régions avaient un faible coefficient OSIN.

En terme de régimes de change, les autorités font face à un dilemme car les changes fixes comme les changes flexibles posent un problème du point de vue du péché originel. D'un côté, si le gouvernement laisse la monnaie flotter et donc éventuellement se déprécier, cela peut causer des faillites en raison du poids croissant de l'endettement en devises. D'un autre côté, si le gouvernement adopte un régime d'ancrage et doit donc défendre le taux de change en vendant des réserves en devises et en augmentant les taux d'intérêt, il peut précipiter les défauts sur les dettes à court terme.

Une solution peut consister à supprimer le taux de change selon un processus de dollarisation. En effet, lorsque le dollar est accepté pour les paiements domestiques, le déséquilibre de devises disparaît tandis que le déséquilibre de maturité¹ est atténué par le fait qu'il devient plus facile d'émettre des titres en dollars à long terme. La plus grande volonté des non-résidents de prêter à long terme et des résidents de laisser leur monnaie dans l'économie nationale accroît la profondeur des marchés financiers domestiques, ce qui diminue la fragilité financière et rend l'économie moins sujette aux crises.

2-4-3) L'approche en terme d'engagement :

La troisième approche fait référence au fait que les pays émergents et en développement font face à un problème d'engagement particulièrement important. La fragilité financière s'explique ici par la faiblesse des institutions.

¹ Le déséquilibre de maturité caractérise le fait que de nombreux pays émergents et en développement ont encore d'importantes difficultés à pouvoir s'endetter à long terme, non seulement en devises, mais aussi en monnaie domestique.

Les contrats financiers sont intertemporels au sens où le prêteur engage maintenant des moyens financiers dans l'espoir d'être remboursé plus tard. Il s'agit donc d'un pari sur l'avenir. Dès lors, des problèmes d'engagement et d'exécution des contrats apparaissent nécessairement. Ainsi, des transactions mutuellement avantageuses ex ante peuvent devenir non désirables mutuellement ex post. Par exemple, un emprunteur peut être dans une position plus avantageuse s'il ne rembourse pas sa dette. Cela signifie que les contrats financiers ne sont pas dotés de mécanismes automatiques d'exécution des contrats. C'est l'architecture institutionnelle de l'économie, notamment la structure juridique, la protection des droits de propriété et celle des créanciers, qui joue alors un rôle déterminant dans le développement financier.

Quelles sont les implications d'une telle approche sur la politique de change ?

D'un côté, la flexibilité des changes peut libérer les autorités et leur permettre d'intervenir pour soutenir des systèmes financiers fragiles en raison des faiblesses d'infrastructure. D'un autre côté, l'engagement de respecter des changes fixes limite l'action du prêteur en dernier ressort et la capacité des autorités à générer de l'inflation surprise. Si cela est susceptible d'inciter le système financier à devenir plus efficace, cela peut aussi conduire à un accroissement des taux d'intérêt demandés par les prêteurs. Un tel accroissement est un facteur de fragilité financière. Autrement dit, le régime de change n'apporte pas de solutions au problème de l'engagement, d'où la nécessité de conduire des réformes financières profondes.

2-5) Les obstacles à un libre flottage des monnaies dans les pays émergents :

Il est difficile pour les pays émergents, et plus largement les pays en développement, d'opter pour des changes flottants laissant aux marchés le soin de fixer les taux de change.

En premier lieu, pour les économies de petite taille et ouvertes sur l'extérieur, le taux de change joue le rôle de prix directeur pour de nombreux secteurs. De ce point de vue, de larges fluctuations sont susceptibles d'avoir des effets très déstabilisants.

En deuxième lieu, le choix d'un régime de change n'est en rien indépendant de la recherche de la qualité et de la crédibilité des politiques macroéconomiques.

Or, la plupart des marchés émergents souffrent à ce niveau d'un déficit important lié à leur histoire où l'instabilité monétaire a souvent été la règle. Les insuffisances du cadre institutionnel pour assurer des politiques monétaire et budgétaire stables font qu'il est difficile pour ces pays de se passer complètement du taux de change comme mécanisme disciplinant.

En troisième lieu, enfin, les fluctuations des taux de change des marchés émergents perturbent la disponibilité des financements extérieurs qui leur sont destinés. La stabilité des changes dans les marchés émergents peut être considérée comme un bien public international puisqu'elle facilite le recyclage de l'épargne de la population riche et vieillissante des pays industrialisés vers les économies du Sud à la recherche de capitaux.

L'expérience des changes flottants, tant dans les pays développés que dans les pays en voie de développement, suggère que les mésalignements peuvent être importants. Autrement dit, les déviations des taux de change courants par rapport à leur valeur fondamentale apparaissent souvent avec le flottement, suggérant que le marché n'est pas en mesure tout seul de fixer la valeur d'équilibre des monnaies. C'est sur la base de ce constat que Williamson (2000) a proposé la règle « BBC », ou « band, basket, and crawl », soit aussi bande de fluctuations, panier et glissement de la parité. Cette règle appartient à la catégorie des régimes intermédiaires puisqu'elle entend tirer parti des avantages des régimes d'ancrage et de flottement sans en subir les inconvénients. Plus précisément, le choix d'une bande suffisamment large (+ / - 10 à 15%) répond à quatre objectifs :

- éviter que les autorités ne défendent inutilement une parité centrale non soutenable. Or, avoir une bande étroite signifie que les autorités seraient en mesure d'estimer précisément le taux de change d'équilibre. Ce n'est pas le cas dans la réalité. La largeur de la bande permet alors de laisser glisser le taux de change et, en principe, doit limiter l'incitation de la banque centrale à défendre à tout prix un taux central particulier ;
- permettre à la parité centrale d'être ajustée en fonction de l'évolution des fondamentaux de l'économie sans provoquer une anticipation de changements discrets du change qui favoriserait les comportements spéculatifs sur les marchés ;

- donner aux autorités une marge de manœuvre en matière de politique monétaire : tant que le taux courant n'a pas atteint une des deux bornes, la banque centrale n'a pas à intervenir et peut donc manipuler le taux d'intérêt à des fins d'objectifs internes ;
- permettre au pays de faire face à des entrées massives mais temporaires de capitaux. En effet, si la bande est jugée crédible par les investisseurs, des opérations d'arbitrage vont intervenir dans l'anticipation d'un retour du taux de change courant vers sa valeur d'équilibre qui correspond à sa parité centrale.

Le panier vise à éviter les difficultés rencontrées par les pays d'Asie de l'Est et du Sud-est en 1997 à la suite de la très forte appréciation du dollar face au yen.

L'ancrage à un panier stabilise davantage la valeur externe d'une monnaie en tenant mieux compte de la diversification des échanges internationaux et du financement international.

Le glissement de la parité a pour objectif de neutraliser les effets liés aux écarts d'inflation, d'intégrer le biais de productivité lié à une croissance rapide et faciliter les ajustements réels.

Pour conclure, nous pouvons dire que dans les régimes de taux change flottants, le taux est déterminé par le marché. Dans les pays dotés de ce régime ; la Banque Centrale intervient (achat ou vente de devises contre la monnaie locale) surtout pour limiter les fluctuations à court terme du taux de change. Mais dans certains pays (Nouvelle-Zélande, Suède, Islande, Etats-Unis et zone euro notamment), les autorités monétaires n'interviennent presque jamais pour administrer les taux de change.

Le régime de taux de change flottant offre l'avantage de pérenniser une politique monétaire indépendante. Dans les pays qui l'appliquent, le marché des changes et les autres marchés financiers doivent être assez développés pour absorber les chocs sans variation majeure du taux de change. De plus, des instruments financiers doivent être disponibles pour parer aux risques liés à la fluctuation du taux de change. Presque toutes les économies avancées ont adopté le régime flottant, de même que la plupart des économies de marché émergentes.

Nous avons vu aussi que les régimes de change intermédiaires sont davantage sujets à des crises que les régimes flottants.

Conclusion du chapitre II :

En régime de change fixe, les autorités monétaires ont pour objectif le maintien de la valeur extérieure de leur monnaie par rapport à un étalon. Le respect de cette contrainte nécessite des interventions régulières de la Banque centrale (achats et ventes de devises ou maniement des taux d'intérêt).

La fixité n'est jamais totale car :

- il existe une marge étroite de fluctuations autorisées autour de la parité centrale de la devise ;
- il existe des possibilités de dévaluation et de réévaluation lorsque les déséquilibres extérieurs deviennent durables (on parle alors de changes fixes ajustables).

En régime de changes flexibles, les autorités monétaires ne sont pas liées par un accord de change.

En régime de flottement pur, la Banque centrale n'intervient pas du tout sur le marché des changes. La valeur extérieure de la monnaie dépend alors de l'équilibre entre l'offre et la demande de devises (la loi du marché).

Cette situation a caractérisé le système monétaire international depuis 1973.

En fait, un pays ne se désintéresse jamais complètement de la valeur extérieure de sa monnaie : la Banque centrale est conduite à intervenir pour amortir les fluctuations du taux de change lorsqu'elles deviennent trop fortes (elle se réserve la possibilité de mener une politique de change). En régime de flottement impur (ou administré), les interventions de la Banque centrale sont ponctuelles (non systématiques).

Dans le régime de change fixe, l'intervention des autorités ne peut pas être permanente parce qu'elle conduit à l'épuisement des réserves du pays dont la monnaie se déprécie. Lorsque l'écart devient durable, il faut modifier le taux de change officiel, c'est-à-dire procéder à une dévaluation (réévaluation pour l'autre monnaie).

Cela constitue l'objet du chapitre suivant.

Introduction au chapitre III:

La dévaluation (et la réévaluation) est le changement de l'équivalence légale entre la monnaie nationale et les monnaies étrangères. La question d'une dévaluation (et symétriquement d'une réévaluation) ne peut se poser que dans un régime de changes fixes et lorsque les monnaies ne sont plus directement rattachées à l'or.

La dévaluation (ou la réévaluation) se différencie sur ce point du phénomène de la dépréciation (ou de l'appréciation) monétaire. Les dépréciations (et appréciations) sont susceptibles de se produire, en effet, dans toutes les économies monétarisées.

Alors que la dépréciation est un phénomène qui sanctionne une situation économique sans intervention officielle des autorités, la dévaluation implique une décision politique.

Il faut savoir choisir le moment et le taux, savoir « faire passer » la décision et maîtriser les conséquences (et bien sûr tout cela vaut aussi pour l'opération symétrique : la réévaluation).

Les premières dévaluations apparaissent, après la première guerre mondiale, lorsque la plupart des pays abandonnent l'étalon-or et adoptent l'étalon de change or. Elles se développent surtout après la seconde guerre mondiale, avec le triomphe des changes fixes.

L'étude de la dévaluation (et de la réévaluation) n'a pas qu'un intérêt historique ; c'est, en effet, une façon commode de traiter des problèmes de la parité des monnaies et du déséquilibre extérieur. Même si chaque dévaluation et chaque réévaluation sont des événements uniques dont il ne faut jamais oublier le caractère historique, il résulte de la relative stabilité du contexte sociopolitique et des conditions techniques de fonctionnement des économies capitalistes occidentales.

Pour bien comprendre ces mécanismes, il y a lieu, d'une part, d'entamer une réflexion sur les causes et les motivations d'une dévaluation, sujet de notre première section, et ensuite, examiner les modalités, les contraintes, les effets et les conséquences d'une telle mesure, dans une seconde section. Enfin, les problèmes que soulève la réévaluation, qui est un événement encore plus limité mais pas exactement symétrique de la dévaluation, vont être abordés dans une troisième section.

Section 1 : Les causes et les motivations d'une dévaluation

Pour régler ses importations, un pays a besoin de devises. Il peut se procurer des ressources grâce aux ventes à l'exportation. Le produit de ces dernières peut être complété par des placements de capitaux à long terme ou à court terme de non-résidents. Il faut tenir compte, en outre, des investissements extérieurs des résidents. L'ensemble de ces mouvements est retracé dans un document qu'on appelle « la balance des paiements ». Si cette balance récapitule, après coup, les mouvements des biens et services, d'une part, et celui des capitaux, d'autre part, les offres et les demandes de devises apparaissent quotidiennement. Ces offres et ces demandes de devises font l'objet de confrontation sur le marché des changes. Si le taux de change est fixe, l'équilibre n'est réalisé que si l'offre et la demande s'égalisent à ce prix. Lorsque la demande est supérieure à l'offre, les autorités interviennent pour maintenir le cours. Mais cette mise en vente des devises diminue le montant des réserves, et leur épuisement signifierait la banqueroute et la cessation de paiement. La dévaluation apparaît, à ce moment, comme le seul et ultime moyen de rétablir la confiance par l'amputation de la valeur de l'unité nationale.

Les résultats de l'opération sont différents selon l'état de la conjoncture internationale. La dévaluation est un acte de politique économique et, par conséquent, l'analyse de ses causes et motivations ne peut se comprendre que par rapport à ses objectifs, qui, nécessairement, varient en fonction de la conjoncture internationale.

Certes, la cause habituelle de la dévaluation est le déséquilibre extérieur accompagné ou non de déséquilibre intérieur, mais un tel déséquilibre n'a pas la même signification en haute ou basse conjoncture et le déficit extérieur ne permet pas d'expliquer, à lui seul, les causes de la dévaluation.

L'objet de cette section est de différencier les causes et les motivations d'une dévaluation de basse et de hausse conjoncture, cela après avoir présenté un aperçu historique sur les dévaluations et les réévaluations.

1-1) Aperçu historique sur les dévaluations et les réévaluations :

Les dévaluations de type moderne apparaissent après la première guerre mondiale et prennent toute leur signification dans le système des changes fixes qui suit la conférence de Bretton Woods ; toutefois, on ne peut comprendre le sens de ces politiques sans rappeler le fonctionnement du système monétaire international d'avant 1914. Il est donc naturel dans ce bref rappel historique de distinguer trois périodes : avant 1914, l'entre-deux-guerres, depuis Bretton Woods.

1-1-1) Le système monétaire avant 1914 :

Les trente-cinq années qui précèdent la première guerre mondiale furent celles de l'apogée de l'étalon-or international. L'or constituait également la base de la monnaie interne : il circulait librement et les billets de banques étaient convertibles en métal. Le rôle interne de l'or grandissait car, depuis le milieu du XIX^e siècle, le monométallisme argent tendait à disparaître et la part de ce métal dans le bimétallisme or-argent fut réduite en raison de la dépréciation continue de l'argent par rapport à l'or.

D'un point de vue global, la libre circulation de l'or et la couverture or de l'émission de monnaie, empêchaient le problème de la convertibilité des monnaies entre elles de se poser, puisque les moyens de paiements des principaux pays étaient composés de métal ou de billets de banque considérés comme des bons pour une certaine quantité de métal, librement échangés en or à leur valeur nominale. La convertibilité commencera à être remise en cause avec le très grand développement de la monnaie de banque, billets et dépôts représentaient en 1913, dans l'ensemble France, Grande-Bretagne et Etats-Unis 87% de la masse monétaire contre 66% en 1885.

En fait, ce fut la première guerre mondiale qui entraîna l'abandon de la convertibilité interne des billets en or. La couverture or de l'émission monétaire se trouvait fortement réduite parce que les dépenses militaires furent financées par une émission de billets sans rapport avec l'évolution des réserves métalliques ; on dit souvent que la guerre 1914-1918 a sonné le glas de l'étalon-or.

1-1-2) De la première guerre mondiale à la conférence de Bretton Woods :

A la fin de la première guerre mondiale, les monnaies européennes n'étaient plus affectées par le change fixe, et des changes erratiques se développèrent. Cette forte instabilité

des cours de change des monnaies constituait une entrave majeure au développement des échanges extérieurs parce qu'elle introduisait un élément d'incertitude sur les recettes des exportations et le coût des importations.

Remédier à cette situation fut le but de la conférence de Gênes qui se déroula en 1922 et marqua la naissance de l'étalon de change or.

Deux décisions essentielles furent prises à Gênes :

- rétablissement d'une convertibilité partielle au niveau du lingot ; ceci impliquait la cessation de la circulation interne du métal et donc une économie d'or puisque la part des lingots dans le stock de métal était destinée à augmenter. D'un autre côté cependant, le lien entre la valeur de la monnaie nationale et celle de l'or et, à travers lui, entre la monnaie nationale et les autres devises, devint plus lâche ;
- possibilité de conserver des devises à côté de l'or en couverture. Deux devises, le dollar et la livre, étaient convertibles en or et devinrent des devises clés, alors que les autres monnaies –dites devises périphériques- étaient indirectement convertibles en or par l'intermédiaire des premières.

Pendant cette période, la plupart des pays ont été amenés ou contraints à modifier la parité de leur monnaie. La première guerre et la crise de 1929 ont provoqué des troubles monétaires graves et ont engendré des cycles de dépréciations importantes et de stabilisations à un niveau plus faible.

Au sortir de la guerre, beaucoup de pays étaient dépourvus des matières premières nécessaires au redémarrage économique, voire de denrées alimentaires en quantités suffisantes pour nourrir leurs populations.

Ces marchandises indispensables ne pouvant être obtenues sur place, il fallait les importer. L'excédent des importations sur les exportations était trop considérable et la demande de devises nécessaires à leur paiement était trop supérieure à l'offre des exportateurs. La dépréciation des monnaies nationales était donc inévitable.

S'ajoutant à ce déséquilibre, l'inflation renforça le mouvement de dépréciation. Ce qui restait d'or et de devises fut utilisé et la cessation de la circulation des pièces d'or permit leur transformation en lingots.

Les dépréciations importantes des monnaies européennes rendaient les investissements fort intéressants surtout si l'on escomptait un redressement durable au niveau d'avant 1914. Des marks allemands furent achetés (en billets de banque) en grande quantité ainsi que des biens immobiliers.

La dépréciation provoquait donc un afflux de capitaux étrangers qui rétablissait l'équilibre de la balance des paiements. Malheureusement, ces capitaux étaient de nature volatile et lorsqu'on comprit que le rétablissement des parités d'avant-guerre était plus qu'improbable, les dépréciations provoquèrent la fuite et non plus l'afflux des capitaux. L'accélération de ces fuites aggravait la dépréciation monétaire et faisait craindre une contagion aux autres monnaies : l'effondrement du mark accéléra ainsi la fuite devant le franc.

Le stimulant de la dépréciation ayant disparu, il devint impératif de rétablir la confiance. Mis à part quelques monnaies privilégiées (celles de la Suisse, des Pays-Bas et des pays scandinaves), toutes les monnaies de l'Europe occidentale furent stabilisées (dévaluées) à un niveau très inférieur à celui d'avant-guerre.

1-1-3) Historique du système monétaire et des principales monnaies depuis la conférence de Bretton Woods :

En 1944, la conférence de Bretton Woods posa les bases d'un nouvel étalon de change or, elle se donnait deux objectifs principaux :

- instaurer un système de parités fixes ;
- permettre la convertibilité des monnaies.

Dans ce but, elle créa le Fonds Monétaire International (FMI) dont le premier rôle est de prêter des ressources aux Etats membres, afin de réduire l'ampleur des déséquilibres temporaires affectant leurs balances des paiements.

La parité des monnaies fut définie au poids d'or pris comme commun dénominateur ou en dollars des Etats-Unis d'Amérique au titre en vigueur le 1^{er} juillet 1944.

L'or était donc à la base officielle du système et la livre n'était plus monnaie de réserve ; en fait, dès l'origine, le dollar devint l'étalon fiduciaire du système monétaire international, et ce pour deux raisons :

- d'une part, les Etats-Unis détenaient les trois quarts du stock d'or mondial ;
- d'autre part, le seul marché susceptible de fournir les biens nécessaires à la reconstruction des pays belligérants était le marché américain où les achats se payaient en dollars.

Les cours maximaux et minimaux des monnaies ne devaient pas, d'après la charte, s'écarter de plus de 1% de leur parité officielle. Les modifications de parités n'étaient prévues que pour remédier à un déséquilibre fondamental et le FMI devait être consulté auparavant.

En fait, le FMI ne disposait pas des ressources suffisantes pour couvrir les énormes dépenses des pays membres. Au sortir de la guerre, l'Europe et le Japon étaient dévastés ; il fallait tout reconstruire, les besoins étaient immenses. Seuls les Etats-Unis possédaient les moyens matériels et financiers pour faire face à une telle pénurie. Ce furent donc les crédits de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD) et surtout le plan Marshall qui fournirent les capitaux nécessaires au redémarrage des économies européennes.

Toute l'histoire monétaire de l'après-guerre va être celle de la suprématie du dollar jusqu'en 1958-1960, puis celle de son déclin relatif à partir de cette date.

Aussitôt après la guerre, les dollars affluent vers l'Europe et constituent la seule monnaie internationale, d'autant que les autres monnaies sont inconvertibles. Les économies européennes et le Japon parviennent à rétablir leur capacité productive de façon parfois spectaculaire. Moins d'une vingtaine d'années après, ces économies sont à nouveau à même d'affronter l'ouverture progressive de leurs frontières et de rétablir la convertibilité de leurs monnaies. A partir de 1958, la situation évolue de façon relativement moins favorable pour le dollar.

La demande de produits américains diminue alors que les exportations européennes et japonaises se développent.

Pourtant le flot de dollars ne tarit pas, car l'investissement direct américain prend le relais de l'aide à la reconstruction, jetant les bases du problème du dollar.

Les dollars commencent à s'accumuler dans les banques centrales qui en demandent la conversion en or au Trésor américain. Du 1^{er} janvier 1958 au 1^{er} janvier 1961, les réserves en or des Etats-Unis diminuent de près du quart, révélant un problème fondamental : celui de l'instrument des échanges internationaux. Deux solutions voient alors le jour :

- la première est d'ordre pratique : les dollars inutilisés par leurs détenteurs sont recyclés sur le marché des euro-dollars¹. Ce marché supranational permet la circulation intermédiaire des créances en dollars. Le dollar fonctionne dès lors comme une monnaie scripturale internationale. L'extension fulgurante de ce marché montre bien le besoin crucial d'un instrument international ;
- la seconde est d'ordre politique (au sens où elle est instaurée sous les auspices internationaux) : c'est l'instauration des Droits de Tirages Spéciaux (DTS) à partir de 1969.

Ces instruments viennent s'ajouter aux réserves des banques centrales participant au FMI et sont destinés à solder des créances entre Etats. Les DTS ont été constitués en prévision du rétablissement de la balance des paiements américaine, et donc de la limitation de la circulation externe des dollars.

Le dollar : Très longtemps, les Etats-Unis ont pu laisser croire que la prétendue surévaluation du dollar n'était en fait que le reflet de la sous évaluation des autres devises. Et de fait, le mark allemand dut être réévalué en 1969, et le franc suisse en 1971. Pourtant, après 1970, la position américaine devint intenable ; les créances en dollars détenues par le reste du monde s'élevaient à 60 milliards en 1971, alors que les réserves d'or des Etats-Unis ne dépassaient pas 10 milliards. Dans ce climat de méfiance, il était inévitable que la convertibilité du dollar en or fût suspendue, décision qui devint effective le 15 août 1971.²

La spéculation connut, à partir de 1960, une grande ampleur. La méfiance envers le dollar entraîna une spéculation périodique sur le prix de l'or.

¹ « Dollars acquis par des banques exerçant leur activité en dehors des Etats-Unis et employés soit directement soit après conversion en une autre monnaie pour octroyer des prêts à des emprunteurs définitifs » (définition de la banque des règlements internationaux).

² P.H. BRETON et A.D. SCHOR, la dévaluation, Presses Universitaires de France, collection que sais-je, 1988, P.23.

Les Etats-Unis associèrent les pays européens à la défense du dollar en constituant le pool de l'or ou groupe des dix. Pourtant, la réévaluation du deutsche mark et du florin en 1961 ne suffit pas pour empêcher l'afflux de capitaux à court terme vers ces pays, en particulier de capitaux fuyant la Grande-Bretagne dont la détérioration de la balance commerciale et la diminution des réserves de changes effrayaient les investisseurs. Une politique monétaire draconienne et la coopération internationale permirent de rétablir la situation de l'Angleterre. Cependant, la Grande-Bretagne fut contrainte de dévaluer la livre en 1967.

Dès lors, le mouvement s'accéléra, la livre restait toujours contestée mais c'est surtout la fuite devant le dollar qui provoquait la spéculation sur l'or.

Le pool de l'or s'effondra et un double marché se mit en place. A partir de ce moment, la spéculation s'accéléra, ébranlant fortement le fragile équilibre du système. En 1968, elle joue contre le franc qui dévalue en août 1969, puis à la réévaluation du mark.

En 1970-1971, le dollar canadien s'apprécie par rapport à celui des Etats-Unis ; le Canada décide de laisser flotter sa monnaie.

La fuite devant le dollar contraint l'Allemagne et les Pays-Bas à laisser flotter leur monnaie, et l'Autriche et la Suisse à réévaluer à la mi-71. Ceci ne suffit pas à dissiper la crainte et le dollar est dévalué en 1971 puis en 1973 ; la première dévaluation est de 8% et un réaligement des monnaies est décidé ; la seconde dévaluation est de 10% ; le mark est réévalué deux fois en 1973.

Les accords de Washington en 1971 ont entériné un réaligement général des parités. Ils ont également prévu l'élargissement des marges de fluctuations des devises qui étaient jusqu'alors de plus ou moins 1% -soit 2% entre le cours le plus élevé et le plus faible- à plus ou moins 2,25%- soit 4,5% entre les cours maximaux et minimaux.

Le cours du dollar a connu depuis 1973 des mouvements de grande ampleur. Il est passé en dessous de 4 F à plusieurs reprises pour dépasser les 10 F en 1985 et fluctuer autour de 5,70 F au début de 1988.

L'instauration de fait d'un régime de changes flottants a provisoirement clos l'ère des dévaluations et des réévaluations stricto sensu des principales monnaies. Mais l'usage a montré qu'il était impossible de ne pas surveiller les taux de change face aux effets pervers de la spéculation. La stabilisation des monnaies reste un objectif souhaitable. La pratique des dévaluations n'a donc pas disparu ; celles-ci s'effectuent sous des formes moins rigides. Dans le cadre du SME et avant lui dans celui du serpent, les pays de la CEE ont réduit les marges de fluctuation de leurs monnaies par rapport au dollar puis entre elles.

Il reste de par le monde encore beaucoup de monnaies qui connaissent des parités fixes, au moins avec certaines autres monnaies, et qui peuvent recourir à la dévaluation.

1-2) Causes et motivations des dévaluations de basse conjoncture :

Dans une telle situation, les préoccupations internes priment sur celles qui concernent l'équilibre extérieur ; très souvent en effet, la neutralité de la balance commerciale est acquise. Ceci s'explique en partie par le ralentissement de l'activité économique qui entraîne la diminution des importations.

1-2-1) Le déficit budgétaire comme cause de dévaluation :

Le déficit budgétaire s'avère nécessaire en période de récession pour soutenir le revenu et l'activité nationale. Si toutefois, et c'est bien souvent le cas, ce déficit échappe au contrôle, l'écart entre l'évolution du revenu et celle de la production s'accroît, ce qui peut engendrer l'inflation. La dépréciation interne provoque la baisse du cours sur le marché des changes. Aussi longtemps que le déficit budgétaire peut être financé par voie d'emprunts, la dépréciation de la monnaie est faible. Ceci s'explique parce que la monnaie ainsi mise en circulation par le Trésor est prélevée sur la monnaie déjà existante qui est épongée par la vente des titres publics.

Cependant, les détenteurs de capitaux privés finissent toujours par s'inquiéter de la dette publique et anticipent l'inflation et la dépréciation externe. Ils cherchent alors à protéger leurs capitaux, au détriment de l'intérêt national, en les exportant.

Dès lors, les autorités sont confrontées à un double problème :

- le déficit budgétaire ne peut plus être financé totalement sans émission de monnaie non couverte, ce qui risque de déclencher l'inflation ;
- la dépréciation externe déjà provoquée par la fuite des capitaux en sera accélérée.

Ceci correspond à la situation française à partir de 1922. La monnaie s'effondre sur le marché des changes. Comme nous l'avons déjà remarqué, dans les années vingt les dépréciations monétaires attiraient les capitaux étrangers. Le franc devenait une monnaie bon marché, parce qu'on était persuadé qu'il n'allait pas tarder à se rétablir à son ancienne parité.

La fuite des capitaux se poursuivant, la dépréciation devint permanente malgré la neutralité de la balance commerciale. On peut déduire de cet exemple que dans une telle situation de basse conjoncture, la balance commerciale n'a joué aucun rôle ; la cause essentielle de la dépréciation du franc a été le déficit budgétaire continu engendrant une balance des capitaux déficitaire.

Dans une certaine mesure, la dévaluation du franc belge du 21 février 1935 est la conséquence du déficit public. Celui-ci a atteint, en 1934, 12% du PIB, soit trois à quatre fois plus que dans les autres pays de la CEE. Le déficit belge dépasse, en valeur, celui de la France. Dans ces circonstances, la dévaluation de 25% dans le cadre du SME est apparue à de nombreux observateurs comme le moyen de « faire passer » la politique d'austérité rendue inévitable par l'endettement intérieur et extérieur.

1-2-2) La dévaluation comme politique d'amélioration de l'emploi :

Trois exemples illustrent cette politique :

- la dévaluation de la livre sterling en 1931 ;
- la dévaluation du dollar en 1933 ;
- la dévaluation du franc belge en 1935.

Toutes trois sont survenues en période de basse conjoncture, toutes trois ont été édictées par une considération interne : le sous-emploi.

1-2-2-1) La dévaluation anglaise de 1931 :

La réévaluation de la livre en 1925 était une opération destinée à rétablir le rôle international de la monnaie britannique. Elle avait provoqué une très forte perte de compétitivité de l'industrie, allant même jusqu'à la non viabilité pour certains secteurs. Le chômage sévissait mais la faiblesse de l'activité économique comprimant le niveau des importations, la balance commerciale était positive.

La dévaluation s'imposait. L'importance du réseau commercial de la Grande-Bretagne permit à cette opération d'améliorer la compétitivité des industries exportatrices. Toutefois, en volume, les exportations restèrent inférieures à leur niveau de 1930 en raison de la basse conjoncture internationale. Dans une telle situation, il était illusoire d'espérer une relance venue de l'extérieur.

Les motivations réelles de cette dévaluation étaient d'ordre interne. On escomptait la relance de l'activité qui devait arrêter la baisse des prix.

On espérait également l'afflux des capitaux étrangers attirés par l'énorme différence de prix des actifs et des titres britanniques (30%). Cet afflux de capitaux aurait permis d'améliorer la reprise.

1-2-2-2) La dévaluation américaine de 1933 :

L'état de l'économie américaine en 1932 se caractérisait par une balance commerciale fortement positive mais surtout par une situation intérieure plus que préoccupante. Le taux de chômage était très élevé et la fuite massive des capitaux paralysait la relance.

L'administration américaine attendait de la dévaluation du dollar par rapport à l'or une hausse des prix substantielle. Le raisonnement était fondé sur l'hypothèse que le niveau des prix s'alignerait sur la valeur de l'or et non sur celle du dollar.

Aucun impératif externe ne poussait à la dévaluation, c'est donc bien pour favoriser la relance intérieure que fut pratiquée l'opération.

A nouveau, nous pouvons constater qu'en situation de basse conjoncture, la préoccupation extérieure est seconde –quand elle existe- et les contraintes internes l'emportent.

1-2-2-3) La dévaluation belge de 1935 :

Il s'agit là d'un exemple rare, surtout dans l'entre-deux-guerre, de réajustement guidé par des calculs scientifiques. Le chiffre choisi -28%- vise à fixer d'avance le taux qui assure l'alignement du franc belge sur les monnaies anglo-saxonnes.

Après la dévaluation du dollar en 1933, l'Institut de Sciences économiques de l'Université de Louvain tranche le dilemme déflation/dévaluation : la baisse des prix par la

déflation serait un calvaire. F. Baudhuin qui assure la liaison entre les affaires et l'université annonce une dévaluation imminente.

Les résultats sont tout à fait probants :

- les chômeurs passent de 206 000 à 139 000 entre mars 1935 et mars 1936 ;
- le coût de la vie passe en Belgique de l'indice 100 en février 1935 à 85 en novembre contre 96,8 en France ;
- l'indice de la production industrielle augmente de 23% entre février 1935 et février 1936 en Belgique contre 11% en France.¹

1-3) Causes et motivations des dévaluations de haute conjoncture :

Depuis 1943, la plupart des dévaluations ont été pratiquées en phase de haute conjoncture. Ceci s'explique non seulement par la croissance exceptionnelle qu'a connue le monde occidental au moins jusqu'en 1972 et aussi par la volonté profonde des pouvoirs publics de maintenir le plein emploi et l'expansion à tout prix.

Placés devant l'alternative, dévaluation ou déflation, les gouvernements ont très souvent privilégié la première par crainte des conséquences négatives sur l'emploi d'une déflation trop dure.

Nous analyserons en premier lieu le processus qui conduit de l'expansion inflationniste au déséquilibre extérieur pour éclairer ensuite les conditions du choix ou du dosage entre la politique de dévaluation et celle de déflation.

1-3-1) L'expansion inflationniste processus destructeur de l'équilibre extérieur :

Le processus expansionniste modifie, dans un premier temps, le flux d'échange de biens et services avec l'extérieur, et donc l'équilibre de la balance commerciale, puis dans un second temps les mouvements de capitaux.

1-3-1-1) Expansion et solde commercial :

L'expansion se traduit par une augmentation du revenu national et de la demande finale. Très rapidement, celle-ci excède l'offre, surtout lorsque les capacités de production jusqu'alors inemployées tendent à disparaître et que l'on approche du seuil du plein emploi.

¹ P. H. BRETON et A.D. SCHOR, la dévaluation, Op. Citée, P.42.

La demande ne peut alors être satisfaite que par les importations ; ces dernières augmentent parce que la production est rigide alors même que les exportations stagnent ou diminuent, le surplus exportable étant absorbé par la demande nationale.

Enfin, quand bien même l'offre serait élastique, elle ne peut répondre instantanément à la demande ; des goulots d'étranglement se forment et engendrent une hausse des prix sectorielle qui, par le jeu des consommations intermédiaires des autres secteurs, risque de se généraliser. L'inflation par les coûts s'ajoute à l'inflation par la demande, l'une alimentant l'autre. Les prix domestiques croissent alors plus vite que ceux des économies concurrentes et réduisent la compétitivité.

Ces trois mécanismes contribuent à la détérioration de la balance commerciale ; un processus expansionniste dans une économie proche du plein emploi humain et matériel tend par nature à réduire l'excédent commercial s'il existe ou à aggraver un déficit antérieur.

1-3-1-2) Expansion et balance des capitaux :

Le lien éventuel entre le flux des capitaux et l'expansion n'est, en aucune façon, aussi net que celui qui relie le flux de biens et services et la croissance.

Certes, l'expansion provoque un appel de capitaux. L'épargne nationale est sollicitée mais elle peut se révéler insuffisante.

Si l'épargne se révèle insuffisante, le taux de l'argent aura tendance à s'élever. Le rendement élevé des capitaux sur le marché comme la rentabilité croissante des investissements dans le secteur productif attirent les capitaux étrangers.

Le capitaliste étranger n'investira qu'à deux conditions :

- il faut qu'il soit assuré de pouvoir rapatrier ses capitaux. En d'autres termes, il est nécessaire qu'aucune crainte ne l'effleure quant au maintien de la convertibilité pour les non-résidents ;
- les anticipations des opérateurs sur la valeur future de la monnaie nationale ne doivent pas laisser prévoir un taux de dépréciation supérieur au rendement escompté de l'investissement.

Or l'expansion inflationniste crée inévitablement une tension sur le cours de la monnaie. La dégradation de la balance commerciale et l'inflation entraînent un sentiment de crainte, même si elles ne provoquent pas la fuite des capitaux.

La réalité n'est pas si simple. Les capitaux investis peuvent être couverts à terme par une opération de sens inverse. L'investisseur étranger se protège ainsi contre le risque de change. Une telle crise de confiance peut trouver sa source dans d'autres facteurs que l'inflation ainsi en est-il de l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement plus orienté à gauche qui peut faire craindre une limitation ou une atteinte au droit de propriété et d'entreprise. Certains projets de gouvernements, même libéraux, peuvent effrayer les gros et petits épargnants, ainsi le relèvement des droits de succession, la taxation des plus-values, la suppression de l'anonymat des transactions sur l'or.

De tels événements engendrent souvent la spéculation contre la monnaie nationale. Que peuvent faire les banques centrales contre de telles fuites de capitaux ?

Plusieurs possibilités sont offertes :

- la première est d'intensifier le contrôle des changes ; mais outre que cette mesure ne suffit pas à empêcher l'évasion des capitaux, elle renforce la méfiance ;
- la seconde consiste à maintenir le cours de la monnaie par ponctions sur les réserves. Mais elles ne sont pas inépuisables, et psychologiquement, il est souhaitable d'en conserver toujours une quantité respectable ;
- il peut se révéler plus avantageux d'utiliser les possibilités de swap (lignes de crédit réciproques, échanges temporaires de leurs devises respectives par deux banques centrales) surtout lorsque la tension semble n'être que passagère ;
- le relèvement des taux de l'argent peut également se révéler très utile ; cependant, si la surévaluation de la monnaie est très forte, même un taux élevé n'attirera pas les capitaux.

Ces moyens ne sont efficaces que si la mise en cause de la monnaie est temporaire et si elle ne reflète pas une surévaluation fondamentale. Dans le cas contraire, rien n'arrêterait la spéculation – sauf la dévaluation attendue qui permet aux spéculateurs de réaliser les profits escomptés.

En dernière analyse, nous pouvons constater que l'effet déséquilibrant de l'expansion inflationniste se marque en premier lieu au travers de la balance commerciale dont le déséquilibre peut déclencher des mouvements de capitaux spéculatifs. Néanmoins l'inflation suffirait à elle seule à provoquer la fuite des capitaux quand bien même la balance commerciale serait en équilibre.

1-3-2) Déflation ou dévaluation :

L'apparition d'un déséquilibre extérieur n'impose pas nécessairement la dévaluation. Une politique économique judicieuse peut parfois suffire à rétablir l'équilibre. L'échec de cette politique ou son inexistence rendent le recours à la dévaluation presque inévitable.

Deux types de mesures sont susceptibles de rétablir la situation :

- les mesures commerciales ;
- la régulation de la demande domestique.

1-3-2-1) Les mesures commerciales :

Elles tendent à contrôler les flux d'importation, à stimuler les exportations ou les deux simultanément.

a) Régulation des flux d'importation :

Trois catégories de mesures peuvent être prises.

Les restrictions quantitatives à l'importation en réduisant le volume mais sont sévèrement ressenties car elles dérèglent le mécanisme du marché. Elles risquent de conduire à des perturbations graves :

- instauration d'un monopole et d'une rente de situation pour les industries protégées. Rien ne les incite plus à réaliser des gains de productivité car leur concurrence étrangère a disparu. Cette situation est très dangereuse pour l'avenir car lorsque la liberté des échanges sera rétablie ces industries seront particulièrement vulnérables ;
- constitution d'une industrie de substitution d'importation, qui entraîne le détournement d'investissement vers des secteurs où le pays n'a aucun avantage

relatif. On modifie ainsi, parfois au détriment d'industries exportatrices, l'allocation des ressources financières ;

- la part du revenu affecté à la consommation de biens importés est consacrée à la demande domestique, ce qui risque de faire monter les prix, de créer des goulots d'étranglement et de renchérir les prix à l'exportation.

Les surtaxes à l'importation sont d'un usage plus facile et perturbent moins le mécanisme du marché. Mais elles ne sont pas toujours suffisantes pour ralentir les flux d'importations. Si le déséquilibre trouve son origine dans l'excès de la demande, la diminution des importations ne sera pas automatique. Dans une telle situation, la limitation de la demande globale s'impose.

Les dépôts à l'importation doivent être considérés comme une mesure complémentaire aux restrictions de crédit. Leur action s'exerce par le biais de l'augmentation du coût des importations et de la réduction des liquidités des importateurs. En outre, les exportateurs étrangers peuvent participer au financement des dépôts, et dans ce cas un effet favorable dû à l'entrée des capitaux ou au ralentissement de leur sortie se manifeste dans la balance des comptes en capitaux.

b) Soutien des exportations :

Les subventions à l'exportation sont les mesures commerciales les plus efficaces pour renforcer les flux des biens et services vers l'extérieur.

Les effets de l'assouplissement du crédit à l'exportation sont beaucoup trop lents pour remédier à un déficit de la balance des paiements.

c) L'action simultanée :

L'utilisation conjointe des deux mesures, contrôle des importations et soutien des exportations, se justifie quand l'excès de la demande interne et la sous-compétitivité de l'économie se traduisent tous deux par le gonflement des importations et la réduction des exportations, mais son efficacité la plus grande correspond à la situation où, au taux de change en vigueur, les prix nationaux ne sont pas compétitifs face à la concurrence étrangère.

Si les mesures commerciales ont un effet plus rapide et plus intense sur l'équilibre extérieur que les mesures de régulation de la demande, celles-là sont, à elles seules, incapables de corriger le déséquilibre et doivent être accompagnées d'une politique de stabilisation interne.

1-3-2-2) La politique de stabilisation intérieure :

La panoplie classique comporte des mesures budgétaires (fiscales) et monétaires restrictives. La résistance sociale aux mesures fiscales et budgétaires est forte. La pression est constante pour limiter les impôts et accroître les dépenses. En outre, leur effet est lent.

Par contre, des mesures monétaires prises au début de l'inflation se révèlent efficaces. Lorsque l'inflation est déjà installée, ces mesures sont insuffisantes. De plus, telle mesure opérante dans un pays ne l'est pas dans l'autre.

Une telle politique, pour être rapidement efficace, doit donc être pratiquée dès qu'apparaissent les premières tensions inflationnistes.

Le problème ici posé est celui de la lutte anti-inflationniste. Le débat n'est pas tranché entre les partisans des mesures modérées et progressives et ceux de la manière forte. Pour les seconds, une déflation brutale comporte, certes, les risques de la récession et du chômage, mais en contrepartie une phase de stagnation brutale et brève permettrait à l'économie de repartir rapidement sur des bases saines, l'inflation ayant été radicalement éliminée.

Seul un large consensus social pourrait permettre l'adoption d'une politique aux conséquences aussi douloureuses ; à défaut d'une telle adhésion, les pressions sociales, augmentées par le développement du sous-emploi, deviennent très vite insoutenables et provoquent une flambée accrue des prix et des revenus. On comprend donc qu'une politique de stabilisation ne suffit pas à rétablir rapidement l'équilibre. C'est dans ce contexte que la dévaluation apparaît non comme un remède miracle mais comme un substitut à une déflation brutale dont les effets sont incertains et contradictoires avec les objectifs de plein emploi qui s'imposent depuis la seconde guerre mondiale.

Pour conclure, nous pouvons dire que dans une situation de basse conjoncture, les motivations réelles d'une dévaluation sont d'ordre interne.

Dans une phase de haute conjoncture, l'inflation associée au déséquilibre de la balance commerciale entraîne presque inévitablement une détérioration de la balance des capitaux qui risque de détériorer la qualité de la monnaie.

Dans ce contexte, une politique économique judicieuse peut rétablir l'équilibre. L'échec ou l'inexistence de cette politique rend le recours à la dévaluation presque inévitable.

Lorsque la nécessité de dévaluer est reconnue ou que le choix de la dévaluation comme instrument de la politique économique a été effectué, il faut préparer l'opération. Qui va dévaluer ? Quel taux va-t-on choisir ? Quelles mesures complémentaires seront prises ?

La décision de dévaluer est prise. Quelles qu'en soient les causes et les motivations, le taux est choisi, les modalités fixées ; quels vont être les effets et les conséquences de cette mesure ?

On va essayer de répondre à ces questions dans la section 2.

Section 2 : les modalités, les contraintes, les effets et les conséquences d'une dévaluation

La décision de dévaluer est soumise à plusieurs contraintes et le choix des pouvoirs publics n'est pas totalement libre. En outre, le succès d'une dévaluation dépend, en partie, des mesures d'accompagnement qui en renforcent les effets.

Aussi importe-t-il de préciser les influences qui s'exercent dans la préparation de l'opération, les contraintes qui limitent le choix du taux de la dévaluation, les mesures d'accompagnement susceptibles d'assurer la réussite de cet acte de politique économique.

Le succès ou l'échec de l'acte politique peut être lié à des circonstances fortuites ; mais l'histoire économique, comme l'histoire tout court, juge les hommes sur les résultats de leur entreprise non sur leurs intentions. Au vrai, si l'échec provient de circonstances extérieures comme la mise en place de mesures de rétorsion des pays concurrents ou les réactions défavorables des partenaires commerciaux qui dévaluent à leur tour, c'est que le taux, le moment ou les deux ont été mal choisis.

Après avoir présenté les modalités et les contraintes de la dévaluation, nous analyserons ses effets et ses conséquences.

2-1) Les modalités et les contraintes :

2-1-1) Les agents de décision :

Il va de soi que la décision est prise par les pouvoirs publics. Cependant, une telle opération – par ses répercussions internationales – oblige à prêter attention aux réactions de l'étranger et aux contraintes extérieures.

2-1-1-1) Les agents nationaux :

C'est à l'Etat et à lui seul qu'appartient le pouvoir de modifier la parité externe. Il importe néanmoins de préciser quelles instances, au sein de l'Etat, exercent en réalité ce droit. Dans la plupart des pays, il revient au gouvernement. En fait, lors du Conseil des Ministres, c'est conjointement le chef du gouvernement et le ministre des Finances qui en prennent la responsabilité. Dans un régime présidentiel de droit ou de fait, la décision sera éventuellement prise à trois : chef de l'Etat, chef du gouvernement, ministre des Finances. Il n'est presque jamais fait appel au Parlement : la longueur des débats, le caractère public de ses votes, l'importance numérique de ses commissions, la lourdeur de ses procédures ne permettent ni une décision rapide ni la préservation du secret. La spéculation qu'entraînerait la connaissance de la date d'une dévaluation ferait perdre au Trésor public des sommes fantastiques ; or, comment imaginer que le secret puisse être gardé dans un débat parlementaire public ? La décision de dévaluer ne peut, pour cette raison technique, être prise que par l'exécutif.

Par son caractère stratégique, la modification de parité implique une préparation soignée (analyse des modalités, effets et conséquences) et le secret total jusqu'au dernier moment ; ceci limite le nombre de spécialistes qui travaillent à la mise au point d'une dévaluation.

La décision doit néanmoins tenir compte de l'environnement international et des conséquences sur les pays tiers.

2-1-1-2) Les influences étrangères et internationales :

Trois sources de pressions extérieures viennent réduire la liberté du gouvernement :

- les pressions des gouvernements étrangers ;
- les contraintes de l'environnement international ;
- les recommandations des institutions internationales.

a) L'influence des gouvernements étrangers :

Les agents à qui revient la décision ne peuvent négliger les réactions des pays tiers, voire leurs pressions. Plus les relations avec un pays tiers sont développées, plus les modifications de parité, de l'un ou de l'autre, sont susceptibles d'engendrer des effets importants.

b) Les contraintes de l'environnement international :

Au sein d'une association économique internationale, une dévaluation modifie le contenu concret des accords passés entre les pays qui en sont membres.

Dans le cadre du Marché commun, par exemple, la politique agricole commune est fondée sur le principe de l'unicité du marché, ce qui entraîne l'unité des prix et donc un rapport fixe entre les prix de la communauté exprimés en monnaie nationale et l'unité de compte choisie comme étalon.

Lorsque l'un des pays membres modifie la parité de sa monnaie (alors que l'unité de change ne change pas) les prix agricoles varient dans la même proportion.

c) La charte du FMI :

Les statuts du Fonds obligeaient les pays membres à le consulter pour tout changement de parités officielles. La dévaluation était prévue pour compenser un déséquilibre fondamental des échanges extérieurs. Pour les raisons techniques précédemment évoquées, qui excluent la participation du Parlement, cette disposition des statuts du FMI est toujours restée lettre morte. En outre, il faudrait pouvoir donner une définition admise par l'ensemble des pays membres de cette notion de « déséquilibre fondamental ».

Pour le FMI, un déséquilibre fondamental est caractérisé par le fait qu'aucune mesure satisfaisante, autre que le réajustement des changes, ne peut être prise pour restaurer l'équilibre de la balance des paiements. Sera considéré comme fondamental un déséquilibre provoqué par les disparités dans les gains relatifs de productivité ou un niveau trop élevé des prix relatifs dû à l'inflation, si les écarts sont jugés irréversibles.

Le caractère « fondamental » ne peut donc être constaté qu'à posteriori. Or, lorsque le déséquilibre des échanges extérieurs est jugé tel par les autorités nationales, il est probable qu'elles passeront outre au refus éventuel des instances internationales. En conséquence, le pouvoir de limitation du Fonds n'a pas eu de portée réelle.

Enfin, l'influence de l'organisme international se révèle très faible par rapport à celle des partenaires commerciaux et des organisations régionales.

2-1-2) La détermination du taux de dévaluation :

On peut établir de deux manières le taux d'une même dévaluation suivant que l'on rapporte la diminution de valeur de la monnaie nationale à l'ancienne ou à la nouvelle parité. Si le calcul est effectué à partir de l'ancienne valeur, le taux est dit en dedans ; si, au contraire, la nouvelle valeur en est la base, il est dit en dehors¹.

Ainsi, le franc jusqu'en 1969 valait 180 mg d'or ; après dévaluation, il n'en vaut plus que 160. Le taux en dedans est déterminé comme suit : $(180 - 160) / 180 = 11,11 \%$, et le taux en dehors : $(180 - 160) / 160 = 12,5$. On utilise de préférence le taux « en dedans » car il reflète la modification de parités envers les devises étrangères.

Quelles sont les limites de choix et les considérations qui vont permettre la détermination du taux à l'intérieur de ces barrières ?

- **Les limites du choix du taux :**

Le choix est soumis à un ensemble de contraintes antagonistes. Certains effets bénéfiques ne sont perceptibles que si le taux est suffisamment élevé. Ainsi, le gain de compétitivité des exportations ne sera appréciable qu'à partir d'un taux élevé. Par ailleurs, une dévaluation faible ne suffirait pas à provoquer un détournement des flux commerciaux, car, d'une part, le prix n'est pas le seul critère du choix des importateurs étrangers et, d'autre part, les courants d'échange sont relativement rigides et dépendent aussi des conditions de financement.

La limite supérieure, quant à elle, est définie en fonction de trois considérations essentielles. Une baisse de prix des exportations entraîne en principe une augmentation, en volume, des flux de biens exportés ; il ne s'ensuit pas néanmoins que les gains en volume compensent les pertes en valeur. Si le taux de dévaluation est très élevé, une forte augmentation en volume sera nécessaire pour réaliser une recette en devises supérieure à celle

¹ P. H. BRETON et A.D. SCHOR, la dévaluation, Op. Citée, P.62.

qui était enregistrée avant la modification de parité. Par conséquent, un taux trop élevé peut provoquer une perte nette en valeur.

Si la hausse mécanique des prix inévitable s'ajoute à un faible gain sur les exportations, les difficultés économiques intérieures risquent fort de s'aggraver et les tensions sociales de s'exacerber.

Dans le régime de parités fixes qui prévalait jusqu'en 1973, la forte dévaluation d'une monnaie importante pouvait mettre en danger tout le système monétaire international. Les capitaux spéculatifs, dans cette hypothèse, s'acharnaient sur les autres monnaies faibles du système, qui apparaissaient nécessairement surévaluées.

Enfin, la dévaluation doit être supportable par les partenaires commerciaux. Un taux très élevé créerait une concurrence très dangereuse pour les pays étrangers qui s'estimeraient fondés à adopter des mesures de rétorsion, telles que la dévaluation et l'instauration de barrières douanières. Par exemple, les pays tiers qui participaient à la conférence de Bonn en 1968 se sont opposés à une éventuelle dévaluation du franc de 20%, évoquée par la France. Les autres monnaies fragiles seraient apparues surévaluées par rapport au franc et auraient été contraintes à la dévaluation, par la spéculation. Le stimulant accordé aux exportations françaises aurait trop défavorisé l'ensemble des pays européens entraînant probablement un réaligement des monnaies sur le franc et donc une série de dévaluations dont le premier effet eût été d'annihiler les conséquences bénéfiques de l'opération française. Bien qu'en fait, la dévaluation n'ait été opérée qu'en 1969, les considérations de l'année précédente ont influencé le choix du taux modéré qui fut finalement de 12,5% (en dehors).

2-1-3) Les mesures d'accompagnement :

Il faut à nouveau distinguer entre dévaluations de haute conjoncture et dévaluations de basse conjoncture. Les premières ont souvent pour origine l'accélération de l'inflation, les secondes sont destinées à combattre la récession.

2-1-3-1) La dévaluation en situation d'inflation :

L'opération est destinée à développer les exportations. On ne peut y parvenir sans développer la production, réduire la demande nationale, ni surtout ralentir la hausse des prix qui annulerait toute l'opération.

Un plan d'austérité s'impose donc car, à elle seule, la dévaluation ne permet pas de réaliser un redressement suffisant de la balance commerciale ; il faut réduire l'absorption interne pour accroître la capacité d'exporter aux conditions de prix intéressantes que provoque le changement de parité. Le grand avantage de la manipulation monétaire est d'éviter la déflation.

La panoplie des moyens disponibles est très large ; elle contient des mesures globales et sélectives.

a) Les moyens globaux :

La méthode la plus classique est la restriction de crédit. Elle se pratique par l'élévation du taux d'intérêt, l'intervention restrictive des autorités monétaires à l'open market, la limitation de la croissance des encours à un certain pourcentage du niveau atteint à la période précédente, la limitation de la progression de la masse monétaire.

Ce moyen classique et assez efficace de lutte contre l'inflation présente l'inconvénient de ralentir l'activité économique et de provoquer très vite la stagnation ou la récession.

Cette politique a été utilisée en France en 1949 ; elle consista à accentuer les mesures restrictives déjà en cours. La Grande-Bretagne relève le taux d'escompte en 1967 ; il passe de 6,5 à 8%, en même temps que sont décidées de nouvelles restrictions de crédit. De même le taux d'escompte français monte d'un point en 1969 (8%).¹

Une méthode moins dangereuse, mais dont l'efficacité est aussi moins rapide, consiste à éviter la propagation de l'inflation sans bloquer le crédit :

- la recherche de l'équilibre ou de l'excédent budgétaire est destinée à contenir la demande globale en évitant de l'alimenter par des dépenses publiques.

Exemples :

- livre 1949 : réduction de la plupart des dépenses publiques.
- Franc 1958 : suppression de dépenses publiques d'où une réduction de 3 milliards du déficit budgétaire.

¹P. H. BRETON et A.D. SCHOR, la dévaluation, Op. Citée, P.62.

- accroissement de la pression fiscale destinée à contenir le revenu disponible et donc à contrôler la demande globale privée. Exemples :
 - livre 1949 : l'impôt sur les bénéfices distribués passe de 25% à 30%.
 - Franc 1958 : majoration des impôts à la consommation (tabac, vins, alcools) ; en même temps relèvement de l'imposition sur les revenus moyens et élevés, sur les bénéfices des sociétés et sur les bénéfices agricoles.

- parallèlement aux ponctions sur les revenus disponibles on cherchera à encourager l'épargne privée dans le but de geler une autre partie des revenus. Pour y parvenir il convient d'offrir des avantages nouveaux aux épargnants ou de créer des formes de placements inédites mais surtout de rétablir une certaine confiance dans l'évolution des prix.

- enfin, on peut songer à éliminer les mécanismes de transmission automatique de l'inflation, tels que l'indexation.
 - Franc 1958 : suppression des mécanismes d'indexation sauf pour le Smig.

b) Les moyens sélectifs :

Le grand avantage des moyens sélectifs est de permettre de faire supporter l'austérité par les secteurs où elle s'avère nécessaire tout en favorisant les activités susceptibles d'accélérer le retour à l'équilibre. Leur mise en œuvre suppose que le gouvernement soit en mesure de résister aux pressions des secteurs touchés par la restriction.

Leur principal inconvénient réside dans la grande difficulté à empêcher que les décisions ne soient contournées.

Malheureusement, il est impossible de pratiquer une politique sélective du crédit très fine ; on peut néanmoins favoriser certains types de crédit en facilitant leur mobilisation (crédits à l'exportation) ou en leur donnant un taux plus avantageux.

La régulation du crédit à la consommation est plus facile. La variation de la durée du crédit, de son taux et du montant du versement obligatoire permet d'influencer la consommation de biens durables des ménages, secteur dans lequel une part importante des recettes provient de la vente à tempérament.

Le gouvernement peut accorder des facilités à certains types d'investissements. En fait, l'usage de l'ensemble des instruments de la politique économique, et plus particulièrement ceux de la lutte contre l'inflation, est susceptible d'accompagner une dévaluation de haute conjoncture.

2-1-3-2) La dévaluation en période de récession :

En phase de récession, il ne s'agit plus de ralentir la machine économique mais au contraire de la relancer. Pendant la récession des années 30, il fût même nécessaire d'encourager la hausse des prix. Dans ces conditions, on conçoit aisément que les mesures d'accompagnement soient radicalement différentes.

Ainsi, en 1931, la Grande-Bretagne applique une politique expansionniste. Elle désire soutenir le crédit en abaissant le taux d'escompte et en augmentant la liquidité bancaire par des opérations d'open market (achats de titres sur le marché avec comme contrepartie une création de monnaie en compte courant). Les autorités avaient pour objectif de rendre le recours au crédit plus attrayant par la baisse de son coût et en même temps elles fournissaient aux banques les moyens d'accorder tous les prêts qui leur étaient demandés. En conséquence, les entreprises étaient invitées à investir puisque le coût de l'opération était plus faible et que le développement de la masse monétaire pouvait laisser supposer celui de la demande et donc la réalisation d'un volume de production supérieur, autorisé par la remise en route de l'appareil productif.

De même, aux Etats-Unis en 1933, le crédit aux entreprises fut développé ; les dépenses publiques augmentèrent ; la hausse des prix fut encouragée (elle était un des objectifs essentiels de la dévaluation).

Les mesures d'accompagnement d'une dévaluation de basse conjoncture se révèlent donc être diamétralement opposées à celles d'une dévaluation de haute conjoncture.

2-2) Les effets et les conséquences :

Nous ferons ici abstraction des réactions possibles des économies étrangères pour nous consacrer aux autres conditions de la réussite.

Prenons, comme point de départ, l'ensemble des objectifs recherchés par cette manipulation monétaire.

Sur le plan international, l'opération vise d'abord la modification des flux d'échanges avec l'extérieur : augmentation des exportations de biens et services, diminution des importations mais aussi retour des capitaux fugitifs voire des investissements étrangers sur les marchés. Il s'agit fondamentalement de rétablir l'équilibre de la balance des paiements : opérations courantes mais aussi opérations financières.

Jusqu'à présent, l'effet de la dévaluation, sur la balance commerciale, n'a été analysé que comme l'application d'un coefficient majorateur du prix des importations et minorateur de celui des exportations ; de cette modification, on attend un effet mécanique, par exemple, augmentation massive des exportations et diminution notable des importations. En fait, on ne peut isoler les échanges extérieurs des conditions de production intérieures car les biens exportables sont produits à partir de consommations intermédiaires constituées pour une part de matières premières importées et avec un équipement, lui aussi, d'origine partiellement étrangère.

Le renchérissement des importations provoqué par la dévaluation réduit la diminution du prix des exportations. Enfin, l'augmentation mécanique des prix résultant de l'opération peut provoquer des hausses de salaires et plus généralement des mouvements psychologiques qui risquent d'accélérer l'inflation et, en tout état de cause, de gonfler les coûts de production.

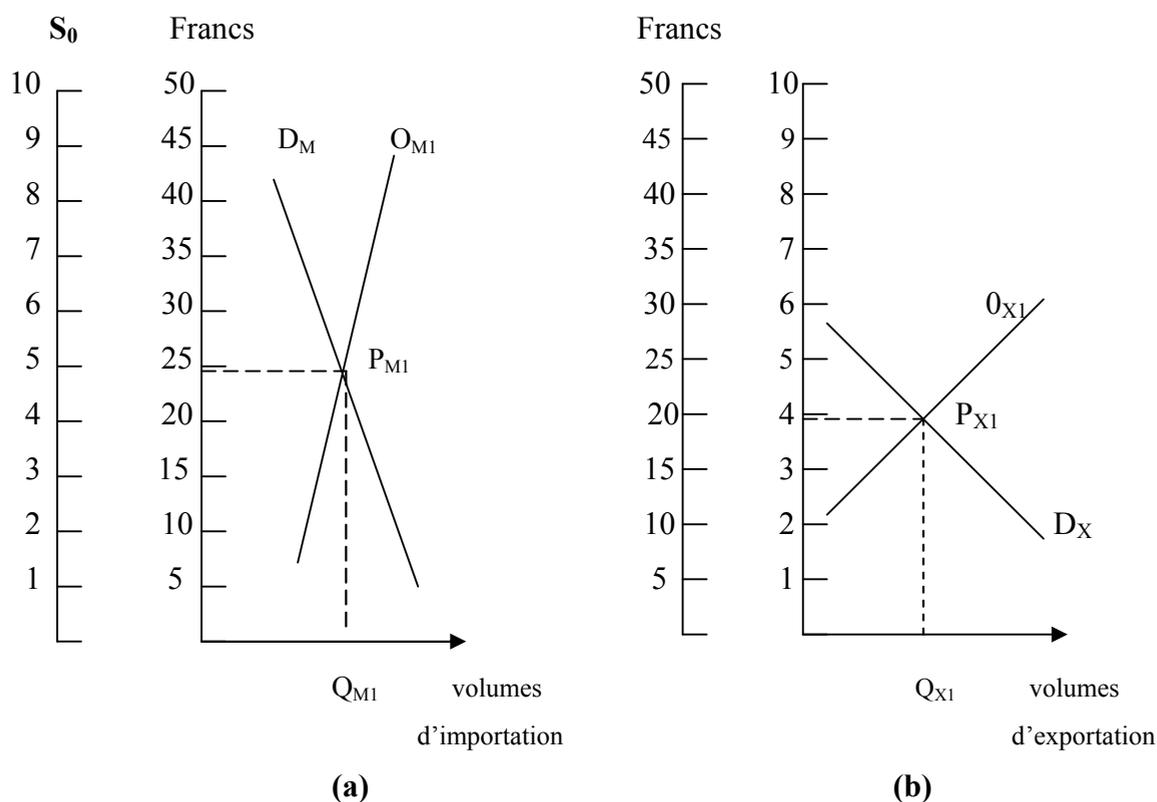
Quatre effets ou conditions de réussite peuvent être distingués. Le premier, déjà évoqué, réside dans l'augmentation du prix des importations et la réduction de celui des exportations. Cet effet est insuffisant s'il ne résulte pas des deux variations, un accroissement de la compétitivité des prix à l'exportation, gain qui doit en troisième lieu pouvoir s'appliquer à un surplus exportable. Naturellement, il faut que le surplus en question soit effectivement exporté. Ce qui revient à dire que les variations de flux doivent entraîner le rétablissement de l'équilibre de la balance commerciale.

Cet équilibre de la balance commerciale n'est qu'un élément de la balance des paiements qui comprend également les flux de capitaux. Or la balance de ces derniers peut se révéler déficitaire et amener l'apparition d'un solde négatif de la balance globale. Au milieu des années soixante, la balance des paiements américaine marquait un déficit dû à celui de la seule balance des capitaux alors que les Etats-Unis enregistrent un excédent commercial.

Enfin, des mesures défensives des concurrents peuvent compromettre le succès de l'opération en rétablissant les anciennes parités soit par des dévaluations concurrentes, soit par l'établissement de mesures douanières protectionnistes.

2-2-1) Effets mécaniques de la dévaluation sur le prix des importations et des exportations :

Représentons les courbes d'offre et de demande d'importations et d'exportations. Le volume et le prix des importations et des exportations sont déterminés sur les graphiques (a) et (b). Les fonctions d'offre et de demande sont données ainsi que le taux de change.



Source : P. H. BRETON et A.D. SCHOR, la dévaluation, Op. Citée, P.80.

La figure (a) reproduit les graphes des fonctions d'offre étrangère d'importations $O(m)_1$ et de demande nationale d'importations $D(m)_1$. Le prix $P(m)_1$ et le volume $Q(m)_1$ des importations sont déterminés par l'intersection des deux courbes.

La détermination du volume $Q(x)_1$ et des prix $P(x)_1$ des exportations par confrontation des courbes d'offre nationale d'exportations $O(x)_1$ et de demande étrangère d'exportations $D(x)_1$ s'effectue sur la figure (b).

Les fonctions sont exprimées en monnaie nationale ou en devise étrangère (ici, le dollar). Le taux de change choisi est de 1 dollar = 5F et l'on peut lire indifféremment le prix sur les deux échelles.

Supposons maintenant une dévaluation du franc telle que le dollar qui valait 5F, en vaille maintenant 7,5. Le taux de dévaluation par rapport à l'ancienne parité (1/5 dollar) –taux en dedans- se calcule comme suit :

$$(1/5 - 1/7,5) : (1/5) = 1/3 ;$$

Quant au taux en dehors :

$$(1/5 - 1/7,5) : (1/7,5) = 1/2.$$

Quelles sont les conséquences de cette variation sur les échanges commerciaux ?

La courbe de demande nationale d'importations ne subit pas de modification. Elle exprime, en effet, le niveau de la demande pour chaque prix libellé en francs. C'est l'expression de l'offre d'importations en francs qui varie. Comme l'indique le graphique 2a) les produits offerts en dollars continuent à l'être au même prix ; ce qui était vendu 5 dollars est toujours offert à 5 dollars, mais coûte maintenant 37,5F au lieu de 25F. Par conséquent, la courbe d'offre d'importations se trouve déplacée en ordonnée de : $(7,5 - 5) / 5 = 1/2$, soit la valeur du taux de dévaluation en dehors, et ce, pour chaque point d'abscisse. L'offre d'importations se déplace de façon à ce qu'à chaque volume (abscisse) corresponde un prix (ordonnée) augmenté de moitié sur la première échelle dollar et identique sur la seconde. Cette dernière établit la nouvelle table de conversion du franc en dollar.

Le but de la dévaluation est d'accroître la compétitivité de l'économie nationale, ce qui importe donc pour l'appréciation des effets, c'est :

- 1) pour les importations, la variation de leur prix en monnaie nationale puisque c'est ce qu'il faudra payer ;
- 2) pour les exportations, la variation de leur prix en devise étrangère puisque c'est ce qui mesure la compétitivité des offres sur les marchés étrangers.

Aussi, le déplacement de l'offre d'importations correspond-il au taux de dévaluation en dehors (c'est-à-dire exprimé par rapport à la nouvelle valeur du franc), et indique par conséquent l'augmentation des prix en francs, alors que le déplacement de l'offre

d'exportations est déterminé par le taux en dedans soit $1/3$: « le dollar permet d'acheter $1/3$ de francs en plus, ou encore les produits français reviennent $1/3$ moins cher ».

L'offre d'exportations est normalement établie en monnaie nationale ; mais puisqu'elle est destinée aux étrangers, le prix doit être converti en dollars, ce qui a été réalisé sur l'échelle dollar.

Lorsque le franc dévalue, la fonction de demande d'exportations n'est pas affectée puisqu'elle exprime les quantités que les pays étrangers sont disposés à acheter pour chaque prix exprimé en dollar et non en franc.

Par contre, l'offre d'exportations se déplace. En effet, ce qui était offert à 15F, lorsque le franc valait un cinquième de dollar, coûtait 3 dollars à l'importateur étranger alors qu'à présent le prix tombe à 2 dollars. Par conséquent, à prix français identiques, la courbe subit un déplacement par rapport à l'échelle dollar de $(7,5 - 5) / 7,5 = 1/3$, soit le taux de dévaluation en dedans. Pour chaque point d'abscisse, l'ordonnée se trouve réduite de $1/3$.

Ainsi, avec l'hypothèse de la constance des flux d'exportations et d'importations, le prix des importations croît en monnaie nationale du montant de la dévaluation en dehors, tandis que celui des exportations mesuré en devises étrangères diminue du montant de la dévaluation en dedans.

Il convient maintenant, tout en conservant l'hypothèse d'invariance du niveau des flux, d'introduire les conséquences internes du mouvement de prix mises ici en évidence et, en particulier, de la hausse du prix des importations.

2-2-2) L'écart de prix des exportations et des importations doit permettre un gain de compétitivité des prix à l'exportation :

Les hypothèses sont identiques : hausse des prix des importations du montant de la dévaluation en dehors et des droits et taxes sur importations qui leur sont rattachées.

Chaque branche de l'économie utilise des consommations intermédiaires qu'elle incorpore aux produits qu'elle vend aux autres branches. Les consommations intermédiaires d'une branche représentent les ventes d'une autre. La hausse du prix des importations se répercute alors au travers des consommations intermédiaires. Elle provoque l'augmentation des coûts de production et donc des prix de ventes de chacune des branches. Cette variation sera

proportionnelle à la part des produits importés que chaque branche utilise ; une première augmentation du prix des exportations peut ainsi être dégagée.

En réalité, l'effet de cette hausse initiale est comparable à celui d'un jet de pierre dans l'eau. Le choc entraîne une série de ronds dans l'eau qui vont en s'amortissant. Comme les productions de chaque branche sont consommées par les autres et que la hausse de prix initiale qu'a supportée une branche est répercutée sur le prix de vente, cette augmentation dérivée engendrera une nouvelle élévation du coût de production des autres branches. En effet, chaque branche doit supporter la hausse de prix de ses importations et celle du prix des produits qu'elle achète aux autres branches, due à la répercussion de l'augmentation de leurs propres importations.

Cette élévation du prix des importations exerce donc un effet direct par la hausse du coût de production des industries et indirect par la répercussion de chacune des branches d'industrie des hausses qu'elle a dû supporter.

2-2-3) Le gain de compétitivité doit s'appliquer à un surplus exportable :

Si l'hypothèse de constance de l'intensité des flux d'échanges était maintenue, le déséquilibre de la balance commerciale s'aggraverait. En effet, comme le prix des importations monte alors que celui des exportations baisse, le déficit croît. L'ensemble des importations, en effet, coûtera plus cher, alors que les exportations rapportent moins. Ainsi, la dévaluation est un pari selon lequel la baisse du prix des exportations serait plus que compensé par la hausse de leur volume. Toutefois pour que ces dernières croissent en volume, il faut que préexiste un surplus exportable, c'est-à-dire que la demande domestique soit inférieure à l'offre.

Quelques équations simples nous permettront de formaliser ce problème, généralement désigné sous le terme de l'absorption; le point de départ est l'expression keynésienne de l'équilibre soit :

$$Y + M = C + I + G + X \quad [1]$$

Y représente le produit national brut ;

C : la consommation domestique privée ;

I : l'investissement domestique ;

G : les dépenses gouvernementales ;

X : les exportations ;

M : les importations.

L'équation [1] exprime l'égalité des ressources et des emplois. La somme de la production et des importations correspond à l'ensemble des produits (biens et services) disponibles dans l'économie. La consommation (privée et publique), les investissements et les exportations en sont leur utilisation.

$X - M$ représente donc le solde du commerce extérieur.

L'équation [1] peut aussi s'écrire :

$$Y = C + I + G + X - M \quad [2]$$

Si nous désignons par $B = X - M$ le solde de la balance commerciale, nous pouvons poser :

$$Y = C + I + G + B \quad [3]$$

Ce que l'on désigne par l'absorption, c'est la somme de $C + I + G = A$. Nous pouvons donc écrire :

$$Y = A + B \quad [4]$$

D'où :

$$B = Y - A \quad [5]$$

Ce qui veut dire que le solde de la balance commerciale est égal au produit national diminué de la demande nationale ou absorption. L'obtention d'un surplus exportable se traduit par un solde positif de la balance commerciale soit $B > 0$.

La dévaluation tend à modifier le solde de la balance commerciale et donc arithmétiquement le revenu national et l'absorption. Cette dernière varie à la fois indirectement en fonction du revenu lorsqu'il est modifié et directement puisque la dévaluation transforme la demande domestique.

Si nous raisonnons en variations, nous pouvons écrire :

$$\Delta B = \Delta Y - \Delta A \quad [6]$$

ΔA , la variation de l'absorption, est la somme de la variation de l'absorption directe $b\Delta A$, due à l'effet mécanique de la dévaluation et de la variation de l'absorption induite par la modification du revenu. Cette variation induite est égale à $a\Delta Y$, a étant la somme de la

propension à consommer et à investir, soit quelque chose qu'on pourrait appeler « propension à absorber ».

On a donc :

$$\Delta A = a\Delta Y + bA \quad [7]$$

$$\Delta B = \Delta Y - (a\Delta Y + bA)$$

Soit :

$$\Delta B = (1 - a) \Delta Y - bA. \quad [8]$$

Pour que le surplus exportable s'accroisse, il est nécessaire soit que le revenu s'accroisse soit que l'absorption diminue soit que le revenu croisse plus vite que l'absorption.

En période de sous-emploi, on peut supposer que l'accroissement du surplus exportable sera réalisé par celui du produit alors qu'au contraire, en période de plein emploi, le surplus ne peut être attendu que d'une réduction de l'absorption. En tout état de cause, il est préférable d'essayer d'agir simultanément sur les deux.

De toute façon, même si un surplus potentiel existe, encore faut-il qu'il soit effectivement exporté !

2-2-4) Le surplus exportable doit effectivement être exporté :

Supposons que les conditions suivantes soient remplies :

- le taux de dévaluation a permis d'enregistrer des gains substantiels de productivité ;
- le surplus est suffisant ; nous admettons même qu'il est susceptible de répondre à la demande étrangère d'exportations quel que soit son niveau. En terme économique, disons que l'élasticité de l'offre nationale d'exportations est infinie.

Jusqu'à présent, nous n'avons pas réellement introduit les variations en volume des flux d'importations et d'exportations. Or la manipulation monétaire se révélerait inefficace voire nuisible si elle ne permettait pas un gonflement en valeur (volume que multiplie prix) des exportations supérieur à celui des importations. Pour que l'évolution du solde de la balance commerciale soit positive, il est indispensable que l'élasticité de la demande d'exportations soit supérieure à celle de la demande d'importations. Cette question a même fait l'objet d'une formalisation connue sous le nom de théorème des élasticités critiques.

➤ **Le théorème des élasticités critiques :**

En adoptant l'hypothèse que le montant des biens importés et exportés n'est fonction que de leurs prix, l'effet final des variations de prix sur le niveau des transactions dépendra de leurs élasticités.

L'augmentation des volumes exportés dépend de l'élasticité des exportations au prix de vente.

La diminution des volumes importés dépend de l'élasticité des importations au prix d'achat.

Plus les élasticités seront fortes plus un effet favorable pourra en être attendu.

Après dévaluation, le solde courant devient :

$$\Delta B = \Delta X - \Delta M$$

Si ce solde est positif, le changement de parité a amélioré la balance.

S'il est négatif, des effets pervers se seront produits au lieu de la résultante positive attendue.

Les valeurs de ΔX et ΔM sont fonction à la fois de la modification des prix et de la variation des quantités exportées et importées suite au changement de parités.

Dans le cadre des modèles d'inspiration keynésienne, où les offres de biens et services sont infiniment élastiques et où les prix dans les divers pays demeurent stables lorsque l'offre augmente (hypothèse de sous-emploi des facteurs de production), le mécanisme de la balance courante n'est déterminé que par la valeur des élasticités d'importation $e_m = (\Delta M^* / M^*) / (\Delta P_x / P_x)$ et d'exportation $e_x = (\Delta X^* / X^*) / (\Delta P_x / P_x)$.

L'effet net d'une dévaluation sur la balance commerciale dépend de la condition dite de Marshall-Lerner-Robinson qui veut que la somme des valeurs absolues des deux élasticités par rapport à la demande soit supérieure à l'unité.

En situation d'équilibre commercial initial (ou de très faible déséquilibre) la condition pour que la dévaluation soit favorable au solde commercial est que $|e_x| + |e_m| > 1$

Si cette relation n'est pas vérifiée, la dévaluation exerce un effet dit pervers : la balance courante devient encore plus déficitaire.

En situation de déséquilibre initial, la condition d'une amélioration de la balance est $|T_c \cdot e_x| + |e_m| > 1$ avec T_c en valeur = $(P_x \cdot X^*) / (P_m \cdot M^*)$

Dans le cas où les exportations sont plus faibles que les importations on a : $T_c < 1$.

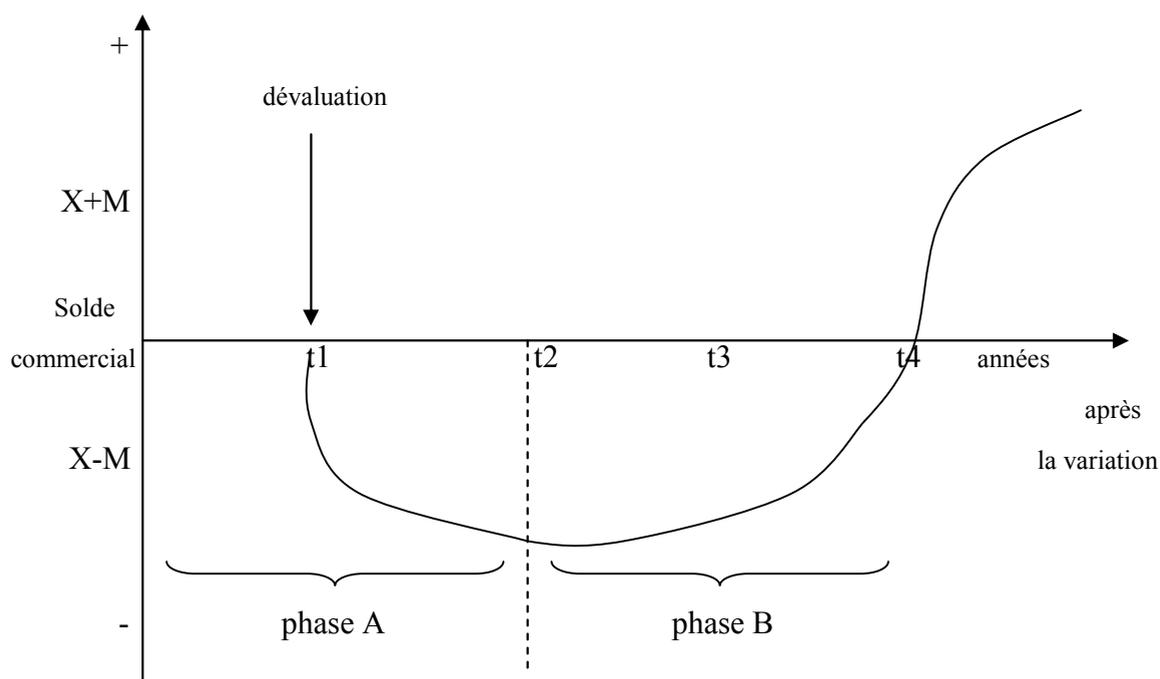
Afin que le solde s'améliore il faut que la réaction des exportations du pays dévaluateur à la baisse des prix relatifs soit forte. Cette relation constitue une forme généralisée du théorème des élasticités critiques.¹

➤ Le phénomène de la courbe en J :

Un redressement du solde commercial est toujours escompté d'une dévaluation ; dans les faits, cependant, l'incidence de la modification des parités déçoit souvent l'attente des décideurs politico-économiques ; une détérioration provisoire de B peut précéder, en effet, son amélioration. Le cheminement décrit par le solde commercial est qualifié de « courbe en J ».

Une dévaluation étant réalisée en t_1 , l'équilibre des comptes extérieurs ne sera restauré qu'en t_4 lorsque les effets favorables l'emporteront (phase B) sur les effets pervers (phase A) de la dévaluation.

Schéma 1 : La courbe en J.



Source : J. JALLADEAU, *introduction à la macroéconomie*, Op. Citée, P.210.

¹ J. JALLADEAU, *introduction à la macroéconomie*, De Boeck, 2^e édition, 1998, P209.

Dans une première période, les effets de renchérissement des importations dominent. En d'autres termes, la hausse des prix des importations aggrave le déséquilibre de la balance commerciale parce que les effets-prix sont immédiats et que les effets-volume n'interviennent qu'avec retard.

- la dégradation des termes de l'échange opère sans délai à cause de la hausse du prix des biens importés qui n'ont pas tous de substituts faute d'équivalent national : énergie, matières premières agricoles ou minières, mais aussi certains produits industriels. L'importance relative des importations de biens complémentaires tend ainsi à restreindre l'efficacité d'une dévaluation.
- le redressement du taux de couverture en volume ne peut être que progressif. Sans doute, faut-il tenir compte d'un délai de réaction pour que les acquéreurs étrangers soient sensibles à la diminution du prix des biens exportés par le pays dévaluateur. Il faut aussi que des capacités de production soient disponibles pour permettre l'exportation de volumes supplémentaires.

Dans une deuxième période, les effets de substitution devenant prévalents, la balance commerciale va se rééquilibrer. En effet, le volume des achats à l'extérieur va progressivement se réduire car les biens domestiques vont être plus compétitifs eu égard à la hausse du prix des importations en monnaie locale.

Parallèlement, il y a hausse des valeurs exportées en raison de la baisse de leurs prix en devises qui permet l'extension de parts de marché.

La combinaison de la baisse des quantités importées et de l'accroissement des quantités exportées permet ainsi, d'abord, la réduction du déficit commercial, puis, si le processus s'intensifie durablement, permet au-delà de t_4 la création d'un surplus. Tels sont les mécanismes qui expliquent la forme de la fameuse courbe en J.¹

Nous avons vu que lorsque la nécessité de dévaluer est reconnue, des mesures d'accompagnement sont prises.

¹ J. JALLADEAU, *introduction à la macroéconomie*, Op. Citée, P.210.

La décision est prise par les pouvoirs publics qui doivent tenir compte de l'environnement international et des conséquences sur les pays tiers.

La dévaluation de haute conjoncture qui a souvent pour origine l'accélération de l'inflation est destinée à développer les exportations. Les moyens disponibles sont les mesures globales et sélectives.

En phase de récession, la dévaluation a, par contre, pour objectif de relancer l'activité économique. Ainsi, les mesures d'accompagnement sont radicalement différentes.

Sur le plan international, la dévaluation vise la modification des flux d'échanges avec l'extérieur. Il s'agit fondamentalement de rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

Quand la modification de parité est de sens inverse, on parle de réévaluation. Cette dernière constitue l'objet de la section suivante.

Section 3 : La réévaluation

De prime d'abord, la réévaluation apparaît comme le symétrique de la dévaluation. Elle constitue en effet une modification de parité de sens inverse.

En fait, il existe une importante asymétrie entre les deux opérations.

Alors que la réévaluation entraîne un accroissement de l'offre de biens et services sur le marché domestique parce qu'elle pénalise les exportations, la dévaluation réduit l'offre interne puisqu'elle implique la constitution d'un surplus exportable. Il s'ensuit que la réévaluation exerce un effet déflationniste alors que la dévaluation peut dégénérer en hausse des prix. Les économies capitalistes étant surtout hantées par la « soif de vendre », la réévaluation apparaît comme une opération anormale à moins d'une pression très forte des pays étrangers. Dès lors on peut vraiment se demander : Pourquoi réévalue-t-on ? Comment ? Et avec quels résultats ?

Dans cette section, nous allons essayer de répondre successivement à ces questions.

3-1) Les motivations d'une réévaluation :

L'examen des principales réévaluations opérées depuis l'abandon de l'étalon-or pendant la première guerre mondiale indique que l'objectif principal de la réévaluation est le renforcement de la lutte contre l'inflation.

Cependant, la lutte contre l'inflation n'est pas en soi une cause de réévaluation. Il ne faut pas oublier que la plupart des dévaluations de haute conjoncture sont provoquées par la hausse des prix et que, par conséquent, la réévaluation n'est un instrument de lutte que contre des tensions inflationnistes d'un type particulier, notamment l'inflation importée provoquée en grande partie par l'afflux de capitaux étrangers.

Les situations qui sont susceptibles d'amener à la réévaluation sont de deux ordres : les déséquilibres conjoncturels et les déséquilibres structurels.

3-1-1) Les déséquilibres conjoncturels :

La disparité des taux d'inflation, l'inflation importée et les mouvements de capitaux spéculatifs entraînent généralement de tels déséquilibres.

3-1-1-1) La disparité des taux d'inflation :

Un pays peut échapper aux pressions inflationnistes qui sévissent chez ses voisins. Il en résulte un gain de compétitivité de ses produits parce que leurs prix relatifs diminuent. Comme ce pays contrôle les tensions provoquées par l'expansion, son avantage se maintient. Les partenaires commerciaux sont contraints à la dévaluation et exercent des pressions sur l'économie à faible taux d'inflation et donc à fort excédent externe afin qu'il réévalue.

3-1-1-2) L'inflation importée :

La transmission de ce type d'inflation s'exerce par trois relais : les prix à l'exportation, les prix à l'importation et enfin l'effet de liquidité.

L'inflation des économies voisines stimule les exportations. Les firmes exportatrices peuvent obtenir facilement des prix de plus en plus élevés à l'exportation. Ceci leur permet de supporter des hausses de part de leurs fournisseurs et d'accorder des augmentations de salaires, tout en réalisant des profits importants. Il se manifeste ainsi une tendance au nivellement des prix du marché puisque les entreprises nationales devront accorder les mêmes hausses de salaires sous peine de perdre leur personnel qualifié et accepter les mêmes prix pour les biens intermédiaires.

La transmission des hausses par les prix à l'importation est un élément de l'analyse de l'inflation par les coûts. L'existence d'un taux d'inflation plus élevé à l'étranger provoque le renchérissement des importations.

L'effet de liquidité est provoqué par l'accumulation d'excédents de paiements. Dans un système de changes fixes, la banque centrale est tenue d'acheter toutes les devises étrangères qui lui sont présentées par les exportateurs contre de la monnaie nationale. Ces liquidités nouvelles alimentent les réserves des banques commerciales en monnaie centrale. Par conséquent, à moins que la banque centrale ne neutralise les effets internes de l'afflux de devises, l'augmentation des liquidités disponibles est inévitable. L'accumulation d'excédents externes alimente l'économie en liquidités et risque de gonfler la demande en biens et services alors même qu'une partie importante de la production est détournée des marchés nationaux pour être exportée.

3-1-1-3) Les mouvements de capitaux spéculatifs :

Il s'agit des entrées de capitaux spéculatifs ou hot money. Des déplacements massifs soudains et intempestifs de capitaux flottants ont provoqué les réévaluations successives du deutsche mark en 1969, 1971 et 1973¹. L'ampleur de ces flux réduit considérablement les possibilités d'intervention des banques centrales qui utilisent toutes les formes d'échanges de devises avec leurs homologues et avec les banques commerciales nationales. Du fait de l'engorgement en liquidités du secteur bancaire, la politique d'open market devient inefficace.

3-1-2) Les déséquilibres structurels :

De tels déséquilibres sont le plus souvent dus à la persistance de gains relatifs de compétitivité.

Une forte productivité agit sur la balance des paiements par la réalisation d'excédents, si les gains de productivité ne sont pas absorbés par la hausse des prix. Rappelons que le redressement économique de l'Allemagne s'est opéré grâce à un constant décalage entre gains de productivité et augmentation de salaires qui a permis de maintenir sur une longue période la compétitivité de l'économie. La hausse ininterrompue pose des problèmes aux partenaires commerciaux. La monnaie du pays à forte productivité est sous-évaluée alors que celles des autres pays deviennent surévaluées, les excédents s'accumulent et lorsque les partenaires refusent les dévaluations périodiques, le pays exportateur est amené à réévaluer. Dans une large mesure, c'est le refus prolongé des américains de dévaluer le dollar qui a forcé l'Allemagne à plusieurs reprises à réévaluer.

¹ P.H. BRETON et A.D. SCHOR, la dévaluation, Op. Citée, P.112.

3-2) Les modalités de la réévaluation :

Les agents de la décision sont évidemment les mêmes que lorsqu'il s'agit d'une dévaluation mais il existe cependant des différences importantes quant au rôle de la banque centrale et quant aux influences internationales. Les caractères de l'opération et les mesures complémentaires méritent également d'être rappelés.

3-2-1) Les agents de la décision :

3-2-1-1) Il faut souligner que si la responsabilité du relèvement de taux incombe au gouvernement, la banque centrale intervient beaucoup plus qu'elle ne le ferait pour une dévaluation. Comme la dévaluation a des buts plus commerciaux (améliorer la balance des biens et services), la banque centrale a un rôle moins primordial que lorsqu'il s'agit d'une réévaluation dont les répercussions sur la balance des paiements et les mouvements de capitaux sont très importantes.

3-2-1-2) Les influences étrangères et internationales :

Elles sont plus importantes que dans le cadre d'une dévaluation ; les pressions des pays à monnaie de réserves sont plus grandes. Ainsi, les réévaluations du deutsche mark de 1961 et 1969 ont été plus que suggérées par les Etats-Unis, soucieux d'éviter une dévaluation du dollar. Les pays étrangers sont généralement favorables à la réévaluation puisqu'elle stimule leurs exportations et réduit la concurrence intérieure. Les pays à monnaie faible espèrent également éviter la dévaluation. Ils comptent sur le rapatriement des capitaux fugitifs dûment rémunérés par la réévaluation de la monnaie du pays où ils ont trouvé refuge.

L'environnement international et, en particulier, certains accords régionaux tels ceux de la Communauté économique européenne, imposent une contrainte à la réévaluation. Le Marché commun agricole, nous l'avons vu, repose sur des prix uniformes. Les prix européens sont exprimés en Ecus et convertis par chaque pays en monnaie nationale. Lorsqu'un pays dévalue sa monnaie, celle-ci est également dévaluée par rapport à l'unité de compte. Par conséquent, pour maintenir l'unité, les prix intérieurs doivent être augmentés. Si le pays révalue sa monnaie, il doit au contraire réduire ses prix agricoles du pourcentage de la réévaluation.

Une modification aussi brutale à la baisse entraîne souvent des problèmes sociaux et politiques.

3-2-2) Caractères de l'opération :

Comme la dévaluation, la réévaluation est une modification officielle de la parité. Toutefois, l'adoption de taux de changes flexibles équivaut à une réévaluation de fait et la taxation des exportations à une réévaluation camouflée.

3-2-2-1) La réévaluation de fait :

Lorsque les changes sont totalement flexibles, aucun point d'intervention n'est fixé. En principe, le cours peut se modifier considérablement au jour le jour. En théorie, les modifications de cours rétablissent automatiquement la balance des paiements par l'appréciation de la monnaie nationale. L'élargissement des marges de fluctuation permettrait la mise en place d'un régime de changes partiellement flexibles.

Dans un système de ce type, où les marges de fluctuation autour de la parité officielle sont élargies, la monnaie nationale s'apprécierait de la même manière quoique dans des limites plus étroites, ce qui équivaudrait à une réévaluation de fait.

3-2-2-2) La réévaluation camouflée :

L'objectif est d'obtenir une réduction des excédents commerciaux et de lutter contre la hausse des prix en favorisant les importations pour stimuler la concurrence intérieure. La taxation des exportations constitue une pratique très souple car on peut à tout moment lever la mesure alors qu'une réévaluation est définitive. En outre, cela permet une politique sélective (ne pas faire subir aux agriculteurs, par exemple, cette perte de compétitivité).

3-2-3) Le choix du taux :

Pour que des effets stabilisateurs notables se produisent, il faut une forte réévaluation. Toutefois, l'effet déflationniste qui peut résulter d'un taux trop élevé fait reculer les gouvernements. Le ralentissement de l'activité économique peut, par ailleurs, développer l'excédent de la balance des paiements en réduisant trop fortement les importations. Ainsi, en 1966, en pleine récession, l'Allemagne enregistre le plus fort excédent qu'elle ait connu jusqu'alors. Par conséquent, le taux choisi s'écarte généralement peu de la surcote constatée

de la monnaie nationale. Le taux des réévaluations est donc normalement nettement plus faible que celui des dévaluations.

3-3) Les effets de la réévaluation :

Les effets de la réévaluation se font sentir dans plusieurs domaines :

- échanges de biens et services ;
- mouvements de capitaux ;
- prix et lutte contre l'inflation.

Cette opération peut également avoir des conséquences néfastes.

3-3-1) Effets de la réévaluation sur les échanges de biens et services :

Le renchérissement de la monnaie nationale provoque la baisse du prix des importations et la hausse du prix des exportations. Les importations vont augmenter (en volume) et les exportations diminuer (également en volume) parce que les entreprises nationales ont à faire face à une concurrence accrue tant sur les marchés intérieurs que sur les marchés extérieurs.

Comme pour la dévaluation, l'effet en « J » peut contrarier, dans un premier temps, le rééquilibrage de la balance commerciale et augmenter l'excédent.

3-3-1-1) Sur les marchés mondiaux :

Les importations et exportations ne sont pas uniformément sensibles aux variations de prix. Les ventes de biens d'équipement sont moins sensibles que les biens de consommation dont la demande est plus élastique.

Les atouts de l'industrie : implantation commerciale, service après vente, conditions de crédit, qualité de produits, sont susceptibles de compenser, au moins partiellement, l'effet mécanique de la réévaluation sur les échanges de biens et services.

3-3-1-2) Sur les marchés intérieurs :

Les produits étrangers sont moins chers alors même qu'une demande solvable existe. Elle est alimentée par les hausses de salaires et l'accroissement de la liquidité de l'économie induit par les excédents de paiements.

Le consommateur bénéficie, en principe, de la réévaluation, à moins que les exportateurs étrangers n'en profitent pour relever leur prix.

Par conséquent, les entreprises nationales sont pénalisées sur les deux marchés. L'expansion économique peut être freinée et le chômage risque d'apparaître et de se développer. N'oublions pas toutefois que la baisse des prix des importations profite aux entreprises importatrices de matières intermédiaires et que l'augmentation des profits, dans la période qui précède la réévaluation, a permis de développer les investissements productifs et donc d'accroître la compétitivité des produits.

L'expérience des réévaluations allemandes a confirmé que les pouvoirs publics ne choisissent pas un taux susceptible d'entamer durablement la compétitivité de leur économie. Un secteur industriel dynamique, en particulier, « digère » assez bien une réévaluation raisonnable.

3-3-2) Effets sur les mouvements de capitaux :

L'impact de la réévaluation sur les mouvements de capitaux est à la fois plus important et plus rapide que l'effet sur les flux de biens et services.

Les capitaux spéculatifs sont les premiers rapatriés. Leurs détenteurs désirent réaliser le gain de change et convertissent la devise réévaluée en monnaie nationale.

Des capitaux nationaux s'investissent alors à l'étranger ; d'abord, parce que la nouvelle parité permet d'acquérir plus d'actifs pour le même coût, et ensuite parce que, fréquemment, les placements sur les places étrangères sont plus rémunérateurs.

Ce double flux entraîne la diminution de l'excédent de paiements, voire un certain resserrement des liquidités disponibles sur le marché. Les pays étrangers, par contre, retrouvent globalement plus de capitaux qu'ils n'en avaient perdus, ce qui risque d'accroître leurs liquidités internes.

En Allemagne, en novembre et décembre 1969, 23 milliards de deutsche marks ont quitté le pays. L'ampleur des reflux s'explique par le différentiel d'intérêt favorable aux places étrangères et au marché de l'euro-dollar.

3-3-3) Effets sur les prix et la lutte contre l'inflation :

La réévaluation exerce des effets sur les prix et, par ce biais constitue un moyen de lutte contre l'inflation.

Les prix des matières premières importées baissent et, par conséquent, les coûts de production des produits qui en incorporent diminuent.

L'opération encourage les importations et décourage les exportations. Il s'ensuit une augmentation de l'offre sur le marché national et une intensification de la concurrence entre biens nationaux et biens importés, ce qui réduit les tensions sur les prix.

L'action de la banque centrale se trouve renforcée. Avant la réévaluation, la politique monétaire était inopérante car les banques étaient en situation de surliquidité ; après la modification de parité, les excès de liquidités ont disparu et les instruments de la politique monétaire retrouvent leur efficacité. La banque centrale contrôle plus facilement l'évolution des crédits et la masse monétaire.

3-3-4) Conséquences néfastes d'une réévaluation :

La politique de réévaluation comporte un risque important : celui du ralentissement de l'activité économique.

La diminution des exportations porte un coup aux industries tournées vers l'extérieur alors même que l'augmentation des importations atteint toutes les entreprises et plus durement encore celles dont la production est destinée au marché intérieur.

Lorsqu'un secteur important ralentit sa production, la baisse se communique au reste de l'économie parce que les commandes des entreprises touchées et les revenus qu'elles distribuent diminuent. Les effets multiplicateurs et accélérateurs se produisent en sens inverse. Les conséquences sont connues : aggravation du chômage, réduction de la durée du travail, élimination des entreprises marginales.

En conclusion, il faut rappeler que les réévaluations du deutsche mark, et plus particulièrement celles de 1969 et de 1971, ont été considérées par les Etats-Unis comme un palliatif à la dévaluation du dollar. Ce pays estimait, en effet, que ce n'était pas le dollar qui était surévalué, mais les autres monnaies qui étaient sous-évaluées.

Dans cette section, nous avons vu que les situations qui sont susceptibles d'amener à la réévaluation sont les déséquilibres conjoncturels (disparité des taux d'inflation, inflation importé et mouvements de capitaux spéculatifs) et les déséquilibres structurels.

La responsabilité du relèvement de taux incombe au gouvernement et la Banque centrale intervient plus qu'elle ne le ferait pour une dévaluation.

La réévaluation exerce des effets sur les échanges de biens et services (augmentation des importations et diminution des exportations), sur les mouvements de capitaux (les capitaux spéculatifs sont rapatriés, ce qui entraîne la diminution de l'excédent de paiements), et enfin, sur les prix (elle constitue un moyen de lutte contre l'inflation).

La politique de réévaluation comporte aussi le risque de ralentir l'activité économique.

Conclusion du chapitre III :

La dévaluation est l'acte officiel de réduction du taux de change qui permet la conversion d'une devise sur les marchés monétaires internationaux. Un gouvernement peut choisir la dévaluation monétaire lorsqu'un déséquilibre chronique de sa balance commerciale ou de sa balance des paiements existe, compromettant l'acceptation internationale de la monnaie ayant cours légal. La diminution de la valeur d'une monnaie par dévaluation peut se produire lorsqu'un pays a maintenu un taux de change fixe par rapport aux principales devises étrangères. En revanche, quand un taux de change flexible est maintenu, c'est-à-dire, lorsque la valeur de la devise n'est pas prédéterminée, mais fluctue sous les effets des forces du marché, la diminution de la valeur d'une monnaie est appelée dépréciation.

La réévaluation constitue une modification de parité de sens inverse.

Les causes de ces deux manipulations monétaires sont différentes. Toutes deux doivent, certes, remédier à un déséquilibre de la balance des échanges extérieurs. Cependant, alors que la dévaluation est une pratique destinée à rétablir une balance commerciale déficitaire, la réévaluation est provoquée par une accumulation d'excédents de la balance des capitaux. La dévaluation est une mesure commerciale alors que la réévaluation s'analyse plutôt comme une mesure financière.

Les réactions étrangères à la réévaluation sont infiniment plus favorables que celles provoquées par une dévaluation. Ceci s'explique évidemment par la stimulation aux importations que crée l'appréciation d'une monnaie, alors que la dépréciation renforce la compétitivité des produits exportés. Par conséquent, les partenaires commerciaux bénéficient de la réévaluation alors qu'ils pâtissent de la dévaluation.

Conclusion de la partie 1 :

Au cours de tout échange de biens ou de services, ou même en cas d'investissement ou de prêt, intervient une opération que l'on appelle « le change ».

Le change est défini comme étant la conversion d'une monnaie d'un pays en monnaie d'un autre pays. Cela signifie que l'on va céder une monnaie pour acheter une autre, ou encore qu'une monnaie va être offerte et une autre demandée.

Si beaucoup d'agents économiques exercent cette fonction, il se crée un véritable marché de change.

Avec les progrès technologiques et la globalisation financière, le marché des changes n'est plus localisé matériellement à un endroit précis. Il prend désormais la forme d'un réseau informatique international, sorte de réseau Internet reliant tous les intervenants et auquel seuls les affiliés ont accès. Le marché des changes est donc un endroit virtuel composé d'un réseau mondial d'ordinateurs connectés entre eux et reliant en permanence les différentes salles de marché.

Les salles de marché sont des immenses salles pleines d'ordinateurs derrière lesquels des spécialistes vendent et achètent, pour les banques, des devises sur le marché des changes. L'utilisation des réseaux internationaux, tels que Reuter et Telerate, permet à l'information de circuler instantanément et au marché des changes de travailler en temps réel.

C'est l'offre et la demande qui déterminent la valeur des monnaies sur le marché des changes. Plus les opérateurs financiers achètent une monnaie, plus la demande est importante et plus la valeur de la monnaie augmente. C'est donc le résultat des achats et ventes de monnaies par les opérateurs financiers rivaux derrière les écrans informatiques des salles de marché qui détermine la valeur des différentes monnaies sur le marché des changes.

Lorsque l'opération de change consiste à faire mouvementer des comptes bancaires, on parle de change au comptant. Il consiste à échanger une devise contre une autre.

Ainsi, une opération de change au comptant correspond à :

- un engagement du vendeur à mettre à disposition de l'acheteur, généralement dans un délai de deux jours ouvrés, chez une banque à l'étranger (un correspondant) un certain avoir en compte en monnaie étrangère.

- Un engagement de l'acheteur de régler dans le même délai, soit en monnaie nationale, soit en une autre monnaie (selon le même mécanisme de correspondant).

A l'origine et comme pour beaucoup d'opérations, le change à terme est lié à une transaction commerciale.

Le change à terme est une solution destinée à réduire le risque de change en fixant, dès la conclusion de l'opération, le cours qui sera appliqué à l'échéance.

Les principes de base sont les mêmes que pour une opération de spot. La différence essentielle provient du fait que la date de valeur est différente de J+2.

La volatilité des cours de change pose aux banquiers et aux trésoriers d'entreprises de nouveaux problèmes auxquels les instruments traditionnels de couverture n'apportent plus qu'une réponse insuffisante.

Une entreprise est en risque de change dès qu'elle engage une opération commerciale ou financière en devises. Le montant de ce risque est mesuré par la position de change, solde des créances et des dettes libellées en monnaie étrangère. Depuis longtemps, toute entreprise a la possibilité de se protéger contre une évolution défavorable des cours en effectuant auprès de sa banque, si la réglementation des changes le lui permet, une couverture à terme, qui annule sa position et annule ainsi le risque de change.

La couverture à terme « bloque » définitivement un cours et entraîne des coûts d'opportunité élevés en cas d'évolution défavorable du marché.

Jusqu'alors, l'autre solution proposée aux trésoriers était la non-couverture du risque, c'est-à-dire le maintien de la position. Un tel choix suppose l'acceptation d'un risque extrêmement élevé, la marge d'une opération commerciale négociée avec l'étranger pouvant être éliminée, voire transformée en perte, en cas d'évolution défavorable du marché. Mais, en contrepartie, cette stratégie permet de tirer intégralement parti d'un mouvement favorable des cours.

La création de l'option de change est une réponse idéale au problème auquel sont confrontés les trésoriers et comble l'insuffisance de l'alternative qui vient d'être présentée.¹ Empruntant à la couverture à terme et à la non-couverture, l'option permet à l'opérateur, en position de change, de se garantir un cours minimal de vente de ses devises –ou maximal d'achat- tout en lui laissant l'opportunité de tirer parti d'une évolution favorable du marché. Elle combine l'avantage de la couverture à terme, en fixant un cours plancher ou plafond

¹ « L'option de change est le droit d'acheter ou le droit de vendre une position comptant ou future de devises, jusqu'à une certaine échéance –appelée date d'exercice- et à un cours fixé dès l'origine, appelé cours d'exercice ». Définition extraite de l'ouvrage : O. LOMBARD, D. MARTEAU, les options de change, Ed. Eska, 1992, P15.

garanti, et celui de la position nue en donnant au trésorier la possibilité de ne pas exercer son droit, et de céder ou recevoir en conséquence les devises au cours comptant si les conditions du marché sont plus intéressantes. Le droit d'exercice de l'option a bien sûr un prix, payé par l'acheteur, appelé « prime ».

Initialement, la valeur d'une monnaie était fixée en termes de biens et d'actifs. Aussi, pour établir le taux de change entre deux monnaies, il suffisait de faire le rapport entre les valeurs respectives en termes de biens et d'actifs des différentes monnaies.

Schématiquement, jusqu'en 1973, directement ou indirectement, chaque monnaie avait une valeur fixée par rapport à un bien de référence qui était l'or. Depuis 1973, de manière générale, les valeurs des différentes monnaies ne sont plus définies par rapport à un bien de référence et elles ne sont plus le résultat de décisions politiques, mais celui de la confrontation de l'offre et de la demande des différentes monnaies. Actuellement, le système monétaire international rassemble un mélange de systèmes de taux fixes et flottants. Certaines monnaies sont appréciées les unes par rapport aux autres en fonction de l'offre et de la demande, alors que d'autres sont liées par un système de taux de change fixe, sachant que chaque système de taux de change (fixe ou flottant) a ses propres avantages et inconvénients.

Dans le système de taux de change fixe, la banque centrale joue un rôle fondamental, elle assure l'équilibre du marché au taux fixé. Cependant, si le déséquilibre devient durable, le coût des interventions devient de plus en plus onéreux en termes de réserves de change. Dans ce cas, les autorités monétaires peuvent prévoir la solution de réaligement, une dévaluation en l'occurrence.

En fait, le succès d'une dévaluation est conditionné par de nombreux facteurs tant structurels que conjoncturels.

- le déficit structurel du solde extérieur ne doit pas être trop important sinon le surplus d'exportation ne sera pas suffisant pour compenser les pertes sur les importations.
- La demande étrangère doit être élastique, si elle ne l'est pas, les producteurs nationaux, malgré l'amélioration de leur compétitivité, ne pourront accroître leurs exportations.

Le passage des changes fixes aux changes flottants n'autorise plus à parler de dévaluation (ou de réévaluation). C'est le processus continu de dépréciation (ou d'appréciation) d'une monnaie qui peut s'étendre sur plusieurs mois ou années. Même rapide, une dépréciation ne possède pas le caractère de brutalité et de surprise que possédait la dévaluation.

Introduction de la partie 2 :

A la lumière des explications données dans les chapitres précédents, qui nous ont permis de livrer un certain nombre de leçons relatives au fonctionnement du marché des changes, aux risques inhérents aux opérations du commerce extérieur ainsi qu'aux instruments de leur couverture, aux régimes de change, et aux ajustements cambiaux en régime de taux de change fixe, on tentera à présent, de poser la problématique du cas algérien.

La fonction de banque de réserves et de change, exercée par la Banque Centrale, revêt plusieurs volets. Ces différents volets comportent essentiellement la gestion des réserves de change de l'Algérie et, par conséquent, la gestion du taux de change ainsi que l'élaboration de la réglementation sur les changes et le commerce extérieur. La Banque Centrale est aussi chargée du contrôle de l'application de cette réglementation par les banques et les opérateurs économiques.

L'exercice de la fonction de gestion du taux de change a été possible, au lendemain de la création de la Banque centrale, après la mise en œuvre de mesures tendant à mettre un terme à la dépendance externe par l'instauration d'un contrôle sur le commerce extérieur et les changes.

Les accords d'Evian de mars 1962 prévoyaient l'appartenance de l'Algérie à la zone franc et la liberté des transferts à destination de la France. Cette liberté des transferts a permis, au lendemain de l'indépendance, une fuite considérable de capitaux provoquée par le départ massif des européens mais également par les transferts de fonds privés de nationaux algériens. L'instauration d'un contrôle sur le commerce extérieur et les changes a naturellement été rendu nécessaire non seulement pour lutter contre la fuite des capitaux et pour protéger l'économie, mais également pour amorcer une politique de développement autonome.

En matière de gestion du taux de change, contrairement aux autres pays de la zone franc, dont la monnaie est définie par rapport au franc français, la monnaie algérienne est définie par rapport à l'or, depuis la création du Dinar le 10 avril 1964. Toutefois, tout en quittant la zone franc, la Banque centrale a continué à négocier sa monnaie sur la base d'un taux fixe avec le franc français.

Malgré l'existence d'une parité avec le franc, la gestion du taux de change du dinar se caractérise, à partir de 1969, par une certaine autonomie compte tenu du fait que la Banque Centrale d'Algérie n'a pas suivi la Banque de France lorsqu'elle a dévalué le franc français, et elle n'a pas suivi la Banque de France dans la transformation de ses modalités d'intervention sur le marché des changes (caractérisé par un franc financier et un franc commercial qui n'ont pas le même cours par rapport aux autres devises convertibles).

La fonction de banque de gestion du taux de change se manifeste également par la centralisation et la gestion des réserves de change.

Afin de mieux comprendre tous ces éléments, nous allons essayer d'analyser la politique de change en Algérie, particulièrement riche en histoire et en événements.

Pour se faire, nous avons partagé la partie en trois chapitres : le premier portera sur l'évolution des régimes de change en Algérie, le deuxième tentera d'expliquer la conduite de la politique des changes et du contrôle des changes en Algérie, et enfin, le troisième s'efforcera d'analyser l'évolution et la gestion des réserves de change.

Introduction au chapitre IV :

Les différents régimes de change que le pays a adopté depuis l'indépendance à ce jour sont :

- régime de fixité par rapport à une seule monnaie. Durant ce régime, il y a eu la période d'appartenance à la zone franc et celle de l'ancrage par rapport au franc français ;
- régime de fixité par rapport à un panier de monnaies dont l'objectif était de se prémunir contre les inconvénients du rattachement à une seule monnaie et à amortir les divers chocs monétaires grâce à un panier diversifié ;
- régime de flottement géré. Il avait fonctionné d'abord par des séances de fixing et, ensuite, par la mise en place d'un marché interbancaire des changes.

Le passage au marché interbancaire des changes constitue la phase ultime de la réforme du marché des changes. Le cours du dinar sera déterminé sur ce marché avec un rôle actif des banques et établissements financiers ; l'objectif étant d'assurer une allocation efficiente des ressources en devises.

Après avoir décrit les différents régimes de change (section1) nous présenterons le marché interbancaire des changes (section2) qui est un marché sur lequel les intervenants peuvent effectuer des opérations d'achat et de vente entre monnaie nationale et devises étrangères librement convertibles.

Section 1 : Les différents régimes de change depuis l'indépendance

Les différents régimes de change adoptés par le pays depuis l'indépendance, sont au nombre de trois: régime de fixité par rapport à une seule monnaie, régime de fixité par rapport à un panier de monnaies et régime de flottement géré.

L'objet de cette section est de décrire ces régimes de change.

1-1) Le régime de fixité par rapport à une seule monnaie :

1-1-1) Appartenance à la zone franc (1962 - 1963):

Au lendemain de l'indépendance, l'Algérie faisait partie de la zone franc régie par les règles de change suivantes :

- un contrôle des changes à l'occasion des transactions commerciales vis-à-vis des régions situées hors de la zone franc;
- une liberté totale du commerce extérieur et de transfert de capitaux à l'intérieur de cette zone.

Face aux risques générés par la fuite massive des capitaux et aux déséquilibres de la balance des paiements, il était urgent d'instituer un contrôle de change¹.

Le contrôle instauré interdisait aux résidents la constitution d'avoirs monétaires, financiers et immobiliers à l'étranger à partir de leurs activités en Algérie et rendait obligatoire la cession des ressources en devises provenant du rapatriement du produit des exportations à la Banque Centrale.

¹ Cette mesure est apportée par le décret n° 63-111 du 19 octobre 1963 qui précise que l'Algérie quitte la zone franc pour gérer de manière autonome ses politiques monétaires et de change.

1-1-2) Ancrage par rapport au franc français (1964 – 1973) :

Le dinar algérien a été créé le 10 avril 1964 en vertu de la loi n° 64-111. Il est défini à parité fixe par rapport au franc français à raison de 1DZD = 1FRF, et un poids d'or fin de 180 mg.

Les valeurs des autres monnaies par rapport au dinar sont définies par référence à leurs parités avec le franc. Par conséquent, à chaque dévaluation du franc, la valeur du dinar se déprécie par rapport aux autres devises.

Les inconvénients de cette politique se sont fait sentir suite à la dévaluation du franc français de 1969 par rapport au dollar engendrant ainsi la dépréciation du dinar par rapport aux monnaies principales.

Avec l'effondrement du système de Bretton Woods et les conséquences auxquelles il a donné lieu, à savoir le flottement généralisé des monnaies et la démonétisation de l'or, l'Algérie a été amené à revoir sa politique de change dès 1973.

1-2) Régime fixe par rapport à un panier de monnaies (1973 – 1994) :

En 1973, soit après l'effondrement du système de Bretton Woods, l'Algérie décida de l'indexation du dinar sur un panier de 14 monnaies. L'objectif étant de se prémunir contre les inconvénients du rattachement à une seule monnaie et à amortir les divers chocs monétaires grâce à un panier diversifié.

La pondération des monnaies du panier était fonction de la part de la monnaie dans les échanges commerciaux (la monnaie comme unité de compte et moyen de paiement) et de la répartition par devise de la dette extérieure (la monnaie comme réserve de valeur). De ce fait, le dollar américain occupait une place relativement importante dans le panier (pondération autour de 40%) à partir du moment où sa présence était prédominante dans les recettes d'exportation et le service de la dette.

Tableau 12: La composition du panier de référence

La monnaie	La pondération en pourcentage
Dollar Etats-Unis	40,15
Franc français	29,2
Deutschemark	11,5
Livre italienne	4
Livre sterling	3,85
Franc belge	2,5
Franc suisse	2,25
Peseta espagnole	2
Florin hollandais	1,5
Dollar canadien	0,75
Couronne danoise	0,2
Couronne norvégienne	0,1
Schilling autrichien	0,5
Couronne suédoise	1,5

Source : Banque d'Algérie

- **Cotation du dinar :**

Le mode de calcul du cours du dinar se faisait sur la base des cotations sur le « fixing » de Paris comme suit :

- On procède au calcul des variations relatives des monnaies du panier de référence par rapport à une monnaie de « passage » choisie arbitrairement.
- On calcule la moyenne pondérée des variations relatives des devises étrangères en question.
- On déduit le cours quotidien du dinar par rapport à la monnaie de passage, ensuite, par rapport à toutes les autres monnaies du panier.

Techniquement cela se traduisait par la formule suivante :

$$TC_k(t+1) = TC_k(t) + \sum f_i [M_i(t) - M_i(t-1)]$$

Avec :

i : l'indice affecté à chacune des devises du panier DA (i allant de 1 à N) ;

k : l'indice de la monnaie de passage ou pivot ;

f_i : le poids de la monnaie (i) dans nos paiements extérieurs ;

N : le nombre de monnaies composant le panier DA ;

$t, t-1, t+1$: représentent respectivement, la date du jour, de la veille et du lendemain ;

$TC_i(t)$: le taux de change du DA en monnaie (i), à la date t ;

$M_i(t)$: le taux de change de la monnaie (i), en monnaie (k) à la date t , du fixing de Paris.

A la date (t), les services concernés de la Banque d'Algérie déterminent les taux du DA, qui seront en vigueur le lendemain, en commençant par le taux par rapport à la monnaie de passage, le dollar US (les résultats obtenus seront identiques quelle que soit la monnaie choisie comme pivot).

Pour maintenir les rapports de parité des devises du panier entre elles, tels qu'ils sont observés sur les marchés de change, les taux du DA par rapport aux autres monnaies étaient déterminés comme suit :

$$TC_i(t+1) = TC_k(t+1) / M_i(t)$$

Exemple :

On suppose que le panier de référence se compose de trois (03) monnaies, le dollar (USD), en même temps monnaie de passage, le franc français (FF) et le mark allemand (DEM) avec un poids respectif de 50%, 30% et 20%.

Supposons que les cours sur le fixing de Paris en temps (t) sont :

USD / FF : 6,000

USD / DEM : 2,000

USD / DA : 5,000

FF / DA : 0,8333

DEM / DA : 2,5000

En (t+1) les cours sur le fixing de Paris sont :

USD / FF : 5,1128

USD / DEM : 2,9334

Les variations relatives du FF et du DEM par rapport au USD sont :

Δ USD / FF : - 17,35%

Δ USD / DEM: 46,67%

Donc la variation du DA par rapport à la monnaie pivot est :

$$\Delta \text{ USD / DA} = (\Delta \text{ USD / DEM}) \times 20\% + (\Delta \text{ USD / FF}) \times 30\%$$

Cela implique les cours nouveaux suivants :

USD / DA : 5, 2065 (+4, 13)

FF / DA : 1, 0183 (USD/DA / USD/FF)

DEM / DA : 1, 7750 (USD/DA / USD/DEM)

Comme le dollar pèse beaucoup dans le panier de référence et compte tenu du fait que les importations de l'Algérie proviennent essentiellement de la CEE (France, Allemagne, Italie...) et que l'Algérie emprunte dans les monnaies de ces pays et même dans le Yen, « le pouvoir libérateur » de nos recettes d'exportation des hydrocarbures dépendait du taux de change du dollar par rapport à ces monnaies. Lorsque le dollar s'apprécie par rapport à ces monnaies, la capacité d'importation de l'Algérie s'accroît ; inversement, lorsque le dollar se déprécie vis-à-vis de ces monnaies, le pouvoir d'achat des recettes des exportations se réduit.

En revanche, l'appréciation du dollar par rapport aux monnaies dans lesquelles est libellée la dette extérieure de l'Algérie réduit le poids de l'endettement extérieur. Ainsi,

l'encours en dollars de la dette extérieure de l'Algérie a chuté de 17 milliards USD en 1980 à 14 milliards USD en 1984.¹

Cela laisse penser que l'Algérie s'est désendettée pendant la période. Or, ce n'était que l'effet d'appréciation du dollar.

En parallèle à ce régime de change choisi, l'Algérie opta pour la non convertibilité de sa monnaie. Ce choix trouve sa justification dans ce qui suit :

- instrument pour la défense de la parité du dinar car la structure de son économie n'était pas suffisamment diversifiée et flexible pour lui permettre de défendre, sans préjudice grave pour son appareil de production, une parité du taux de change dans le cas où elle opterait pour la convertibilité du dinar ;
- permettre une meilleure allocation des ressources en devises, provenant essentiellement des exportations des hydrocarbures, en servant en priorité les impératifs économiques du pays. La Banque Centrale allouait « administrativement » les ressources en devises au moyen d'un mécanisme centralisé de délivrance de licences d'importation à des commerçants agréés en faisant contracter la demande de devises pour la faire correspondre à l'offre disponible et maintenir ainsi le cours du dinar au niveau souhaité ;

1-2-1) Politique de change passive:

Ce qui caractérise cette politique est le fait que la parité de la monnaie nationale soit fixée en totale négligence des soubassements économiques et financiers de cette monnaie.

L'orientation en matière de politique de change pendant cette période a permis une stabilité du dinar algérien mais alors une stabilité artificielle due à une gestion administrée du taux de change déconnectée de la réalité des fondamentaux économiques comme l'érosion du pouvoir d'achat intérieur du dinar.

¹ A. BENBITOUR, *l'Algérie au troisième millénaire : défis et potentialités*, Marinoor, Alger, 1998, P70.

La parité du dinar maintenue administrativement par le contrôle des changes n'avait pas reflété ces fondamentaux économiques, en réalité elle était surévaluée. En outre, cette parité administrative favorisait un laxisme dans les politiques économiques et financières intérieures du moment que le taux de change ne constituait pas une contrainte.

Donc, d'une part, le pouvoir d'achat du dinar à l'extérieur est soit stable soit réévalué grâce au contrôle des changes et l'effet d'appréciation du dollar vis-à-vis des autres monnaies du panier et d'autre part, son pouvoir d'achat intérieur se dégrade. Les conséquences de cette situation sont les suivantes :

- la perte de compétitivité des produits locaux par rapport aux produits importés.
- Les restrictions d'accès au marché de change accompagnées de politiques de contingentement des importations ont donné naissance au marché de change parallèle de devises qui couvre des besoins d'importation à usage spéculatif ou de consommation superflue.
- Du fait du poids du dollar dans le panier de référence, son appréciation par rapport aux autres monnaies du panier durant la première moitié des années 1980 a provoqué une appréciation réelle d'environ 50% du dinar algérien, ce qui a eu pour effet de miner la compétitivité des exportations hors hydrocarbures.¹

1-2-2) Politique de change active :

Jusqu'en 1986, année du contre-choc pétrolier, il n'y avait eu aucun changement d'orientation quant aux moyens et objectifs de la politique de change. Mais, avec la crise pétrolière de 1986 qui a entraîné une baisse des recettes d'exportation et le resserrement de la contrainte extérieure, il n'était plus possible de maintenir la même politique de change. L'Algérie a essayé de compenser la baisse des recettes pétrolières par des emprunts à l'étranger et le renforcement des restrictions sur les importations. En parallèle, les autorités de l'époque avaient adopté une politique de change active.

¹ K. NASHASHIBI et autres, Algérie : stabilisation et transition à l'économie de marché, Fonds monétaire international, Washington, 1998, P 85.

Cette politique consistait à ajuster le taux de change pour éliminer la surévaluation du dinar, se rapprochant ainsi de sa valeur d'équilibre.

L'ajustement du taux de change a commencé par des dévaluations rampantes (glissement de parité) non annoncées et ensuite par des dévaluations officielles.

1-2-2-1) Les dévaluations rampantes :

La dévaluation rampante ou le glissement est une mesure prise par les autorités visant à faire baisser de manière continue et discrète, la valeur de la monnaie nationale.

Le taux de change du dinar est ainsi passé de 4,85 DZD pour un USD au deuxième trimestre 1987 à 12,19 fin 1990, soit une baisse de la valeur du dinar de l'ordre de 150% par rapport à 1987.

1-2-2-2) La première dévaluation officielle :

Face à la détérioration de la situation économique, les autorités algériennes se sont engagées en 1991 dans un programme d'ajustement macroéconomique appuyé par le FMI. Ce programme, articulé autour d'une politique rigoureuse de gestion de la demande et d'une dépréciation sensible du dinar, visait le réaligement des prix relatifs et l'ouverture externe de l'économie. Ainsi, en septembre 1991, les autorités monétaires ont procédé à une première dévaluation officielle du dinar par rapport au dollar américain de l'ordre de 22%. Ainsi, le cours du dinar est passé de 18,5 DZD pour un USD à 22,5.

Cette dévaluation a eu pour effet le rapprochement du cours du dinar sur le marché officiel de celui sur le marché parallèle. En effet, l'écart qui était de 5 au milieu des années 1980 est passé à 2 en 1991.

De 1991 à 1994, le taux annuel moyen de dépréciation du dinar s'établissait autour de 4%, portant le cours officiel du dinar à environ 24 dinars pour un dollar. Cependant, cette relative stabilité ne reflétait pas les forces réelles de l'économie : l'inflation s'est élevée par rapport aux partenaires commerciaux à cause de l'application par le pays de politiques financières relativement expansionnistes pendant cette période:

- un relâchement de la discipline budgétaire ouvrant la porte à la monétisation des déficits (un déficit de 8,7% du PIB en 1993) ;
- la variation de M2 était de l'ordre de 23,9% en 1992 et de 21,2% en 1993.

Il en résultait une appréciation réelle du dinar de 50% entre octobre 1991 et la fin de 1993¹.

1-2-2-3) La deuxième dévaluation officielle :

Après la première dévaluation officielle, qui n'a pas abouti aux effets escomptés, une seconde dévaluation de 40,17% est initiée en 1994. Cette dévaluation constituait l'un des principaux axes d'un programme de stabilisation macroéconomique qui est le PAS (programme d'ajustement structurel) de mai 1994 appuyé par le FMI. Ce fut le point de départ d'une convertibilité commerciale du dinar et de la libéralisation partielle du commerce extérieur et du régime des changes.

1-2-3) La situation avant les dévaluations :

Théoriquement, les effets qui étaient attendus des dévaluations du dinar étaient de :

- inciter les exportateurs à exporter plus car il devient plus intéressant pour eux d'exporter que de vendre sur le marché local.
- Dissuader les importateurs et les utilisateurs des produits importés puisqu'ils leur coûtent plus en monnaie locale que les produits locaux, ce qui améliore la position concurrentielle des activités nationales de substitution aux importations.
- Attirer les investissements directs de l'étranger. Il devient relativement plus intéressant d'y produire pour l'exportation, vu que les prix des matières premières locales et de la main d'œuvre n'augmentent pas proportionnellement à la dévaluation.

¹ K. NASHASHIBI et autres, Algérie : stabilisation et transition à l'économie de marché, Op. Citée, P.85.

- Décourager les nationaux d'investir à l'étranger pour les mêmes raisons que ci-dessus.

La manipulation du taux de change n'a que peu ou pas d'impacts positifs sur la balance des paiements eu égard à la structure de notre économie.

En effet, nos exportations sont composées à plus de 95% d'hydrocarbures (1993) dont les volumes et les prix sont déterminés à l'extérieur du pays, sur les marchés mondiaux.

Ce qui signifie que la valeur globale de nos exportations (en \$ US) reste quasiment au même niveau quel que soit le taux de change du dinar.

En ce qui concerne les exportations hors hydrocarbures, d'une part leur volume demeure insignifiant (moins de 5%) et d'autre part leur développement demeure sujet à caution devant le protectionnisme des pays industrialisés.

Du côté des importations, une partie importante est constituée de biens d'équipements et de biens intermédiaires qui ne sont que rarement concurrencés par les produits locaux.

L'investissement à l'étranger et l'investissement des étrangers dans le pays ne réagissent pas aussi facilement à des changements de taux de change. Ces investisseurs gèrent leurs capitaux en tenant compte des critères suivants : les risques encourus, les gains escomptés et la liquidité de leur placement.

Face à une situation devenue incontournable en raison de l'importance de déséquilibre extérieur et des flagrantes distorsions des prix relatifs qui pénalisaient les exportations et encourageaient les importations, la dévaluation semblait être inéluctable et devait être inscrite dans le cadre d'une politique de réforme structurelle visant à lever les obstacles à la promotion des exportations hors hydrocarbures, au développement des activités de substitution aux importations et à améliorer la gestion des activités financières et économiques.

1-2-4) Les résultats :

Les résultats obtenus après la deuxième dévaluation ne peuvent être significatifs car l'Algérie a bénéficié, dans la même période, de financements exceptionnels sous forme d'un crédit de 1,1 milliard de dollars US du FMI et d'un rééchelonnement de 4,4 milliards de dollars US qu'elle devait rembourser dans la même année.

Les résultats obtenus (qui ne peuvent être attribués à la seule dévaluation) sont notamment :

- l'amélioration de la balance des paiements, passant d'un solde de (-40) millions de dollars US en 1993 à 130 millions de dollars US en 1994.
- L'augmentation des réserves de change qui ont atteint 2,64 milliards de dollars US à fin décembre 1994.
- Le déficit du Trésor public a été ramené de 8,7% du PIB à fin 1993, à 4,4% du PIB à fin 1994.
- Le rapprochement du taux de change nominal officiel du taux de change du marché parallèle donc du taux de change réel.

En plus de ces effets positifs, nous pouvons citer aussi les résultats suivants :

- la balance des paiements, après une embellie qui était due au rééchelonnement de la dette et aux crédits du FMI, a enregistré un déficit de 1370 millions de dollars US en 1995.
- L'effet le plus significatif est le déficit de la balance des transactions courantes qui est passé de 1849 millions de dollars US en 1994 à 2520 millions de dollars US en 1995, et c'est là, la concrétisation des effets négatifs de la dévaluation théoriquement vérifiables (la courbe en J) et la balance courante a comptabilisé un solde positif au bout de trois ans, avec 932 millions de dollars US en 1996.

1-3) Régime de change de flottement géré (de 1994 à nos jours) :

Après la dévaluation de 1994, un régime de change de flottement dirigé a été instauré. Il avait d'abord fonctionné par des séances de fixing et ensuite, la décision a été prise pour la mise en place d'un marché interbancaire des changes.

1-3-1) Le fixing (de septembre 1994 à décembre 1995) :

C'est l'instruction n° 61-94 du 28 septembre 1994 qui a consacré la mise en place du système du fixing. Sa définition est donnée par l'article 2 de ladite instruction, c'est « *la détermination de la valeur du dinar par rapport aux devises étrangères par adjudication pour l'allocation de devises aux banques commerciales* ».

La première séance inaugurale de fixation du taux du dinar, a commencé le 29/09/1994 au siège de la Banque d'Algérie.

La séance du fixing se tient au siège de la Banque d'Algérie chaque jour à 11h (excepté le samedi et le dimanche), sous la présidence d'un représentant de la B.A (coteur officiel), avec la participation, à cette réunion, des cambistes des banques commerciales.

Dans une première phase (du 29/09/1994 au 03/11/1994), afin de permettre aux cambistes de se familiariser avec le nouveau mécanisme du fixage du taux de change de la monnaie nationale, les séances de fixing étaient hebdomadaires, avant de devenir quotidiennes dans la phase ultérieure (à partir du 07 novembre 1994).

A l'ouverture de chaque séance, la Banque d'Algérie annoncera un taux de change plancher (toujours égal à celui arrêté à la séance précédente) et le montant de l'offre déterminé en fonction de l'objectif en matière du taux de change. Suite à cette indication, chaque banque participante fait sa soumission pour le montant qu'elle désire acquérir et pour le cours qu'elle est prête à accepter pour payer cet achat.

Le représentant de la Banque d'Algérie inscrit les ordres d'achat dans l'ordre croissant des taux de change en monnaie nationale et calcule le montant total des ordres d'achat et le compare avec celui offert par la Banque d'Algérie.

S'il s'avère que le montant offert par la B.A est égal ou supérieur à la demande globale des banques participantes, le cours du dinar qui sera arrêté durant cette séance de fixing sera celui du moins disant, c'est-à-dire le cours le plus faible parmi ceux qui auront été soumissionnés par les banques participantes.

Si l'offre de la B.A s'avère inférieure à la demande globale, il sera procédé à un ou plusieurs « rounds » au cours desquels : d'une part, la B.A aura la certitude d'ajuster son offre et le taux de change auquel elle serait disposée à vendre ses devises, et d'autre part, chaque banque pourra ajuster sa demande et le taux auquel elle serait prête à acheter les devises dont elle a besoin pour la période.

Ces « rounds » continuent jusqu'à ce que l'équilibre entre offre et demande soit atteint, ce qui permettra d'arrêter le cours du change au niveau de celui du moins disant.

En effet, le taux de change résultant des séances de fixing est un taux de change quasi réel déterminé par des mécanismes du marché (offre/demande) et permettra ainsi à terme l'unification du marché des changes.

Il est important de noter que ce système de fixing a permis aux différents intervenants d'en tirer les avantages certains. Cette phase de transition vers le marché interbancaire a permis aux cambistes d'améliorer leurs connaissances pour comparer l'influence des informations politique, économique et financière sur le compartiment du marché des changes comme elle a perfectionné le rôle de la B.A dans la gestion du taux de change en respectant les objectifs arrêtés dans le cadre du plan d'ajustement structurel.

- **Remarques essentielles :**

- le fixing pratiqué en Algérie concernait une seule devise USD (devise « pivot »), contrairement au fixing des autres pays qui concerne 21 monnaies.
- Juste après la séance du fixing, la B.A se charge de l'exécution des ordres de transfert, c'est-à-dire le paiement des correspondants, et en même temps elle débite le compte de la banque commerciale de la contre-valeur (en DZD) du montant acheté (en USD).

- au fixing, les (06) six banques commerciales sont toujours des éléments demandeurs de dollars US (acheteurs), et la B.A est toujours l'élément offreur du dollar (vendeur), mais quelque fois la B.A, à travers son service bancaire étranger (S.B.E), se présente comme acheteur de dollars US.
- Durant la séance du fixing, si les représentants d'une banque commerciale (cambistes) sont absents, la demande de dollars US de cette banque est rejetée, et le paiement des correspondants ne sera pas exécuté, par conséquent, la banque primaire payera des intérêts de retard.

1-3-2) Le marché interbancaire des changes (depuis 1996) :

La Banque d'Algérie a institué, par Règlement n° 95-08 du 23 Décembre 1995 relatif au marché des changes, un marché interbancaire des changes qui est un marché entre banques et établissements financiers où sont traitées toutes les opérations de change (vente et achat) au comptant ou à terme entre la monnaie nationale et les devises étrangères librement convertibles, constituant ainsi le lieu de détermination des cours de change (taux de change des devises) par le libre jeu de l'offre et de la demande.

Dans le cadre de la gestion des réserves, la Banque d'Algérie intervient sur le marché interbancaire des changes au comptant, au moyen des recettes d'exportations d'hydrocarbures et produits miniers dont la gestion relève de ses attributions.

Le marché interbancaire des changes comprend deux compartiments :

- le marché interbancaire des changes au comptant (spot)
- le marché interbancaire des changes à terme (forward).

Le marché interbancaire des changes est un marché non localisé. Les opérations y sont traitées par téléphone, télex, et autres systèmes électroniques. Il fonctionne de façon continue, les intervenants peuvent y réaliser des transactions durant tous les jours ouvrés.

Les intervenants sur le marché interbancaire des changes ne peuvent y traiter que de la monnaie en compte.

Les transactions de change sont traitées de gré à gré.

Les intervenants sur le marché interbancaire des changes sont tenus d'afficher, à titre indicatif, de façon continue, les cours de change au comptant, à l'achat et à la vente des devises habituellement traitées contre le dinar.

Nous avons vu qu'au lendemain de l'indépendance, l'Algérie faisait partie de la zone franc. Les règles régissant cette zone ont généré des risques qui ont rendu nécessaire l'institution d'un contrôle des changes. Le 10 avril 1964, le dinar algérien a été créé. Il est défini à parité fixe par rapport au franc français. En 1973, soit après l'effondrement du système de Bretton Woods, l'Algérie a décidé d'indexer le dinar sur un panier de 14 monnaies. Le taux de change du dinar était géré administrativement et il ne reflétait pas la réalité des fondamentaux économiques. En 1986, année du contre choc pétrolier, les autorités de l'époque ont adopté une politique de change active qui consistait à ajuster le taux de change pour éliminer la surévaluation du dinar. L'ajustement a commencé par des dévaluations rampantes et, ensuite, par des dévaluations officielles. Après la dévaluation de 1994, c'est le régime de change de flottement géré qui a été instauré. Il avait fonctionné par des séances de fixing de septembre 1994 jusqu'à décembre 1995, par la suite, un marché interbancaire des changes a été mis en place.

La présentation de ce marché fera l'objet de la section prochaine.

Section 2 : Présentation du marché interbancaire des changes

La libéralisation du commerce extérieur et du régime de change initiée en Avril 1994 dans le cadre de la conduite du programme de stabilisation a permis d'engager le rééquilibrage des prix relatifs à travers l'ajustement du taux de change du dinar, appuyé par une conduite rigoureuse de politique monétaire et financière appropriée.

Dans ce cadre, l'importance de la reconstitution des réserves de change a permis d'asseoir une convertibilité commerciale effective du dinar.

En outre, l'introduction des séances de fixing en Octobre 1994 a consacré le passage d'un régime de change " fixe " à une flexibilité accrue du taux de change déterminé par adjudication.

Par ailleurs, l'élargissement du champ de libéralisation des importations au début 1995 et le passage à la convertibilité des dépenses d'éducation et de santé ont été rendus possibles par l'importance des financements exceptionnels de la balance des paiements et sa viabilité à moyen terme.

C'est dans ce contexte que s'effectue le passage au régime du marché interbancaire des changes qui constitue la phase ultime de la réforme du marché des changes.

L'objet de cette section est la présentation du marché interbancaire des changes.

2-1) Les opérations et les ressources utilisées au marché interbancaire des changes :

Les banques et établissements financiers sont autorisés, dans le cadre de la gestion de leur trésorerie en devises à :

- vendre aux banques non résidentes la monnaie nationale contre des devises étrangères librement convertibles,
- vendre des devises étrangères librement convertibles contre la monnaie nationale détenue dans un compte en dinars convertibles,

- acheter et vendre des devises étrangères librement convertibles contre des devises étrangères librement convertibles,

- acheter et vendre entre intervenants au marché interbancaire des changes des devises librement convertibles contre monnaie nationale.

Les ressources en devises laissées à la disposition des banques et établissements financiers intervenant sur le marché interbancaire des changes sont :

- Les recettes provenant des exportations hors hydrocarbures et produits miniers, à l'exclusion de la partie revenant à l'exportateur.

- Les sommes provenant de tout crédit financier ou d'emprunt en devises contracté par les banques et établissements financiers pour leur besoin propre ou pour celui de leur clientèle.

- Les sommes provenant d'achats effectués sur le marché des changes.

- Toute autre ressource que définira, en tant que de besoin, la Banque d'Algérie.

Ces ressources sont destinées, notamment, à être utilisées pour couvrir les opérations courantes des banques et établissements financiers ou de leur clientèle à savoir :

- Le refinancement et les avances sur recettes provenant des exportations hors hydrocarbures et produits miniers ;

- La couverture d'acomptes non finançables relatifs aux contrats d'importation ;

- La couverture, en cash, d'importations de biens ou de service ne bénéficiant pas de financement extérieur ;

- Le paiement des échéances de dettes extérieures ;

Et toutes autres obligations de paiement conformes à la réglementation.

2-2) La surveillance et le fonctionnement du marché interbancaire des changes :

2-2-1) La surveillance du marché interbancaire des changes :

La mise en place du marché interbancaire sera appuyée par l'introduction de normes de surveillance des positions de change sous l'angle prudentiel, c'est ainsi que les banques et établissements financiers, sont tenus de respecter en permanence :

- un rapport maximum de 10 % entre le montant de leur position longue ou courte dans chaque devise étrangère et le montant de fonds propres ;
- un rapport maximum de 30 % entre la plus élevée des sommes des positions longues ou des positions courtes pour l'ensemble des devises et le montant de leurs fonds propres.

A cet effet, les banques et établissements financiers intervenant sur le marché interbancaire des changes doivent disposer, notamment, d'un système permanent de mesure permettant d'enregistrer immédiatement les opérations en devises et de calculer les résultats ainsi que les positions de change globales et les positions de change par devise étrangère ; et dont des déclarations périodiques seront adressés à la Banque d'Algérie.

2-2-2) Fonctionnement :

Les intervenants sur le marché interbancaire des changes ne peuvent y traiter que de la monnaie en compte.

Le marché interbancaire des changes fonctionne de façon continue. Les intervenants peuvent réaliser des transactions durant tous les jours ouvrés. Les transactions de change sont traitées de gré à gré. Les cours de change sont déterminés par le libre jeu de l'offre et de la demande.

Les intermédiaires agréés participant au marché interbancaire des changes sont tenus d'afficher, à titre indicatif et de façon continue les cours de change au comptant, à l'achat et à la vente des devises habituellement traitées contre dinar.

Les opérations de change sont toutes les transactions entre les parties, pour l'achat par une partie d'un montant convenu dans une monnaie contre la vente à une autre partie d'un autre montant convenu libellé dans une autre monnaie. La livraison des deux montants intervient à la même date de valeur. Lors de chaque transaction, chaque partie spécifie (verbalement, par écrit ou par voie électronique), la devise achetée, la devise vendue, le montant acheté, le montant vendu, le cours, la date de valeur, la date d'échéance (pour les opérations de change à terme) et le lieu de livraison de la devise à recevoir¹.

L'opération de change au comptant est une transaction par laquelle deux parties conviennent d'échanger une monnaie contre une autre à un prix appelé "cours comptant" ou "spot", la livraison de ces monnaies intervient généralement le deuxième jour ouvré suivant la date de conclusion de la transaction. Toutefois, les parties peuvent convenir d'une livraison des monnaies à échanger, le jour-même ou le jour ouvré suivant la date de conclusion de cette transaction.

L'opération de change à terme est une transaction par laquelle deux parties conviennent d'échanger une monnaie contre une autre à un prix appelé "cours à terme" ou "forward" ou "outright".

La livraison des monnaies échangées intervient à une date d'échéance future qui peut tomber dans une période allant de trois (03) jours à une (01) année.

La date de la transaction est la date à laquelle les parties ont conclu la transaction de change et à laquelle cette transaction entre en vigueur.

La date de commencement est le jour convenu entre les parties qui est le premier jour pris en considération pour la détermination du report / déport dans une opération de change à terme.

¹ Cf. Instruction n°79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.

La date d'échéance est le jour convenu entre les parties qui est le dernier jour pris en considération pour la détermination des montants de paiement des monnaies à échanger dans une transaction de change à terme.

La date de paiement est toute date précisée comme telle lors de la conclusion de la transaction de change.

Le report ou déport constitue le différentiel de taux d'intérêt sur les monnaies échangées appliqué au cours comptant et à la durée de l'opération de change à terme. Le résultat est rapporté au nombre de jours dans l'année. Le Report est la prime à rajouter au cours comptant pour déterminer le cours à terme. Le Déport est la décote à retrancher du cours comptant pour déterminer le cours à terme.

Sauf dispositions particulières stipulées lors de la conclusion de la transaction de change, les paiements seront effectués comme suit :

- chaque partie paiera à l'autre à la date la concernant le montant prévu lors de la conclusion de la transaction de change,
- lorsque les deux parties sont liées par plusieurs transactions de change, échéant à une même date de valeur et donnant lieu à des paiements réciproques de montants libellés dans une même monnaie, il peut être procédé à la compensation des paiements.

Les parties s'obligent, l'une envers l'autre, à exécuter réciproquement les paiements qui leur incombent. Chaque partie peut désigner une banque ou un établissement financier de premier ordre pour s'assurer que les paiements seront effectués d'une façon réciproque, à charge pour cette partie d'assumer les frais y afférents. A tout moment ce choix obligera l'autre partie.

Tout retard de paiement d'un quelconque montant dû au titre d'une opération de change, entraîne pour la partie l'ayant provoqué, le paiement à l'autre partie :

- des intérêts de retard qui seront calculés sur ce montant entre la date de paiement initialement prévue dans la transaction et la date de paiement effectif au prix du marché

majoré d'une pénalité de retard de 1 %¹. Ces intérêts seront capitalisés si la période de retard de paiement excède une année ;

- du montant des frais supportés par la partie non défaillante suite à ce retard de paiement.

Chaque partie est tenue d'effectuer, en faveur de l'autre partie, le paiement de tout montant qu'elle lui doit au titre de la transaction de change, net de toute déduction ou retenue de quelque nature que ce soit.

Chaque partie peut résilier une transaction de change, lorsqu'elle constate un cas de défaut de l'autre partie ou l'apparition de circonstances nouvelles.

En concluant, toute transaction de change, chaque partie est présumée avoir déclaré :

- qu'elle est régulièrement constituée et qu'elle exerce ses activités conformément aux lois et règlements qui lui sont applicables,

- qu'elle dispose de tout le pouvoir et la capacité de conclure des transactions de change, et que la conclusion de telles transactions a été valablement autorisée par ses organes sociaux,

- que toutes les obligations nées de toutes les transactions de change conclues ont une force obligatoire à son encontre,

- qu'aucun cas de défaut ou menace de cas de défaut n'affecte sa capacité à conclure des transactions de change et à exécuter les paiements qui en découlent,

- qu'il n'existe pas à son encontre d'actions judiciaires, de réclamations en cours ou, à sa connaissance, de menaces de poursuites judiciaires ou de réclamations dont il pourrait découler une détérioration significative de sa solvabilité ou qui pourraient affecter la bonne exécution de ses transactions de change.

Les intermédiaires agréés doivent établir régulièrement les états statistiques ci-après :

¹ Cf. Article 27 de l'instruction n°79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.

- Etat quotidien des transactions de change ;
- Etat des transactions de change par date d'échéance ;
- Etat récapitulatif des opérations de change par devises et date d'échéance ;
- Situation quotidienne de trésorerie par devise ;
- Situation périodique de trésorerie par devise ;
- Situation quotidienne de trésorerie en dinars ;
- Situation périodique de trésorerie.

Ces états sont destinés au contrôle interne.

2-3) Les positions de change :

Les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés, intervenant sur le marché interbancaire des changes doivent disposer :

- d'un système permanent de mesures permettant d'enregistrer immédiatement les opérations en devises et de calculer les résultats ainsi que les positions de change globales et les positions de change par devise étrangère,
- d'un système de surveillance et de gestion des risques encourus faisant apparaître les limites fixées par les responsables autorisés et les conditions dans lesquelles ces limites sont respectées,
- d'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes nécessaires pour assurer le respect des deux dispositions précédentes.

La position de change est qualifiée de longue lorsque les avoirs excèdent les dettes : elle est qualifiée de courte lorsque les dettes excèdent les avoirs.

Sont assimilés à des devises étrangères les métaux précieux tels que l'or et l'argent détenus sous une forme négociable.

Les positions de change, longues ou courtes, sont déterminées à partir des éléments suivants¹:

- les éléments d'actif et de passif libellés en devises étrangères, y compris les intérêts courus, à payer ou à recevoir, échus ou non échus,
- les opérations de change au comptant et à terme,
- les opérations d'achat et de vente de titres ainsi que d'instruments financiers à terme libellés en devises étrangères,
- les différences d'intérêts courus, à payer ou à recevoir, échus ou non échus, relatifs aux opérations de hors bilans,
- les intérêts à payer ou à recevoir non courus relatifs à des opérations de bilan et de hors bilan lorsqu'ils ont fait l'objet d'une opération de couverture,
- les garanties et engagements similaires libellés en devises étrangères lorsqu'ils sont certains d'être appelés ou d'être irrévocables,
- toute autre opération que la Banque d'Algérie définira par voie d'instruction.

Les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés, adressent à la Banque d'Algérie - Direction Générale des Relations Financières Extérieures - une déclaration quotidienne reprenant leurs positions de change par devise étrangère.

En outre, ils doivent transmettre mensuellement, et en double exemplaire, à la Direction Générale des Etudes en même temps que les situations mensuelles 10 R, le modèle "Surveillance des Positions de Change". Ce modèle recense, sur une base consolidée :

¹ Cf. Article 6 de l'instruction n°78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change.

- les positions de change par devise et globalement,

- les fonds propres.

2-4) Les perspectives de développement du marché de change en Algérie :

Le marché de change en Algérie est confronté au problème de ressources, d'une part, et au problème de développement, d'autre part.

2-4-1) Les enseignements de ce marché :

Le marché reste dominé par un seul offreur (Banque d'Algérie), la réglementation des changes autorise les intermédiaires agréés à disposer de 50% des recettes hors hydrocarbures. Ces dernières sont logées dans leurs comptes devises détenus auprès de la Banque d'Algérie. Les 50% restants sont automatiquement cédés à la BA contre des dinars.

Concernant les hydrocarbures et les produits miniers, la recette complète est cédée à la Banque d'Algérie contre des dinars.

Du côté de l'offre, le marché algérien est dominé par les recettes des exportations des hydrocarbures qui sont libellées en Dollars.

La demande quant à elle concerne essentiellement, les besoins d'importations et les remboursements de la dette de l'Etat. Du point de vue des importations, on y trouve une forte demande sur les euros et les dollars US.

Ainsi, la Banque d'Algérie intervient sur le marché international des changes pour l'achat de devises contre dollars US, lesquelles sont rétrocédées aux banques intermédiaires agréées contre des dinars algériens.

Le marché est dominé par un seul offreur qui est la BA, les autres banques ne détiennent pas les ressources suffisantes pour jouer ce rôle sur le marché. Aussi, les recettes détenues par ces dernières sont logées dans des comptes ouverts sur les livres de la BA ; ce qui ne leur permet pas de disposer de leurs ressources à leur convenance.

2-4-2) Perspectives et suggestions:

Les opérateurs du commerce extérieur algérien (Importateurs et exportateurs) subissent tous les aléas des fluctuations des cours de change. En effet, ils ne disposent d'aucune technique de couverture contre le risque de change. Aussi, du fait que le dinar algérien ne soit pas entièrement convertible, l'opérateur ne peut pas le choisir comme monnaie de facturation.

Ainsi, il serait plus intéressant de mettre en place un marché monétaire de devises qui permettra aux banques intermédiaires agréées de lancer les opérations de change à terme.

Aussi, il serait peut être plus judicieux de laisser les banques intermédiaires agréées gérer, d'elles mêmes, les devises de leur clientèle, ce qui leur permettra d'intervenir sur le marché interbancaire des changes en tant qu'offreurs de devises dans un premier temps et sur le marché international dans un second. Ceci permettra d'organiser la concurrence des banques et voir un cours de change déterminé par la loi du marché, la BA quant à elle ne sera qu'un régulateur de marché en jouant sur les deux paramètres de marché à savoir, l'offre et la demande.

Dans le même ordre d'idées, les banques intermédiaires pourront intervenir pour le compte de leur clientèle sur le marché international afin que cette dernière puisse bénéficier de la maturité acquise en matière des techniques de gestion des risques de change.

Cependant, et avant d'arriver à ce stade, les banques algériennes doivent corriger leurs imperfections organisationnelles et surtout de recruter des compétences afin d'assumer pleinement leur rôle, dans la détermination externe de la valeur du dinar algérien.

L'Algérie est un pays mono exportateur dont la principale ressource en devises est constituée à 96% par les recettes hydrocarbures comptabilisées en dollars américains. Ceci rend la situation aléatoire de deux points de vue :

- les recettes sont indexées au prix du pétrole ; si on prend l'exemple de l'année 1999 le prix du baril a atteint les 10 dollars US, ceci s'est soldé par une baisse importante des réserves de change (4,4 milliards de dollars).

- aussi, les importations libellées dans des monnaies autres que le Dollar, font subir des pertes potentielles voir réelles sur les réserves de change, lorsque les cours de ces devises évoluent à la hausse par rapport au dollar. Si on prend le cas de la fin d'année 2004, lorsque le prix du baril était de 45 dollars US et le cours de l'euro par rapport au Dollar était de 1,35 ; le baril ne coûtait réellement que 33,33 Euros.

Comme nous pouvons le constater, les réserves de change sont constituées essentiellement des recettes hydrocarbures dont les cours fluctuent au rythme de la conjoncture internationale. Ainsi, les réserves de change doivent impérativement être soutenues par d'autres exportations afin de redresser les déficits enregistrés dans la balance des paiements, d'une part, et de mettre l'économie nationale à l'abri des fluctuations de la conjoncture extérieur, d'autre part.

Il paraît également essentiel de diversifier les échanges, notamment les exportations sur toutes les zones géographiques en adoptant un système de contingentement. Ceci permettra de répondre aux besoins de l'économie nationale lorsque les cours du Dollar évoluent à la baisse.

Enfin, nous estimons que le cours du dinar ne peut être soutenu que par une production compétitive sans toutefois, renoncer aux avantages comparatifs et aux bénéfices de la spécialisation internationale. Des secteurs peuvent être développés, notamment l'agriculture, l'artisanat et le tourisme. Ces derniers peuvent être une source de devises et de substitution aux hydrocarbures.

Pour conclure, nous pouvons dire que le marché interbancaire des changes a été institué par la Banque d'Algérie, par le règlement n° 95-08 du 23 décembre 1995 relatif au marché des changes. La mise en place de ce marché a été appuyée par l'introduction de normes de surveillance des positions de change sous l'angle prudentiel.

Le marché fonctionne de façon continue. Les transactions de change sont traitées de gré à gré. Les cours de change sont déterminés par le libre jeu de l'offre et de la demande. Les intervenants sur le marché interbancaire des changes ne peuvent y traiter que de la monnaie en compte.

Conclusion du chapitre IV :

Le régime de flottement dirigé adopté par notre pays paraît aujourd'hui contestable, car antinomique avec l'esprit des réformes et avec la notion même de marché des changes. Le régime du flottement libre est de nature à assurer la meilleure allocation possible de nos ressources dans le contexte de notre nouvelle doctrine économique. Il offre, par ailleurs, la meilleure des protections contre les écarts toujours possibles en matière de gouvernance économique. En effet, la demande de devises cessera d'être spéculative. Si cette demande devient excessive par rapport à l'offre disponible, la correction de cours qui s'ensuit aussitôt (baisse du dinar), découragera toute sortie excessive de devises, car les importations deviendront plus chères. Les exportations en revanche seront encouragées parce que devenues moins chères. Si à l'inverse la demande de devises s'affaiblit par suite d'un ralentissement de l'activité économique, le dinar s'appréciera, rendant les importations moins chères, autorisant par là la relance de la croissance.

Au niveau de la gestion de la politique de change, la Banque d'Algérie a joué un rôle actif. L'analyse de ce rôle constitue l'objet du chapitre suivant.

Introduction au chapitre V :

La détermination du taux de change est un des éléments importants de la politique monétaire en Algérie. Dans la mesure où la détermination du prix de la monnaie nationale en monnaie étrangère est l'apanage de la Banque d'Algérie, elle se doit à une transparence quant à sa manière de gérer le taux de change. Ceci représente un des outils d'action de sa politique monétaire. Les décisions qu'elle prend alors sur l'évaluation de la parité du dinar auront inéluctablement des effets importants tant sur l'orientation des investissements que sur le pouvoir d'achat en Algérie.

Au XIXe siècle, au temps de l'étalon-or, toutes les monnaies étaient convertibles et la liberté des changes était totale. Aujourd'hui, au contraire, le contrôle des changes est fréquemment appliqué, de façon plus ou moins sévère.

Par contrôle des changes, on entend une politique monétaire qui soumet à une régulation totale ou partielle les opérations de paiement avec l'étranger; généralement, les pays qui y recourent se trouvent en manque de devises.

C'est à la suite des grands déséquilibres économiques et financiers provoqués par la Première Guerre mondiale que de nombreux États ont été amenés à limiter, voire à supprimer, la liberté des transactions en monnaies étrangères. Ces restrictions répondent à plusieurs buts. Sur le plan financier, empêcher les achats excessifs de monnaie étrangère de contribuer à la dépréciation de la monnaie nationale et d'aggraver le déficit de la balance des paiements. Sur le plan économique, entraver les importations de produits susceptibles de concurrencer l'industrie nationale, et réserver les achats de devises étrangères au règlement des importations jugées les plus utiles et les plus urgentes (biens d'équipement, matières premières, par exemple). Sur le plan de la fiscalité, empêcher l'évasion des capitaux et des revenus taxables.

Ce chapitre est composé de deux sections :

Section 1 : La conduite de la politique des changes en Algérie.

Section 2 : L'évolution du contrôle des changes en Algérie.

Section 1 : La conduite de la politique des changes en Algérie

En contexte de fortes fluctuations des taux de change des principales devises sur les marchés internationaux, la Banque d'Algérie poursuit la politique de flottement dirigé pour assurer la stabilisation du taux de change effectif de la monnaie nationale.

Dans cette section, nous allons, par conséquent, tenter de comprendre la rationalité qui se cache derrière l'évolution du taux de change du dinar et évaluer son impact sur l'économie en général.

1-1) La stabilisation du taux de change du dinar :

1-1-1) Types du taux de change :

Les taux de change peuvent être classés en deux catégories :

- les taux de change bilatéraux ;
- les taux de change effectifs.

1-1-1-1) Les taux de change bilatéraux :

Un taux de change bilatéral fait intervenir deux monnaies : la monnaie locale et la monnaie d'un pays étranger. Nous en distinguons le taux de change nominal et le taux de change réel.

a) Le taux de change nominal (TCN) :

Le taux de change nominal est le prix d'une monnaie par rapport à une autre monnaie. Il peut être exprimé de deux façons : au certain ou à l'incertain.

Les taux de change nominaux permettent de comparer les prix de biens et services produits dans différents pays. Ainsi, si nous voulons savoir le prix d'une voiture de la zone euro, nous n'avons qu'à convertir son prix dans la monnaie nationale.

Si le taux de change varie, le prix de la voiture varie aussi. Toutes choses égales par ailleurs, une appréciation d'une monnaie d'un pays augmente les prix de ses biens vis-à-vis

des autres pays, et une dépréciation les diminue. Par conséquent, une appréciation provoque le renchérissement de ses exportations et une baisse du coût de ses importations. Il suffit d'inverser le raisonnement dans le cas d'une dépréciation.

Comme tous les prix en économie, le taux de change nominal est déterminé sur un marché, le marché des changes en l'occurrence. Il est déterminé par l'interaction d'acteurs qui achètent et vendent des devises afin de couvrir leurs paiements internationaux.

b) Le taux de change réel (TCR):

Le taux de change réel tient compte de l'évolution du taux de change nominal et de l'évolution des prix dans le pays considéré et l'étranger (un pays partenaire commercial). Il s'exprime comme le produit du taux de change nominal et le rapport entre le niveau des prix à l'étranger et le niveau des prix locaux.

Le cours de change réel entre les monnaies de deux pays est défini comme le pouvoir d'achat relatif de ces deux monnaies. Le pouvoir d'achat d'une monnaie étant égal à l'inverse du niveau de prix prévalant dans le pays considéré, le taux de change bilatéral réel entre les monnaies des pays i et j (à l'incertain pour le pays i) s'écrit de la façon suivante :

$$R_{j,t}^i = S_j^i \times (P_{j,t} / P_{i,t})$$

Avec l'hypothèse que la monnaie nationale est cotée à l'incertain, nous parlons d'une dépréciation réelle lorsque le TCR augmente et d'une appréciation réelle lorsque le TCR diminue.

Une dépréciation réelle de la monnaie nationale indique la diminution de son pouvoir d'achat à l'extérieur par rapport à son pouvoir d'achat intérieur. Inversement, une appréciation réelle de la monnaie nationale indique une augmentation de son pouvoir d'achat à l'extérieur par rapport à son pouvoir d'achat intérieur.

Par conséquent, le TCR constitue un indicateur de la compétitivité-prix de la production nationale.

S'il augmente, par exemple, les produits étrangers deviennent plus coûteux que les produits domestiques et il en résultera une baisse des importations et une hausse des exportations. C'est pourquoi une dépréciation réelle améliore le solde de la balance courante alors qu'une appréciation réelle le détériore.

Se contenter de l'estimation des taux de change bilatéraux peut être trompeur de la même manière qu'estimer le niveau général des prix en considérant le prix d'un seul produit. C'est pour cette raison que l'on calcule des taux de change effectifs.

1-1-1-2) Les taux de change effectifs :

Afin d'apprécier l'évolution de la valeur internationale d'une monnaie, on calcule généralement le taux de change effectif de cette monnaie. *« Il s'agit de la moyenne géométrique pondérée des cours de change bilatéraux vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux. La pondération est en général le poids relatif de chaque pays étranger dans le commerce extérieur total du pays considéré ».*¹

Comme les taux de change bilatéraux, il y a des taux de change effectifs nominaux et des taux de change effectifs réels.

a) Le taux de change effectif nominal (TCEN) :

C'est la moyenne géométrique des indices de taux de change nominaux d'un pays donné par rapport aux monnaies des pays partenaires commerciaux. Il est calculé dans le but de voir l'évolution de la monnaie nationale en fonction de plusieurs monnaies étrangères. Pour le calculer, il faut passer par les trois étapes suivantes :

- choix d'un panier de monnaies des partenaires commerciaux dans lequel un coefficient de pondération est affecté à chaque monnaie. Ce coefficient peut relater l'importance de la monnaie dans le commerce extérieur du pays ou autre considération.

¹ L. DOHNI, C. HAINAUT, les taux de change : déterminants, opportunités et risques, Op. Citée, P.16.

- Calcul des indices des taux de change bilatéraux (nominaux) par rapport à une année de base où l'économie nationale est supposée en équilibre (équilibre de la balance des paiements habituellement).
- Calcul du TCEN. Si on note EN_{t/t_0}^i le cours effectif nominal de la monnaie du pays i à la date t , en prenant pour base la date t_0 , $S_{j,t}^i$ le cours bilatéral de la monnaie nationale à l'incertain par rapport à la monnaie du pays j à la date t et α_j le coefficient de pondération du pays j , EN_{t/t_0}^i est donné par la formule suivante :

$$EN_{t/t_0}^i = 100 \times \prod_j (S_{j,t/t_0}^i)^{\alpha_j} \text{ où } S_{j,t/t_0}^i = S_{j,t}^i / S_{j,t_0}^i$$

L'interprétation du TCEN dépend du mode de cotation de la monnaie nationale (au certain ou à l'incertain). Si la monnaie nationale est cotée à l'incertain, alors la hausse du TCEN signifie une dépréciation effective de la monnaie nationale et vice versa.

Exemple :

	USD/DZD	EUR/DZD	JPY/DZD
2002	60	40	122
2003	65	45	124
α_i	0.6	0.25	0.15

En retenant l'année 2002 comme année de base, nous obtenons les indices des taux de change nominaux suivants :

	USD/DZD	EUR/DZD	JPY/DZD
2002	100	100	100
2003	108	112	101

Calculons maintenant le TCEN pour l'année 2003 :

$$TCEN = (108)^{0.6} \cdot (112)^{0.25} \cdot (101)^{0.15} = 107.89$$

Nous dirons alors, qu'en moyenne, la monnaie algérienne a subi une dépréciation effective nominale de 7.89%.

b) Le taux de change effectif réel (TCER) :

Le TCER tient compte parallèlement de l'évolution nominale de la monnaie nationale par rapport aux monnaies du panier retenu et de l'évolution des prix locaux dans les pays partenaires commerciaux. Comme pour le taux de change nominal, il est possible de calculer un taux effectif réel.

Soit ER_{t/t_0}^i , le cours effectif réel de la monnaie du pays i à la date t , en prenant pour base la date t_0 , $R_{j,t}^i$ le cours bilatéral réel de la monnaie du pays i à l'incertain par rapport à la monnaie du pays j à la date t et α_j le coefficient de pondération du pays j . L'indice ER_{t/t_0}^i est donné par la formule suivante :

$$ER_{t/t_0}^i = 100 \times \prod_j (R_{j,t/t_0}^i)^{\alpha_j} \text{ où } R_{j,t/t_0}^i = R_{j,t}^i / R_{j,t_0}^i$$

Un pays qui connaît un taux d'inflation élevé a une monnaie surévaluée si son TCEN varie moins vite que son taux d'inflation. Dans ce cas, le TCER diminue et on dit qu'il y a une appréciation effective réelle de la monnaie nationale. Cette dernière affaiblit la compétitivité-prix des entreprises nationales par rapport à leurs concurrents étrangers.

En revanche, une dépréciation effective réelle améliore la compétitivité-prix des entreprises nationales.

1-1-2) Le taux de change d'équilibre :

1-1-2-1) Définition :

Le Taux de change d'équilibre ou taux de change « correct » qui donne un sens aux termes « sous-évalué » et « surévalué » est, selon Phillippe Jaffré, le niveau du taux de change auquel « l'appréciation du niveau de compétitivité instantanée conduit à comparer les prix pratiqués et les marges dégagées par les entreprises nationales et étrangères. La parité de la

monnaie doit, en principe, être fixée à un niveau moyen des prix intérieurs soit proche de celui des produits comparables sur les marchés étrangers, il faut aussi qu'à ce niveau de prix, les marges dégagées par les entreprises, sur le marché intérieur comme sur les marchés extérieurs, soient suffisantes pour leur permettre d'investir »¹.

En bref, c'est le taux qui permet d'équilibrer la balance des paiements et d'assurer la croissance à moyen terme.

1-1-2-2) Mesure du taux de change d'équilibre :

La mesure de ce niveau de taux de change n'est pas fortuite, elle revêt une importance majeure. Il convient, ici, de signaler deux points de vue :

- selon certains, le taux de change d'équilibre est celui que produira le marché des changes une fois les perturbations de court terme auront été éliminées par l'arbitrage. Il s'ensuit, selon eux, que le calcul du taux de change d'équilibre ne sert qu'à des fins de prévision, pour prévoir le cours futur.
- selon d'autres, le cours sur le marché des changes peut s'éloigner de sa parité d'équilibre même à long terme. Il s'ensuit alors que la mesure de ce taux sert pour corriger les distorsions (surévaluation ou sous-évaluation) de long terme.

En outre, le calcul du taux de change d'équilibre est utile pour l'atténuation des fluctuations erratiques qui perturbent les échanges. Donc, c'est pour le besoin de stabiliser le taux de change.

Cependant il n'existe pas une méthode généralement acceptée pour le calcul² de ce taux. Toutes présentent des insuffisances.

¹ P. JAFFRE, Monnaie et politique monétaire, Ed Economica, Paris, 1996, p104.

² Pour plus de détails sur les méthodes de mesure du taux de change d'équilibre, voir le document intitulé : « Quelques éléments de la théorie de change d'équilibre » disponible sur le site Internet : <http://www.minefi.gouv.fr/Prevision/nci9806/changes.pdf>

La méthode la plus courante est la Parité du Pouvoir d'Achat (PPA). Aux taux PPA, un dinar permet d'acquérir la même quantité de biens dans tous les pays. Selon cette théorie, à l'équilibre, les taux de change tendent à converger vers leurs valeurs PPA par le biais de l'arbitrage. L'une des insuffisances de la PPA est le fait qu'elle n'est pas vérifiée pour le secteur des biens non échangeables.

Samuelson et Ballassa ont apporté une modification à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. La version qu'ils ont développée établit une distinction entre ces deux secteurs marchands et non marchands. Selon eux, la différence de productivité entre ces deux secteurs explique les divergences des taux nominaux par rapport au taux d'équilibre défini par la PPA.

Enfin, des calculs du taux de change d'équilibre plus élaborés ont été réalisés sur la base de différents modèles économétriques prenant en compte, la croissance économique, la productivité, la compétitivité, la politique fiscale, ... etc.

1-1-3) Le taux de change du dinar :

Les différentes études et évaluation de la politique du taux de change en Algérie ont démontré que le taux de change effectif réel du dinar est proche de son niveau d'équilibre de long terme, une stabilité offrant une visibilité à long terme en matière de décisions stratégiques d'investissement. La politique de change de l'Algérie a pour objectif, depuis la seconde moitié des années 1990, la stabilisation du taux de change effectif réel de long terme du dinar à sa valeur d'équilibre déterminée par les fondamentaux de l'économie nationale.

C'est au cours de la même période que le marché interbancaire des changes a été mis en place permettant une détermination flexible des cours de change, avec l'intervention de la Banque d'Algérie et des banques et établissements financiers, intermédiaires agréés.

Le TCER (taux de change effectif réel) est déterminé mensuellement par la Banque d'Algérie, et dépend à la fois des indices des prix en Algérie et chez les partenaires, de la structure du commerce extérieur, et du taux de change nominal par rapport au dollar US. L'objectif de la politique des changes est la stabilité du TCER.

Trois phénomènes sont à l'origine de la variation du taux de change du dinar : le TCER de référence fixé par les autorités, les variations provenant de la libre fluctuation des devises entre elles, et enfin les variations causées par le jeu de l'offre et de la demande sur le marché interbancaire des changes. Sur ce dernier, la Banque d'Algérie agit en tant qu'offreuse de devises, ce qui lui permet de peser sur l'orientation des cours : elle alimente le marché en devises nécessaires et y réduit les surliquidités éventuelles. En intervenant, la Banque d'Algérie réaligne périodiquement le taux de change nominal afin d'honorer son objectif de TCER.

La stabilisation du taux de change effectif réel de long terme du dinar a pour but de stimuler les investissements nationaux et étrangers par la réduction des incertitudes en matière de prix et d'encourager les exportations par le confortement de la compétitivité externe. Il importe de souligner que l'équilibre des prix relatifs est l'ancrage pour la stabilité macro-économique, retrouvée à partir du début des années 2000, car l'analyse du cycle long de l'économie nationale rappelle que l'Algérie a connu, dans le passé, une longue période de déséquilibres financiers et d'ajustements corrélatifs qui ont été dommageables pour la croissance et le développement économique. Sur le plan méthodologique, il est à rappeler que le taux de change effectif réel est un indicateur synthétique de la position concurrentielle d'un pays par rapport à l'ensemble de ses partenaires commerciaux, en référence à une période de base.

Trois différentes approches méthodologiques sont usuellement utilisées pour le quantifier. Il s'agit de l'estimation économétrique, l'approche de la balance des paiements et l'approche du revenu permanent.

La première, il s'agit d'une approche qui consiste en l'estimation d'une relation d'équilibre de long terme entre le taux de change effectif réel et un certain nombre de fondamentaux de l'économie algérienne, permettant de déterminer d'une manière dynamique le taux de change effectif réel cible.

Les fondamentaux qui ressortent des études économiques pour l'Algérie sont, notamment, le différentiel de productivité du travail entre l'Algérie et ses principaux partenaires et le cours mondial du pétrole. Cette approche est mise en œuvre en trois étapes.

La première consiste en la construction de bases de données historiques et la recherche d'une relation d'équilibre de long terme entre les variables.

La seconde étape est la détermination du taux de change effectif réel d'équilibre par la mise en œuvre du modèle économétrique obtenu dans la première étape au moyen des paramètres fondamentaux projetés à long terme, tandis que la dernière étape consiste à comparer le taux de change effectif réel d'équilibre avec son niveau actuel et de corriger, si nécessaire, à terme le taux de change nominal.

La deuxième approche est celle de la balance des paiements basée sur l'estimation de la relation d'équilibre de long terme entre le compte extérieur courant et un ensemble de fondamentaux de l'économie algérienne. Cette approche induit le calcul d'une norme du niveau du solde extérieur courant à long terme qui réalise l'équilibre du taux de change effectif réel.

La troisième approche est celle du revenu permanent qui relie le solde extérieur courant à la viabilité budgétaire, elle-même soumise à différentes normes d'appréciation : épargne budgétaire pour maintenir la richesse totale constante.

Le niveau de l'épargne dépend principalement de trois hypothèses qui portent sur le profil de la production d'hydrocarbures, les cours mondiaux des hydrocarbures et le taux de rendement de l'épargne.

Dans le cas de l'Algérie, le taux de change effectif réel est un indicateur synthétique englobant les échanges commerciaux de l'Algérie avec quinze de ses principaux pays partenaires commerciaux représentant 88% des échanges globaux. La méthode de calcul est fondée sur la détermination d'un indicateur de compétitivité sur la base de la pondération des taux de change nominaux des pays partenaires et de leurs indices des prix à la consommation par leurs poids relatifs dans les échanges commerciaux avec l'Algérie. Cette méthode de calcul, actuellement mise en œuvre par la Banque d'Algérie, l'amène à suivre en permanence l'évolution de la conjoncture internationale et au niveau national, en matière des taux d'inflation et d'évolution des taux de changes, pendant que les fondamentaux sont déterminés de manière prospective. Cela permet à la Banque d'Algérie d'intervenir sur le marché interbancaire des changes pour veiller à ce que le mouvement du taux de change nominal n'affecte pas l'équilibre de long terme du taux de change effectif réel du dinar.

La stabilité du taux de change effectif réel du dinar, à laquelle veille la Banque d'Algérie, offre en réalité une visibilité à long terme en matière de décisions stratégiques d'investissement.

La Banque d'Algérie poursuit en 2008 la stabilisation du taux de change effectif dans un contexte international caractérisé par la volatilité sur les marchés financiers, monétaires et des changes. Le Conseil d'administration du FMI a examiné en février 2008 les résultats de la consultation de 2007 au titre de l'article IV. Ainsi, en ce qui concerne la politique de change, le Conseil a considéré que la politique de taux de change est en phase avec la stabilité externe et que le taux de change effectif réel demeure proche de son niveau d'équilibre, tout en prenant en compte les difficultés d'estimation dans le cas des pays exportateurs de pétrole.¹

Le Conseil du FMI a encouragé les autorités algériennes à continuer à gérer le taux de manière flexible, tout en mettant en œuvre des politiques visant à accroître la productivité et la diversification économique. Il a, également, considéré que la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie a permis d'absorber l'excès de liquidités dans le système bancaire et aide à maintenir l'inflation sous contrôle, malgré la hausse des prix des produits alimentaires.

Au niveau global, le Conseil a accueilli favorablement les performances économiques encourageantes de l'Algérie au cours des dernières années, reflétant des réformes orientées vers le marché et des politiques macroéconomiques prudentes dans un environnement externe favorable. La croissance hors hydrocarbures s'est accélérée, la création d'emplois s'est accrue et les pressions inflationnistes sont sous contrôle.

1-2) La détérioration du pouvoir d'achat des ménages algériens :

Le taux de change du dinar est son prix en monnaie étrangère. Il est représenté par la quantité de dinars que l'on doit échanger en contrepartie de la monnaie étrangère.

¹ Cf. Le site Internet: <http://www.algerie-dz.com/article15276.html>

Dans un monde de taux de change flexible, dès que la Banque d'Algérie fixe la parité dinar/dollar, elle accepte –de facto- de laisser le dinar fluctuer par rapport à l'ensemble des autres monnaies.

La volatilité du dinar est fortement dépendante de la volatilité des marchés des changes. Prétendre l'atténuer par rapport à l'ensemble des monnaies n'est qu'un leurre. La seule volatilité que l'on peut réduire est celle relative à la monnaie par rapport à laquelle la parité est fixée au départ.

Divers facteurs peuvent affecter l'évolution du taux de change. Il est ultimement la résultante d'un équilibre entre une offre et une demande par rapport à une devise donnée. Les taux de change peuvent fortement varier au cours d'une journée. Ils varieront en fonction des situations budgétaires des pays concernés, des anticipations de gains dans chacun des pays, des loyers de l'argent, des rendements boursiers, de l'inflation, de la productivité de la demande intérieure et extérieure, de la croissance anticipée, etc. Toutes ces variables sont considérées de façon relative. Mais à long terme, on pense que les parités doivent théoriquement se rapprocher de niveaux d'équilibre cohérents avec les fondamentaux de chacune des économies.

L'Algérie est un pays exportateur de pétrole. Le prix de sa principale matière exportée (les hydrocarbures) est fixé sur les marchés internationaux. Cependant, elle doit fixer une parité pour sa monnaie par rapport aux monnaies étrangères car les transferts de capitaux de l'Algérie vers l'étranger ne sont pas libres. Examinons alors la stratégie adoptée par la Banque d'Algérie dans ce contexte.

Il y a historiquement une relation négative entre l'évolution de la valeur du dollar US par rapport aux autres monnaies et le prix du pétrole. En effet, comme le pétrole est négocié en dollar US, toutes choses étant égales par ailleurs, si le dollar US se déprécie, par rapport aux autres monnaies, alors la valeur du baril de pétrole augmente pour compenser la perte de la valeur du dollar par rapport aux autres monnaies. Ce raisonnement est valable pour l'ensemble des matières premières dont les prix sont fixés en dollars US, sur les diverses bourses de matières premières.

La hausse du prix du brut ne peut pas s'expliquer uniquement par la dépréciation du dollar. En effet, l'entrée de la Chine et de l'Inde comme nouveaux gros consommateurs combinée à un plafonnement de l'offre mondiale de pétrole a poussé les prix du brut à des niveaux encore plus élevés que ceux induits par la dépréciation du dollar US. Ceci implique une plus grande amélioration du pouvoir d'achat des pays exportateurs de pétrole. En effet, la dépréciation du dollar US ayant été plus que compensée par la hausse du prix du brut, devrait conduire à une appréciation significative des monnaies des pays exportateurs de pétrole et de matières premières. C'est ainsi qu'en pratique le dollar canadien, australien, néo-zélandais et la couronne norvégienne, pour ne citer que quelques monnaies échangées librement sur les marchés financiers, se sont tous considérablement appréciés ces dernières années à la faveur des hausses successives des prix de matières premières dont ces pays sont exportateurs. Ces appréciations ont été de l'ordre de 50% depuis 2003, pour certains pays. Qu'en est-il alors du dinar algérien et de la politique de change suivie par la Banque d'Algérie ?

Pour effectuer notre analyse, nous allons nous intéresser à la couronne norvégienne.

La Norvège est un pays dont l'Etat occupe une place importante dans l'économie. A l'exemple de l'Algérie, il contrôle l'extraction de pétrole à travers des sociétés d'Etat.

La Norvège exporte principalement des matières premières, dont le pétrole, et des produits semi-finis. La Norvège est, après l'Arabie Saoudite, le plus gros exportateur de pétrole brut. Elle importe la moitié de ses besoins en biens de consommation. Elle ne fait pas partie de la zone euro. Ces caractéristiques en font un bon exemple de comparaison avec l'Algérie.

Contrairement au dinar, dont la parité est fixée par la Banque d'Algérie, la couronne norvégienne fluctue librement sur les marchés de change. Pour chacun des pays (Algérie et Norvège), nous considérons le taux de change nominal ajusté par rapport au niveau de l'indice des prix (taux de change réel). Dans le cas de l'Algérie, l'autorité monétaire a choisi de maintenir la valeur réelle cumulée du dinar de 30% par rapport à l'euro. Y a-t-il une quelconque rationalité à cette politique ?

Quand on regarde le bilan économique annoncé par la Banque d'Algérie et les institutions économiques algériennes, on constate, depuis 2000, une nette amélioration de la situation macroéconomique de l'Algérie. De la voix même des responsables de la Banque d'Algérie, l'évolution macro financière au cours des années 2000 à 2006 s'est caractérisée par l'émergence, d'une manière soutenue, d'une position financière solide, conjuguée à une performance économique robuste en termes de forte croissance (5% en moyenne annuelle). La position extérieure de l'Algérie s'est considérablement améliorée depuis 2004. Les réserves de change ont dépassé les 77 milliards de dollars au premier trimestre 2007. Et de l'aveu de la Banque d'Algérie, la vulnérabilité de l'économie nationale aux chocs externes liés à l'endettement extérieur est ainsi évacuée.¹

L'excédent du compte courant est passé de 8.8 milliards de dollars en 2003 à près de 25 milliards de dollars en 2007. La dette extérieure de l'Algérie est passée de près de 40 milliards de dollars US en 2000 à 4.62 milliards de dollars US à fin juin 2007. En somme, la situation macroéconomique s'est nettement améliorée en Algérie.

Enfin, selon une étude du FMI, la productivité du travail semble avoir augmenté depuis 2001 après une période de baisse suivie d'une stagnation.

Selon la Banque d'Algérie, il importe de souligner que la stabilisation du taux de change effectif réel du dinar à son niveau d'équilibre est conduite par la Banque d'Algérie avec rigueur, servant l'intérêt de l'économie nationale dans cette phase d'ouverture accrue.

La gestion du taux de change devrait représenter un des jalons de la gestion de la politique monétaire, de par son effet sur l'affectation des ressources, sur les investissements ainsi que sur le pouvoir d'achat en Algérie.

Au-delà des revenus générés par l'exportation du pétrole, la hausse des prix de l'énergie a induit un accroissement des investissements étrangers en Algérie qui nécessairement ont et auront des effets sur le pouvoir d'achat des ménages.

¹ Cf. Le site Internet http://actualite.el-annabbi.com/article.php3?id_article=7307 25-07-2009.

En effet, ce mouvement des facteurs du capital vers l'Algérie va augmenter la demande de main-d'œuvre locale et exercer des pressions à la hausse sur les salaires et donc sur la demande intérieure et les prix.

De plus, en maintenant le taux de change effectif réel du dinar constant, cela équivaut implicitement à le déprécier, en terme nominal, par rapport aux autres monnaies. Ce faisant, la Banque d'Algérie transfère ainsi directement une partie des hausses des produits de base (huile, semoule, blé, etc.) sur le consommateur algérien.

C'est de l'inflation importée. En effet, la dépréciation de plus de 30% du dinar augmente d'autant les coûts des produits importés. Comme près de 50% des importations proviennent de la zone euro, il est évident que ceci se répercutera sur le panier de la ménagère. Par exemple, un quintal de blé dont le prix de revient actuel serait de 4000 dinars au détail aurait dû coûter en fait autour de 2800 dinars si la Banque d'Algérie n'avait pas choisi de déprécier le dinar. Pour endiguer ces hausses, le gouvernement a dû légiférer en décembre 2007 pour fixer des prix plafonds pour la semoule et le blé dur. Qui plus est, et de l'aveu même de la Banque d'Algérie dans l'une de ses notes de conjoncture, il est fait état d'un contexte de forte expansion de crédit et de la monnaie. La Banque d'Algérie fait état d'une multiplication par plus de quatre des flux de monnaie fiduciaire durant les années 2005-2007, soit une croissance de plus de 400%.

Le crédit a doublé, passant de 8,5% au second semestre 2006, bien plus que le rythme du second semestre 2005 (4,7%) et du premier semestre 2006 (4%).

Selon une autre note, l'année 2006 se caractérise par une forte croissance de la masse monétaire (17,3%) comparativement au rythme en la matière (10,8%) de l'année 2005, sous l'effet notamment de l'expansion des dépôts des entreprises des hydrocarbures. Il est étonnant de constater à quel point les chiffres et les faits semblent s'ignorer. Alors que le pouvoir d'achat des ménages moyens se détériore de plus en plus, on ne cesse de dire que l'inflation est contenue.

Sous d'autres cieux, le passage de l'inflation de 2,5% en 2006 à 3,5% en novembre 2007, pour les chiffres officiels, serait vu comme un dérapage inflationniste alarmant, contre

lequel serait brandit tout un arsenal de mesures correctives. Il ne fait aucun doute que la Banque d'Algérie, par sa politique de change, a contribué au dérapage de l'inflation au cours de ces dernières années. Et la tendance de l'inflation devrait demeurer à la hausse si des mesures structurelles réelles ne sont pas prises en compte.

Pour conclure, nous pouvons dire qu'on ne peut pas continuer à gérer la politique monétaire selon des schémas incohérents alors que l'économie algérienne s'ouvre chaque jour d'avantage à l'économie mondiale. Ceci revient à créer des entraves inutiles à l'économie et à occasionner des surcoûts.

Ce que nous avons examiné nous laisse penser que les actions de la Banque d'Algérie ne sont pas cohérentes avec l'évolution de certains agrégats macroéconomiques. Ce qui ne manquera pas d'exacerber les déséquilibres intérieurs. Plus qu'une évidence théorique, ceci est une certitude pratique.

La transition vers l'économie de marché a obligé les autorités à opter pour un assouplissement progressif de la réglementation des changes. Cette évolution constitue l'objet de la seconde section.

Section 2 : L'évolution du contrôle des changes en Algérie

Par contrôle des changes, « on entend une action directe et autoritaire de l'Etat tant sur l'offre et la demande de devises étrangères que sur le niveau du taux de change officiel ».¹

Le contrôle des changes a évolué en Algérie selon les différentes phases qu'a connue l'économie nationale, en tenant compte des stratégies de développement mises en place, des objectifs tracés et des contraintes subies.

Il importe de considérer deux phases distinctes :

- la première a duré depuis l'indépendance jusqu'à 1988, elle est caractérisée par un contrôle des changes renforcé.

¹ Ahmed Ouameur. H, le contrôle des changes en Algérie, Revue Banque d'Algérie, 1992, P2.

- La deuxième a débuté en 1988 avec les premiers signes de mutation économique jusqu'au jour d'aujourd'hui. Durant cette phase, le contrôle a été assoupli à maintes reprises, ce qui a mis en avant le processus de la convertibilité courante du Dinar.

2-1) La phase du contrôle des changes renforcée :

Le contrôle des changes institué en Algérie après l'indépendance visait plusieurs objectifs :

- contrer la fuite des capitaux ;
- accompagner l'effort intensif d'industrialisation et de modernisation de l'économie selon un modèle planifié et étatiste ;
- protéger les embryons de l'économie nationale contre la concurrence étrangère et dynamiser le commerce d'exportations ;
- dégager le pays de la tutelle de la puissance coloniale et établir des relations économiques élargies avec d'autres pays.

Cette phase pourrait être scindée en plusieurs étapes :

2-1-1) Période 1962 – 1970 :

Après l'indépendance, plusieurs textes sont venus compléter la réglementation des changes en vigueur.

L'appartenance de l'Algérie à la zone franc pendant les premiers mois de l'indépendance a fait que, du point de vue financier, les possibilités de transférer des capitaux, dans les pays de la zone étaient libres.

Devant la fuite massive des capitaux et la nécessité de limiter les importations à celles strictement indispensables et compatibles avec les disponibilités en devises étrangères, les

autorités ont adopté, dès 1963, une série de mesures visant un contrôle rigoureux des transactions commerciales et financières avec le reste du monde. Parmi ces mesures, on trouve :

- le contingentement consacré par les décrets du 9 mars et du 12 septembre 1963. Cette mesure avait pour objectif la limitation de l'importation des produits de luxe, l'économie de devises, la protection de la production nationale et l'amélioration de l'état de la balance commerciale ;
- les monopoles de l'Etat sur les transactions commerciales avec l'étranger. L'Etat gère ces monopoles directement (offices nationaux) ou à travers des sociétés nationales pour ce qui a trait aux biens reliés directement à leurs activités ;
- les accords bilatéraux pour la diversification des relations commerciales et l'extension de la zone d'échange.

2-1-2) Période 1971 – 1977 :

Cette période est marquée par :

- le renforcement des monopoles gérés par les sociétés nationales pour le compte de l'Etat ;
- l'institution d'une autorisation globale d'importation (AIG). Elle consiste en une enveloppe destinée à satisfaire les besoins à l'importation de l'organisme qui en bénéficie ;
- la délégation accordée aux banques commerciales pour gérer, suivre et contrôler les transactions extérieures au titre du contrôle des changes ;
- l'abandon de l'ensemble des textes reconduits par un texte législatif juste après l'indépendance et la naissance de textes réglementaires à caractère national issus de la nouvelle politique économique du pays couvrant l'ensemble des échanges.

Les textes essentiels pendant cette période sont :

- les avis de change régissant les relations des entreprises publiques et l'administration avec les entreprises étrangères ;
- le code des investissements et ses supports financiers ;
- l'ordonnance 69 / 107 du 31 décembre 1969 portant loi de finances pour l'année 1970 définissant la nature des financements d'origines externes et de l'endettement extérieur.

2-1-3) Période 1978 – 1988 :

Elle débute avec la promulgation de la loi 78 / 02 portant monopole de l'Etat sur le commerce extérieur.

Désormais, les relations économiques et financières entre l'Algérie et le reste du monde sont du seul ressort de la puissance publique, s'appuyant sur une réglementation ne laissant aucune part à l'initiative des gestionnaires.

La loi 86 / 12 relative au régime des banques et du crédit accorde un rôle des plus importants aux banques commerciales et à la Banque Centrale. Cette dernière participe à l'élaboration de la législation et de la réglementation des changes et du commerce extérieur. L'application de cette législation et de cette réglementation est du ressort de la Banque Centrale d'Algérie.

Pendant la période 1963 – 1986, le système n'a pu fonctionner qu'au prix d'un maquillage généralisé et grâce à l'aisance financière de l'époque. Le contrôle des changes pendant cette période a fait du taux de change du dinar un taux administré, surévalué et déconnecté de la gestion macroéconomique. Suite à la chute des prix des hydrocarbures en 1986, les recettes d'exportation ont enregistré une baisse très sensible. « ... comparées à leur niveau de 1985, elles ont baissé de 39% en 1986 et de 43% en 1988 »¹.

¹ A. BENBITOUR, *l'Algérie au troisième millénaire : défis et potentialités*, Op. Citée, P.70.

Dans un tel contexte, la parité de change fixe ne peut plus être maintenue. Depuis 1986, une dévaluation progressive est entamée pour rapprocher le taux de change officiel surévalué à sa valeur réelle.

Le contrôle des changes appliqué en Algérie pendant la période 1963 – 1988, a prouvé ses limites avec la crise de l'endettement extérieur révélée en 1986, suite à la chute brutale et durable des prix du pétrole.

Le bilan fait à l'époque a imputé, en grande partie, au contrôle des changes, la responsabilité des surcoûts financiers et des gaspillages économiques.

Il a fallu attendre le renversement brutal pour reconsidérer en profondeur, le modèle algérien de développement. C'est l'objet de la réforme économique adoptée en 1988 qui visait essentiellement un passage rapide à l'économie de marché avec tout ce que cela implique en matière d'assouplissement du contrôle des changes et de convertibilité du dinar algérien.

2-2) Adaptation du contrôle des changes à la transition économique depuis 1988 :

L'année 1988 a vu la promulgation de lois économiques fondamentales¹ allant dans le sens d'une décentralisation de l'économie, d'un désengagement de l'Etat de la gestion des affaires et d'une insertion de l'Algérie dans la division internationale du travail.

Le budget devise est introduit en 1988². Il constitue à la fois une autorisation d'importation, d'exportation et d'endettement extérieur. Ainsi, les autorisations globales d'importation sont supprimées et le passage à un nouveau mode d'exercice du monopole de l'Etat est consacré par le biais de concessions accordées à des entreprises publiques économiques, en vue d'une efficacité dans l'exécution des opérations du commerce extérieur. La loi 90-10 du 14 avril 1990, relative à la monnaie et au crédit a conféré de larges

¹ Notamment la loi n° 88-01 du 12 janvier 1988 portant loi d'orientation sur les entreprises publiques économiques.

² En vertu du décret n° 88-167 du 6 septembre 1988 relatif aux conditions de programmation des échanges extérieurs et à la mise en place des budgets devises au profit des entreprises publiques.

prérogatives à la Banque d'Algérie. Cette loi a marqué un grand tournant et a donné un signal pertinent de la transition vers l'économie de marché.

Ces grandes transformations sur le plan économique ont obligé les autorités à repenser la réglementation des changes, en optant pour un assouplissement progressif, et à adapter le régime de change déterminant la valeur du dinar conformément aux nouvelles données.

La libéralisation du commerce extérieur et des paiements engagée au début des années 1990, a mis en avant le processus de la convertibilité courante du dinar par un assouplissement progressif des restrictions de change.

Il apparaît intéressant de considérer trois périodes distinctes :

2-2-1) Période 1990 – 1994 :

La loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit (LMC), énonce dans ses principes généraux que « l'exercice du contrôle des changes est une prérogative de la Banque Centrale ».¹

Pour être en mesure de répondre à une politique inspirée par l'ouverture sur l'extérieur, la réglementation des changes a subi dès le début des années 1990 des changements profonds.

La loi 90-10 dans son article 183 a stipulé : « les non-résidents sont autorisés à transférer des capitaux en Algérie pour financer toutes activités économiques non expressément réservées à l'Etat ou à ses démembrements ou à toute personne morale expressément désignée par un texte de loi ... ».

L'article 184 de la même loi a stipulé : « les capitaux ainsi que tous les fruits, revenus, intérêts, rentes et autres en relation avec les financements mentionnés, pourront être rapatriés et jouissent des garanties prévues par les conventions internationales ratifiées par l'Algérie... ». En 1991, le commerce extérieur a été libéralisé et les monopoles ont été abolis de fait. La convertibilité commerciale du dinar a été entamée dès 1991.

¹ Ahmed OUAMEUR. H, le contrôle des changes en Algérie, Op. Citée. P.10.

Ensuite, viendra le décret législatif 93-12 du 5 octobre 1993, relatif à la promotion des investissements pour assouplir et simplifier les modalités de l'investissement étranger.

Le règlement 91/03 du 20 février 1991 (modifié par le règlement 94/11 du 12 avril 1994) ouvre le droit à toute personne physique ou morale régulièrement inscrite au registre de commerce de procéder, sous réserve de domiciliation bancaire, à l'importation de tous produits et marchandises qui ne font pas l'objet de prohibition ou de restriction, sous réserve de certaines sources de financement¹.

L'instruction 20-94 du 12 avril 1994, modifiée et complétée, prise en application du règlement n°94-11 du 12 avril 1994, a consacré la convertibilité commerciale du dinar algérien. Cette convertibilité commerciale a été appuyée par la mise en place du fixing dès octobre 1994 pour la détermination du taux de change en fonction de l'offre et de la demande et ainsi quitter le régime d'ancrage à un panier instauré depuis 1973.

2-2-2) Période 1995 – 1997 :

La seconde étape dans le processus de convertibilité courante du dinar a été entamée en juin 1995, avec l'autorisation des dépenses de santé et d'éducation. Ces dépenses sont autorisées sur pièces justificatives et dans la limite de montants annuels.

Le règlement 95-07 du 23 décembre 1995, modifiant le règlement 92-04 du 22 mars 1992 définit le cadre réglementaire du contrôle des changes. Il a été promulgué en application de la loi cadre 90-10 relative à la monnaie et au crédit. En outre, il dispose que les services liés au commerce extérieur sont librement convertibles.

Le règlement 95-08 du 23 décembre 1995, instituant le marché interbancaire des changes, opérationnel depuis le 2 janvier 1996, consolide la fixation des cours par des règles de marché.

L'article 8 du règlement n° 95-08 du 23 décembre 1995 édicte que le taux de change des devises se détermine sur le marché interbancaire des changes.

¹ Cf. Le règlement 91-07 portant les règles et conditions de change et instruction 30-91 fixant les conditions et modalités pratiques d'achat à terme des devises.

Par ce règlement, la Banque d'Algérie a institué un marché interbancaire des changes qui constitue une phase ultime de la réforme du marché des changes en favorisant davantage le jeu de l'offre et de la demande pour la détermination de la valeur externe du dinar. Le cours du dinar est déterminé sur ce marché avec un rôle actif des banques et établissements financiers, l'objectif étant d'assurer une allocation efficiente des ressources en devises.

L'instruction n° 78/95 du 26 décembre 1995, portant règles relatives aux positions de change, et l'instruction n° 79/95 du 27 décembre 1995, portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes, sont venues apporter des dispositions relatives à l'application du règlement 95/08.

Dans le cadre de l'instruction n° 07-97 du 17 août 1997, modifiant l'instruction n° 20-94, l'appréciation des conditions de financement des importations relève exclusivement des banques et établissements financiers intermédiaires agréés domiciliataires.

Le 28 août 1997, la Banque d'Algérie autorise les dépenses pour voyage à l'étranger des nationaux. Ce droit de change est effectif depuis le 15 septembre 1997 dans la limite d'un montant annuel. Cette mesure complète le processus de convertibilité du dinar au titre des transactions courantes.

La convertibilité courante du dinar est donc établie, ce qui permet à l'Algérie en tant que pays membre du Fonds Monétaire International, d'adopter les dispositions de l'article VIII des statuts du Fonds.

2-2-3) Période 1998 à nos jours :

Après que la convertibilité courante du dinar soit établie à partir de 1997, plusieurs autres assouplissements ont vu le jour en matière du processus de convertibilité et de libéralisation de certains mouvements de capitaux.

a) Transfert sur salaire perçu en Algérie (des travailleurs étrangers) :

L'instruction n° 02-98 du 21 mai 1998, sous réserve de la législation et de la réglementation relatives aux conditions de recrutement et d'emploi des étrangers en Algérie, autorise les travailleurs étrangers à transférer une partie de leurs salaires. Le salaire

décomposé en part transférable et part payable en dinar algérien est arrêté contractuellement entre l'employeur et le travailleur étranger.

b) Séjour en Algérie des non-résidents :

Au titre de l'instruction n° 02-2000, fixant les dispositions applicables au séjour en Algérie de personnes physiques étrangères non-résidents, ces dernières ne sont pas tenues d'une obligation de change de devises lorsqu'elles entrent sur le territoire douanier national à quelque titre que ce soit (touristique, professionnel,...).

c) Libéralisation de certains mouvements de capitaux :

Concernant les mouvements de capitaux, plusieurs règlements sont promulgués par la Banque d'Algérie en vue d'assouplir le contrôle en la matière et de promouvoir un environnement favorable aux investissements des non-résidents ; dans un climat de détente des taux d'intérêt et de stabilité relative du taux de change.

d) Investissement étranger :

Au titre du règlement n° 2000-03 du 2 avril 2000 relatif aux investissements étrangers, sont considérés comme investissements étrangers, les immobilisations d'actifs financés à partir d'apports extérieurs.

Les investissements étrangers bénéficient d'un certain nombre d'avantages, notamment l'article 4 de ce présent règlement qui stipule :

« Le transfert des bénéfices au titre des investissements étrangers est autorisé par les services du contrôle des changes ... ». L'article 5 de ce même règlement prévoit :

« Le transfert du produit de désinvestissement consécutif à une cessation ou à un transfert d'activité, est autorisé par le contrôle des changes ... ».

e) Investissements de portefeuille des non-résidents :

Le règlement n° 2000-04 du 2 avril 2000 relatif aux mouvements de capitaux au titre des investissements de portefeuille des non-résidents, a libéralisé l'achat et la vente par des non

résidents d'actions, d'obligations et / ou d'autres titres cotés à la bourse des valeurs mobilières d'Alger.

L'article 2 de ce présent règlement stipule :

« Les entrées de devises librement convertibles pour l'achat de valeurs mobilières (investissement de portefeuille) par des non-résidents s'effectuent librement par le biais des banques et établissements financiers, intermédiaires agréés. ».

Les investissements de portefeuille des non-résidents bénéficient d'un certain nombre d'avantages, notamment le transfert libre des revenus et des produits de cession.

L'article 4 du règlement prévoit : « le transfert des revenus (dividendes et intérêts) produits par les investissements de portefeuille visés à l'article 2 ci-dessus, s'effectue librement par les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés, au profit des investisseurs non-résidents concernés ».

L'article 5 du règlement prévoit : « le transfert du produit de la cession en bourse des investissements de portefeuille visés à l'article 2 ci-dessus, s'effectue librement par les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés, au profit des investisseurs non-résidents concernés ».

Les banques et établissements financiers agréés, sont tenus de déclarer chaque mois à la Banque d'Algérie, les données statistiques relatives aux entrées et aux sorties des capitaux au titre des investissements de portefeuille des non-résidents.

f) Investissements des résidents à l'étranger :

Le règlement n° 02-01 du 20 février 2002 est venu étayer les dispositions contenues dans l'article 187 de la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit qui édicte : « les résidents en Algérie sont autorisés à transférer des capitaux à l'étranger pour assurer le financement d'activités à l'étranger complémentaires à leurs activités, de biens et de services en Algérie ».

La Banque d'Algérie a mis en place les fondements du dispositif d'encadrement des mouvements de capitaux de l'Algérie vers l'étranger effectués par les opérateurs économiques de droit algérien.

Le présent règlement a fixé les conditions de constitution du dossier de demande d'autorisation d'investissement et d'installation de bureau de représentation à l'étranger des opérateurs économiques de droit algérien. Ce même règlement a fixé les conditions relatives aux modalités de transfert de fonds pour assurer le financement des activités à l'étranger, complémentaires aux activités de production de biens et services en Algérie, ainsi que le rapatriement des excédents de recettes et de bénéfices.

g) Surveillance des mouvements de capitaux de et vers l'étranger :

Tout mouvement de capitaux en dehors des cas cités précédemment, est considéré comme une infraction. Dans le but d'améliorer la gouvernance financière et d'éviter les fuites de capitaux par voies illégales, on a élaboré l'ordonnance 03-01 du 19 février 2003, modifiant et complétant l'ordonnance n° 96-22 du 9 juillet 1996 relative à la répression de l'infraction à la législation et à la réglementation des changes et des mouvements de capitaux de et vers l'étranger.

Le nouveau texte a révisé le régime des peines dans le sens de faire évoluer la législation vers la fixation d'un quantum de peines suffisamment dissuasif.

L'article 1^{er} de la nouvelle ordonnance prévoit :

“Constitue une infraction ou tentative d'infraction à la législation et à la réglementation des changes et des mouvements de capitaux de et vers l'étranger, par quelque moyen que ce soit :

- la fausse déclaration ;
- l'inobservation des obligations de déclaration ;
- le défaut de rapatriement des capitaux ;

- l'inobservation des procédures prescrites ou des formalités exigées ;
- le défaut d'autorisations requises ou le non respect des conditions dont elles sont assorties.

Le contrevenant ne saurait être excusé sur sa bonne foi”.

2- 3) Infractions à la réglementation des changes :

Les opérations de contrôle de change ont été renforcées durant l'année 2008, et ce, dans le cadre de l'application des textes de loi concernant la prévention et la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Les missions de contrôle ont touché dix banques privées et six banques publiques.

Les inspecteurs de la Banque d'Algérie ont procédé à la vérification de 35 594 dossiers de domiciliation dans ces banques (6 403 dossiers en 2007) et ont eu à établir 81 procès verbaux de constat d'infraction (60 en 2007) totalisant une contre-valeur de 5 429 millions de dinars.

Les inspecteurs ont reçu 616 dossiers de domiciliation de la Direction générale des changes de la Banque d'Algérie. Sur les dossiers traités, ils ont eu à établir 56 procès verbaux de constat d'infraction à l'encontre des opérateurs, totalisant une contre-valeur d'un montant de 808 millions de dinars.¹

En application des prérogatives légales qui lui sont dévolues en matière de poursuite de l'infraction à la législation des changes et des mouvements de capitaux, la Banque d'Algérie a procédé au dépôt de 69 plaintes auprès des juridictions compétentes, dont 13 plaintes à l'encontre des banques contrôlées et 56 à l'encontre des opérateurs suite à l'examen de leurs dossiers.

¹ Le Maghreb, article : « Infractions à la réglementation des changes », édition du 28 Juillet 2009, par Nassima Bensalem.

Ainsi, en matière de contrôle des opérations du commerce extérieur, une réglementation unique en matière de contrôle des changes a été dictée par le Conseil de la monnaie et du crédit en 2007. Il s'agit du règlement n° 01-07 relatif aux règles applicables aux transactions courantes avec l'étranger et aux comptes en devises.

Au cours de l'année 2008, les missions effectuées dans ce cadre ont eu pour objet de s'assurer du respect, par les intermédiaires agréés, de toutes les dispositions législatives et réglementaires en matière de contrôle des changes qui leur sont applicables.

Il était question de délivrer l'autorisation aux intermédiaires agréés pour effectuer les opérations de commerce extérieur et de constater éventuellement les irrégularités et les insuffisances et établir les procès-verbaux d'infraction.

Les contrôles a posteriori, au titre du contrôle des opérations du commerce extérieur, visent essentiellement à s'assurer que les flux financiers entre l'Algérie et le reste du monde correspondent à des flux physiques réellement effectués, mais surtout pour s'assurer que ces flux physiques de biens et services sont déclarés à leur valeur réelle tant à l'importation qu'à l'exportation.

Les opérations de contrôle ont également pour objectif de s'assurer que les guichets domiciliataires désignés se conforment bien aux prescriptions et procédures générales concernant le contrôle financier des importations et des exportations.

En fait, en 2008, les missions entreprises ont couvert de façon particulière le contrôle du respect par les banques et établissements financiers, des dispositions réglementaires relatives aux transferts des produits d'investissements directs étrangers.

En Algérie, le dispositif de contrôle bancaire a porté, entre autres, sur le respect des dispositions légales et réglementaires régissant les activités des banques et établissements financiers. Il comprend, notamment, le contrôle sur pièces et le contrôle sur place.

A travers ces deux types de contrôle, les superviseurs des banques et établissements financiers sont appelés à porter l'appréciation sur l'institution contrôlée aussi bien au niveau

de la fiabilité de ses comptes, de la qualité de gestion de ses risques, de la qualité de ses déclarations périodiques effectuées à la Banque d'Algérie ou à l'organe de supervision ainsi qu'au niveau de la sécurité des systèmes de paiement.

Le contrôle sur pièces s'effectue sur la base des déclarations périodiques des banques et des établissements financiers.

Par contre, le contrôle sur place consiste en des missions sur place dépêchées auprès des banques et des établissements financiers pour les évaluer sous l'angle institutionnel et financier, en particulier la fiabilité des comptes et l'examen du portefeuille d'engagements par caisse et par signature.

L'évaluation est menée sur la base d'échantillons représentatifs. Au cours de l'année 2008, l'effort a été poursuivi pour rendre plus efficace le dispositif de contrôle.

Cela a permis à la Banque d'Algérie, au Conseil de la monnaie et du crédit et à la Commission bancaire de réagir rapidement à l'évolution de la situation prudentielle de certaines banques et établissements financiers.

2-4) La convertibilité du dinar algérien :

La convertibilité d'une monnaie nationale se pose de la même manière pour tous les pays, même si l'objectif poursuivi par chacun d'eux n'est pas forcément identique. Faut-il aller à une convertibilité totale ou bien faut-il appliquer des restrictions sur certaines transactions et autoriser la convertibilité pour d'autres ?

2-4-1) Plaidoyer pour une convertibilité totale du dinar

Ce type de décisions se prend en fonction de plusieurs paramètres et aboutit en général au choix d'un régime de change (ensemble des règles relatives à l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes) qui sera officiellement déclaré et qui est le premier élément d'une politique de change, dans le sens où il définit le mode de détermination du taux de change. Le lien est ainsi vite établi entre régime de change et convertibilité. Cela ne veut

pas dire qu'une convertibilité courante ou totale ne peut s'accommoder qu'avec un régime de change univoque (taux de change fixe ou flottant). La variété des modèles de changes adoptés par différents pays qui ont à peu près le même niveau de développement est là pour prouver le contraire. D'ailleurs, il arrive que le Fonds monétaire international (FMI) conseille à un pays d'adopter tel régime alors qu'il le déconseille à un autre. Ces questions sont extrêmement complexes et ce qui peut paraître évident pour le commun des mortels ne l'est pas pour les spécialistes des problèmes monétaires. Quoiqu'il en soit, il est admis que dans un régime de liberté des changes, la convertibilité de la monnaie permet à quiconque de se porter acquéreur ou vendeur de devises étrangères sans restrictions. Cette convertibilité est établie sans distinction entre les transactions courantes et les opérations en capital et financières. Par contre, dans un régime de restriction de changes, la convertibilité peut être partielle, et on parle de convertibilité courante, c'est-à-dire qu'elle ne porte que sur les transactions courantes, à l'exclusion des opérations en capital et financières. Les premiers sont comptabilisés dans le compte courant de la balance des paiements qui enregistre toutes les dépenses et recettes liées aussi bien aux importations qu'aux exportations de biens et services, revenus du travail et transferts courants. Les seconds sont logés dans le compte financier (anciennement compte de capital) de la balance des paiements et retrace toutes les entrées et sorties de capital (investissements directs, investissements de portefeuille, emprunts bancaires et placements à court terme...).

Il faudrait donc faire une distinction entre, d'une part, la convertibilité de la monnaie nationale aux fins des transactions courantes et, d'autre part, la convertibilité totale de la monnaie.

La convertibilité courante (appelée également convertibilité au titre des transactions courantes, ou convertibilité au titre des opérations du compte courant de la balance des paiements) concerne la libre convertibilité du dinar pour les paiements et transferts afférents à toutes les transactions internationales courantes de bonne foi, notamment ceux liés aux échanges commerciaux (biens et services) et transactions invisibles (voyages, santé et éducation). La libre convertibilité courante du dinar est essentielle pour permettre à l'Algérie de bénéficier au maximum de son ouverture vers l'extérieur et son intégration dans l'économie mondiale. La convertibilité au titre des transactions courantes a été, en effet, l'un des facteurs permettant l'expansion du commerce durant ces dernières années. A cet égard, l'Algérie, comme la plupart des membres du FMI, a instauré la libre convertibilité courante,

acceptant en 1997 les obligations prévues au titre de l'article VIII, alinéas 2a et 4, des statuts du FMI.¹

S'agissant de la convertibilité totale, elle concerne non seulement la convertibilité au titre des opérations du compte courant mais également toutes les opérations au titre du compte de capital de la balance des paiements. La monnaie nationale devient ainsi convertible pour toutes les opérations des résidents d'un pays avec le reste du monde.

2-4-2) A quand l'ouverture des guichets de change ?

Tous les pays émergents, y compris ceux qui ont entamé des réformes économiques après nous, disposent d'un marché des changes aux normes universelles, sauf l'Algérie.

On est étonné de voir avec quelle facilité une personne peut effectuer partout dans le monde une opération de change dans des guichets nombreux et ouverts à toutes heures, alors que chez nous elle ne peut le faire qu'au niveau des guichets de banque où elle doit exhiber son passeport, attendre qu'on lui établisse les documents de change requis, bien souvent avec l'obligation de supporter les sautes d'humeur des guichetiers. La tentation est alors grande de s'adresser aux cambistes informels qui vous assurent au minimum une prestation plus rapide et dans certains cas mieux rémunérée qu'aux conditions du change officiel. La question qui se pose alors est de savoir pourquoi l'Algérie ne dispose pas, à ce jour, de guichets de change ouverts au moins aux personnes (touristes, opérateurs économiques non résidents, etc.) souhaitant convertir leurs devises en dinars. Ceux qui souhaitent changer des dinars en devises savent qu'en dehors de la convertibilité commerciale soumise à une réglementation bien précise, ils ne peuvent prétendre qu'à l'allocation voyage limitée depuis plus d'une décennie à l'équivalent de 15 000 DA par an, à l'allocation pour enfant scolarisé à l'étranger de 9000 DA par mois de scolarisation effective et à une allocation pour des soins à l'étranger.

Le bénéfice de ces allocations s'est bureaucratisé à l'excès et les commissions prélevées par les banques sont si lourdes que les ayants droit préfèrent se rabattre sur le marché informel qui peut tout compte fait s'avérer plus avantageux. La réglementation autorisant l'ouverture

¹ Interview avec Erik De Vrijer, Chef du département du Moyen-Orient au FMI. Voir le site Internet : [http://www.elwatan.com/Une augmentation des salaires pourrait être envisagée](http://www.elwatan.com/Une_augmentation_des_salaires_pourrait_être_envisagée), , édition du 15 avril 2006.

de bureaux de change courant et à terme existe pourtant depuis 1998 et l'on s'étonne de l'incapacité de la Banque d'Algérie à la mettre en œuvre.

2-4-3) Les modalités et conditions de mise en place d'un marché des changes au comptant et à terme :

Cette mise en place suppose bien entendu que soient renforcés au préalable les outils de contrôle au niveau de la Banque d'Algérie et des banques commerciales. Le marché des changes au comptant et le marché monétaire des devises précèdent par ailleurs le marché des changes à terme.

2-4-3-1) La mise en place d'un marché des changes au comptant :

Le marché au comptant est celui où se déroulent les opérations à dénouement immédiat dans un délai qui est généralement de 48 heures. Sa réalisation suppose le démantèlement programmé du contrôle des changes qui signifie que tous les dinars émis soient éligibles à transfert, sans autre condition que la nécessité de transparence des avoirs.

En décrétant la convertibilité du dinar, on instaure une confiance dans l'économie algérienne pour les investisseurs étrangers qui auraient aujourd'hui quelques raisons d'hésiter à investir en Algérie. Mais au-delà de ça, il y a aussi le retour de la confiance des algériens en eux-mêmes. Dans la détresse que nous vivons, les doutes qui assaillent nos chefs d'entreprises et notre peuple en général, nous avons besoin de quelque chose qui nous redonne l'espoir et la confiance. On pense à la monnaie, parce que, pour paraphraser Jacques Rueff dans son livre « L'âge de l'inflation » : « aujourd'hui, plus que par le passé, le sort de l'homme se joue sur la monnaie ». Pour adapter cela au contexte algérien, on dirait qu'aujourd'hui plus que par le passé, il faut redonner aux algériens confiance en eux-mêmes et le symbole le plus fort de cette confiance est la convertibilité du dinar.

Il va se passer probablement une foule de choses qui relèvent du « psychologique » autant que du « concret économique » vécu. La fuite devant le dinar et la fuite désespérée vers des horizons étrangers risque de cesser à partir du moment où les gens verront qu'ils possèdent de la devise quelle que soit la modicité de la somme d'argent qu'ils ont dans leur

poche. C'est en quelque sorte un pouvoir d'évasion que ces gens seront d'autant moins enclins à l'utiliser pour s'évader qu'ils savent qu'ils peuvent le faire à tout moment parce qu'il est dans leur poche ou dans leur compte en banque.

Contrairement à une opinion répandue, un tel marché ne provoquera pas de fuite massive des capitaux même si une amélioration du système fiscal et du climat des affaires est de nature à rendre la fuite des capitaux peu désirable. La visibilité et la transparence des mouvements de transferts, (qui devront nécessairement passer par le système bancaire) excluent en effet qu'il puisse y avoir des transferts d'argent non déclaré. Bien au contraire, l'attrait d'un taux de change meilleur et d'une plus grande sécurité est susceptible de provoquer le rapatriement, dans le circuit officiel, des énormes liquidités qui prospèrent sur le marché informel, qui amenuisent les ressources budgétaires et engendrent la corruption à grande échelle. Le retour de ces capitaux dans les circuits financiers officiels améliorera considérablement la liquidité des banques qui retrouveront également là la possibilité de multiplier les occasions de leur réemploi au détriment des financements privés et occultes. L'impact sur les investissements étrangers sera également très fort. Notre émigration ne sera pas en reste dans ce mouvement, et l'on peut prédire une entrée nette de capitaux en provenance de celle-ci de l'ordre de plusieurs milliards de dollars. Dans le cadre de cette libre convertibilité, la gestion des fonds logés dans les comptes en devises de résidents sera forcément assurée par les banques commerciales où ils sont logés. La décision réglementaire, qui a permis l'ouverture de ces comptes, a rendu en son temps (de 1986 à 1994) d'éminents services ayant permis de pallier à l'insuffisance des moyens de paiement externes. Elle n'a aujourd'hui plus sa raison d'être, quand bien même ces comptes sont aujourd'hui alimentés par une partie du produit des exportations. Elle constitue même un anachronisme de plus. Ces comptes en devises ne sont plus nécessaires à la domiciliation des opérations de commerce extérieur depuis que le dinar a acquis une convertibilité courante. Ils sont à l'instar de tous les comptes devises ouverts auprès des banques commerciales gérés par la Banque d'Algérie. Le marché libre des changes sera ainsi assuré de trouver à travers ces comptes les devises hors Banque d'Algérie qui renforceront sa liquidité. La convertibilité encouragera certainement la récupération par les circuits bancaires de l'épargne thésaurisée ainsi que les capitaux qui profitent du marché parallèle.

Aussi, il y a deux facteurs que l'on pourrait mettre en avant pour caractériser l'importance de cette politique de change. Celle-ci donne en effet aux gouvernants le moyen

d'avoir un outil d'alerte et d'information permanent. Aujourd'hui, faute d'une politique de change, nous n'avons pas cet outil d'alerte qui nous indique l'état de santé de l'économie. Cela fait des années que nous conduisons nos réformes, que nous prenons des décisions importantes et souvent courageuses mais nous ne savons pas quel est l'état de santé de notre économie parce que nous n'avons que l'argent du pétrole qui coule à flots.

Le deuxième rôle que pourrait jouer cette politique c'est celui d'amortisseur et de correcteur des déséquilibres externes à mesure que des déséquilibres se produisent. Le taux de change a un rôle important dans l'ajustement. Aujourd'hui, un taux administré fixé d'une manière aveugle ne nous permet pas de savoir si le dinar est surévalué ou sous-évalué. Nous reproduisons actuellement une méthode qui a fait ses preuves dans les années 1970. Nous l'avons corrigée en 1994 avec les accords d'ajustement avec le FMI en introduisant des coefficients de pondération mais ces derniers sont introduits à une base qui est peut-être déconnectée de la réalité. En somme la libéralisation du régime de change est quelque chose qui semble logique et en harmonie avec la libéralisation que nous avons connue dans tous les secteurs.¹

Les autorités politiques et monétaires ayant, malheureusement, déclaré leur ferme intention de maintenir le régime actuel de cotation, il y a, à l'évidence, très peu de chance de voir émerger, à plus ou moins brève échéance, un authentique marché du change en Algérie. La convertibilité automatique du dinar n'est pas pour demain et la seule perspective que ces autorités laissent pour l'instant entrevoir est de stabiliser, pour quelques années, le taux de change effectif par rapport au dollar. Un objectif facile à atteindre eu égard à la dépréciation qui affecte le billet vert.

2-4-3-2) La mise en place d'un marché monétaire des devises :

Elle peut être assurée assez rapidement. A titre de comparaison, la Banque centrale de Tunisie a ouvert un tel marché dès le milieu des années 1980 dans un contexte moins favorable que le nôtre. Ce marché permettra aux établissements financiers d'échanger entre eux et avec la Banque centrale les devises de leur clientèle résidente et non résidente.

¹ Interview avec Ali Benouari, ancien ministre délégué au Trésor, « le marché des changes reste le seul secteur administré », (<http://www.elwatan.com/Ali-Benouari-Ancien-ministre-délégué-au-Trésor>, édition du 2 février 2006).

Il leur permettra également d'accéder au marché monétaire international, donc à des sources de financement externes moins coûteuses que les sources d'emprunt traditionnelles. Les ressources ainsi acquises viendront alimenter le marché des changes au comptant dont elles amélioreront la liquidité. Les banques locales disposeront par ailleurs d'un instrument d'épargne et de crédit de plus et jouiront d'une plus grande flexibilité dans la gestion de leurs opérations. Elles pourront ainsi dénouer, à leur niveau, les opérations de change à terme.

2-4-3-3) La mise en place d'un marché de changes à terme :

La mise en place de ce marché permettra d'éviter l'erreur commise en 1994 où les risques de couverture étaient assumés par la seule Banque d'Algérie, l'Etat devenant indirectement le garant des pertes de change des entreprises.

Les intervenants de ce nouveau marché, banques et établissements financiers, pourront coter les devises dans les deux sens, acheteur et vendeur, grâce à la mise en place du précédent marché monétaire. Le marché monétaire des devises permet en effet à ses intervenants de pouvoir dénouer les montants non soldés de leurs positions de change à terme, à travers une opération d'emprunt et une opération de change au comptant. Comment ? Si une banque vend une devise à terme contre dinar, par exemple, elle peut neutraliser son risque en empruntant la devise vendue à terme et en la revendant au comptant, puis en plaçant les dinars ainsi obtenus sur la même durée. A l'échéance, l'emprunt en devises sera remboursé par les devises achetées sur le marché au comptant grâce aux dinars placés à terme. La différence entre les cours à terme et les cours au comptant ne traduit que la différence entre les taux d'intérêt du dinar et de la devise considérée.

2-4-4) La convertibilité n'est pas pour demain :

Il est impossible à l'heure actuelle d'aller vers une convertibilité totale de la monnaie algérienne, s'accordent à dire les experts et les spécialistes des questions financières.

Cette importante métamorphose monétaire dépend essentiellement de l'évolution de l'économie nationale. « Ce n'est pas encore le moment pour convertir le dinar », dira Abdelhak Lamiri¹, sans détour, ni faux-fuyants. « Il est prématuré de parler de la convertibilité du dinar, car si l'on décide d'aller, à l'heure actuelle, vers cette option, cela

¹ A. Lamiri, Professeur à l'Ecole Supérieure de Commerce et PDG à l'INSIM.

entraînerait une fuite de capitaux importante et non désirée », ajoute encore Abdelali Derrar, spécialiste dans les assurances et les finances. A entendre Abdelhak Lamiri, la convertibilité de la monnaie algérienne pourrait, néanmoins, intervenir suivant des étapes bien précises, à commencer par la libéralisation des bureaux de change. Et ensuite aller, après une longue période, vers la convertibilité, mais qui doit reposer sur une économie diversifiée et hors hydrocarbures. Dans le fond et dans la forme, trois facteurs nécessaires doivent conduire à la possibilité de convertir la monnaie nationale. La création des richesses et une économie diversifiée constituent, a priori, une condition sine qua non pour toute convertibilité d'une monnaie. Cela, faut-il le reconnaître, relève présentement de l'impossible pour le cas de l'Algérie, dont l'économie demeure exclusivement tributaire des recettes pétrolières. Le second facteur étant une garantie d'une parfaite confiance en la monnaie nationale. « Cela suppose la levée de tous les garde-fous et assurer ainsi des mesures de contrôle, de surveillance et de suivi des plus draconiennes ». Karim Djoudi, premier argentier du pays explique que la levée des garde-fous « s'avère être une véritable aventure » pour un système financier algérien soumis au processus des réformes et en cours de sa métamorphose. Quant à la troisième exigence, l'un des piliers essentiels de toute convertibilité d'une monnaie, elle est liée à l'ouverture du compte capital. Dans le cas de l'économie algérienne, procéder à l'ouverture du compte capital « relève de l'impossible, car cela doit être dicté par une économie diversifiée ». C'est la thèse que défendait le ministère des Finances, par la voix de son premier responsable, Karim Djoudi. Selon le ministre, qui s'est exprimé à ce sujet, à maintes reprises, l'Algérie demeure, incontestablement, dépendante des hydrocarbures, ce qui veut dire que la libération de son compte capital n'est pas d'actualité. Il y a déjà la convertibilité commerciale qui est assurée. Car, il est utile de le signaler, l'ouverture du compte capital n'est pas synonyme de la libération des transactions courantes. Cela dit, pour ce qui est de la convertibilité commerciale du dinar, l'Algérie s'est déjà conformée à l'article 8 de 1997 du Fonds monétaire international (FMI), selon lequel les pays signataires doivent libérer les transactions courantes, à savoir les services et le commerce. Mais l'équation portant sur la convertibilité totale du dinar ne semble pas être si aisée pour l'heure actuelle c'est-à-dire que chaque chose suppose une autre ; la convertibilité du dinar dépend de la libération du compte capital ainsi que d'une économie diversifiée proprement dite. Et en fin de résumé, il s'avère que cette économie diversifiée constitue elle-même une condition pour la libération du compte capital de chaque pays.

La vision la plus avisée est certainement celle qui consiste à retenir une approche graduelle et prudente, poursuivre la saine gestion macroéconomique, sécuriser et rendre plus solide le système bancaire et financier, travailler pour la mise en place d'un outil de production plus performant en termes de compétitivité et de diversification, préserver la viabilité de la balance des paiements. Ces préalables avec la bonne tenue d'une politique budgétaire et la disponibilité des réserves de change permettraient, lorsque la convertibilité sera totale, de faire face aux chocs externes ou internes au cas où ils se produiraient. La convertibilité totale prématurée pourrait comporter de graves risques dont les conséquences sur le plan économique et sociale sont incalculables.

Bien que la réglementation des changes en Algérie ait vécu un assouplissement considérable depuis 1990, la convertibilité du dinar au titre des opérations en capital n'est pas encore instaurée.

Une libéralisation très avancée a été en matière d'entrées de capitaux étrangers sous toutes les formes. Cependant, les sorties de capitaux sont très contrôlées, c'est-à-dire une convertibilité du dinar encore limitée. Ce qui a eu pour effet, la naissance du marché parallèle de devises fonctionnant selon les normes des marchés modernes.

Conclusion du chapitre V :

La politique de change de l'Algérie a pour objectif, depuis la seconde moitié des années 1990, la stabilisation du taux de change effectif réel de long terme du dinar à sa valeur d'équilibre déterminée par les fondamentaux de l'économie nationale.

Cette stabilisation a pour but de stimuler les investissements nationaux et étrangers par la réduction des incertitudes en matière de prix et d'encourager les exportations par le confortement de la compétitivité externe.

Concernant le contrôle des changes, il est une nécessité dans le cas de l'Algérie et il le restera pour longtemps encore. La crainte excessive de sortie de devises impose un contrôle externe rigoureux. L'autre facteur qui reste prédominant est la vulnérabilité du pays aux chocs extérieurs. Par son caractère mono exportateur, l'économie nationale est fortement exposée. Une remarque qui fera dire au Directeur Général des changes de la Banque d'Algérie que le contrôle des changes s'impose de lui-même. La manifestation du contrôle des changes peut prendre la forme d'une suppression ou de limitation des importations de certains biens ou services, la limitation des dépenses des touristes nationaux à l'étranger ou encore la suppression ou la limitation des achats de valeurs mobilières ou immobilières à l'étranger par les résidents. Ainsi, la devise de l'Etat ne servira pas à l'achat d'un bien immobilier à l'étranger. En terme de souveraineté nationale, le contrôle des changes, plus largement la réglementation des changes, reflète la volonté d'ouverture ou de fermeture sur l'extérieur. La réglementation des changes a ainsi subi un toilettage législatif pour se mettre en conformité avec les exigences de l'économie actuelle, des engagements internationaux du pays ainsi que pour rendre plus facile la lecture et l'application des règles régissant le système de change.

Introduction au chapitre VI :

Les réserves de change constituent un sujet qui n'est pas nouveau, mais il a acquis une nouvelle importance pour deux raisons évidentes : le niveau de ces réserves s'est fortement accru au cours de la dernière décennie ; et la gestion de ces réserves est de plus en plus diversifiée.

Compte tenu de l'accroissement spectaculaire des réserves de change ces dernières années, les banques centrales accordent une importance croissante au choix d'un cadre approprié pour la gestion de ces réserves. En dépit de données parfois insuffisamment précises ou mises à jour de façon tardive, certaines caractéristiques et conséquences intéressantes du mouvement d'accumulation massive de réserves de change peuvent être mises en lumière.

Au cours de ces dernières années, les banques centrales ont, en général, diversifié leurs avoirs, en terme à la fois de composition en devises et de types d'instruments achetés. Les cadres institutionnels de gestion des réserves de change sont également devenus plus variés. Toutefois, la diversification des instruments de réserve classiques se heurte à certaines limites. Aussi l'accélération de l'accumulation de réserves demeure-t-elle le phénomène majeur.

Les réserves de change de l'Algérie sont gérées par la Banque d'Algérie. Ces réserves font l'objet, ces derniers temps, d'une polémique, notamment pour ce qui a trait à leur gestion et placement.

Dans le présent chapitre, nous essayerons d'étudier l'évolution et la gestion des réserves de change en Algérie. Cependant, avant de passer au cas de l'Algérie, qui est abordé dans la deuxième section, on va consacrer la première section aux directives portant sur la gestion des réserves de change et aux conséquences de la gestion des réserves de change sur les marchés.

Section 1 : Gestion des réserves de change : directives et conséquences pour les marchés

Les directives pour la gestion des réserves de change ont été élaborées dans le cadre d'un plus vaste programme de travaux entrepris par le FMI afin de renforcer l'architecture financière internationale, de promouvoir des politiques et pratiques propices à la stabilité et à la transparence du secteur financier, et de réduire la vulnérabilité des pays membres à des chocs extérieurs.

Dans cette section, nous allons commencer, d'abord, par la présentation de ces directives pour la gestion des réserves de change. Ensuite, nous allons étudier les conséquences de la gestion des réserves de change pour les marchés.

Dans l'étude de la gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés, nous examinerons d'abord l'évolution de la composition des réserves de change. Ensuite, nous comparerons les caractéristiques respectives des marchés obligataires américains et européens susceptibles d'influencer les politiques de diversification des détenteurs de réserves de change. Enfin, nous mettrons en lumière certaines caractéristiques spécifiques de la gestion des réserves qui pourraient avoir une incidence sur les dynamiques de marché.

1-1) Directives pour la gestion des réserves de change :

1-1-1) Définitions :

1-1-1-1) Définition des réserves de change :

*Les réserves de change « sont des avoirs libellés en devises étrangères et détenues par une banque centrale, donc par un Etat. Ces liquidités, sont généralement placées sous forme de bons du Trésor ou obligations émises par des pays étrangers. La Chine, le Japon, les pays exportateurs de pétrole sont ainsi de gros acheteurs de bons du Trésor américain ou autres obligations libellées en dollars ou en euros. Ces liquidités sont issues des ventes de matières premières (pays du Golfe) ou de produits manufacturés à l'exportation (Japon, Chine, Malaisie...). Comme tout bon père de famille, les banques centrales réinvestissent ces derniers dans des devises ou obligations étrangères ».*¹

¹ Le journal des finances.

1-1-1-2) Définition de la gestion des réserves de change :

La gestion des réserves est le processus par lequel un montant adéquat d'actifs extérieurs du secteur public sont mis à la disposition et sous le contrôle des autorités afin de leur permettre d'atteindre une série d'objectifs bien définis pour un pays ou une union.¹

Normalement, un organisme est spécialement désigné pour gérer les réserves et les risques y afférents².

En règle générale, les réserves officielles de change sont détenues dans le but de réaliser une série d'objectifs³ qui sont notamment :

- susciter et maintenir la confiance à l'égard des politiques de gestion monétaire et de change, y compris la capacité d'intervention pour soutenir la monnaie nationale ou commune ;
- limiter la vulnérabilité externe en maintenant des réserves liquides de change afin d'absorber les chocs en temps de crise ou lorsque l'accès au crédit est restreint et, ce faisant :
- donner aux marchés l'assurance que le pays est en mesure de remplir ses obligations extérieures ;
- démontrer que la monnaie nationale est appuyée par des actifs extérieurs ;
- aider les pouvoirs publics à satisfaire leurs besoins de devises et à honorer les obligations liées à la dette extérieure ;
- conserver une réserve de précaution pour les cas de catastrophe naturelle ou d'urgence.

¹ Il peut s'agir d'une union monétaire ou d'une union de change qui se charge aussi de la gestion des réserves.

² Selon les pays et les unions monétaires ou de change, l'organisme en question peut être la banque centrale ou une autorité monétaire agissant en qualité de mandant ou de mandataire d'une autre entité dépositaire des réserves, un fonds de régulation des changes par exemple. Ces entités peuvent disposer d'une série de pouvoirs et attributions qui ne se limitent pas à la gestion des réserves.

³ Certains pays ont aussi des fonds de stabilisation ou d'épargne distincts pour la gestion des ressources non renouvelables. Ces fonds ne répondent pas en général à la définition des actifs de réserve et ne sont pas spécifiquement couverts par ces directives. Ils constituent cependant des actifs du secteur public qui doivent être gérés avec soin et assiduité. Les principes énoncés dans les directives peuvent donc aussi être valables pour la saine gestion et la bonne garde de ces actifs extérieurs.

Des pratiques saines de gestion des réserves sont cruciales parce qu'elles peuvent renforcer la résistance globale d'un pays ou d'une région aux chocs. Du fait de leurs contacts avec les marchés financiers, les gestionnaires des réserves ont accès à des informations précieuses grâce auxquelles ils tiennent les décideurs au fait de l'évolution des marchés et de la manière dont ils appréhendent les menaces potentielles. L'importance d'une saine gestion est aussi illustrée par l'expérience, et notamment les cas où les pratiques de gestion déficientes ou hasardeuses des réserves ont empêché les autorités de réagir efficacement face aux crises financières, ce qui peut les avoir aggravé. En outre, des pratiques de gestion des réserves défailtantes ou risquées peuvent aussi avoir un coût financier non négligeable et affecter gravement la réputation du pays. Plusieurs pays ont subi par exemple des pertes considérables qui ont eu des répercussions budgétaires directes ou indirectes. Ainsi, des décisions judicieuses de gestion du portefeuille sur sa composition en devises, la sélection des instruments de placement et des échéances acceptables, qui reflètent les conditions et la situation réelles d'un pays permettant d'assurer la sauvegarde des actifs, de les rendre aisément disponibles et d'étayer la confiance des marchés.

1-1-2) Objectifs et stratégie de la gestion des réserves :

1-1-2-1) Objectifs :

La gestion des réserves vise à faire en sorte qu'un montant adéquat de réserves internationales soit disponible pour atteindre certains objectifs définis ; les risques de liquidité, de marché et de crédit soient gérés de manière prudente, compte tenu des contraintes de liquidité et des autres risques, les fonds affectés à la constitution des réserves aient un rendement raisonnable à moyen ou long terme. La gestion des réserves fait partie de la politique économique des pouvoirs publics et la situation particulière du pays influe sur leurs choix tant en ce qui concerne le niveau des réserves que la finalité de leur gestion. Pour veiller à ce que les réserves soient disponibles et pouvoir définir correctement les priorités d'investissement, le gestionnaire des réserves doit savoir ce qui constitue un niveau adéquat de réserves. Or cette estimation peut être faite soit par l'organisme de gestion des réserves, soit en consultation entre cet organisme et d'autres entités. Il n'y a pas de méthode d'application universelle pour estimer le niveau adéquat des réserves. Les facteurs habituellement pris en considération sont le dispositif monétaire et le régime de change, la taille, la nature et le degré de variation de la balance des paiements extérieurs. Depuis peu, les risques financiers liés à l'endettement extérieur du pays et à la volatilité des flux de capitaux

reçoivent une attention particulière, en particulier dans le cas de pays qui ont largement accès aux marchés internationaux, sans pouvoir s'y présenter à coup sûr. Pour ce qui est de garantir la disponibilité des réserves, le régime de change et les objectifs spécifiques pour lesquels le pays détient des réserves ont leur importance¹.

Pour faire en sorte que les réserves soient disponibles au moment où on en a le plus besoin, la liquidité – c'est-à-dire, l'aptitude à convertir rapidement les actifs de réserve en devises- fait généralement l'objet d'une priorité absolue, mais elle a un prix, puisque cela signifie en général que l'on accepte des instruments d'investissement à plus faible rendement. Vient ensuite l'impératif de préserver la valeur des actifs par la gestion et la maîtrise des risques. A titre d'exemple, les risques de marché et de crédit peuvent entraîner des pertes brutales et réduire la liquidité. Enfin, le rendement des instruments d'investissement est un résultat important de la gestion des réserves. Il faut donc s'attacher en priorité à atteindre un niveau convenable de rendement face à des contraintes de liquidité et de risques clairement définies.

En définitive, l'organisme de gestion des réserves doit chercher à optimiser la valeur des actifs de réserve tout en maintenant les risques dans des limites prudentes qui constituent le cadre de gestion des réserves, de manière à ce que les réserves soient toujours disponibles, en cas de besoin. Ainsi, les portefeuilles d'actifs de réserves tendent à être fortement exempts de risques, ce qui conduit à privilégier la liquidité et la sécurité par rapport au rendement. Ceci suppose bien évidemment un arbitrage entre risques et rendement dans la détermination des priorités de la gestion des réserves.

1-1-2-2) Stratégie et coordination de la gestion des réserves :

Les stratégies de gestion des réserves doivent refléter et appuyer l'environnement politique d'un pays ou de l'union, en particulier son dispositif monétaire et son régime de change. Les stratégies de gestion des réserves seront conçues en fonction des raisons précises qui justifient la détention d'actifs de réserves. Le régime de change et le degré de libéralisation des changes et des mouvements de capitaux revêtent une importance particulière.

¹ La question du niveau adéquat des réserves est étudié dans International Monetary Fund, 2000, Debt-and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability, qui peut être consulté sur le site Web du FMI : <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm>.

Dans un régime de flottement libre, les responsables de la gestion des réserves ont une plus grande marge de manœuvre pour restructurer la durée et la liquidité du portefeuille lorsque les autorités s'engagent publiquement à ne pas intervenir sur le marché des changes.

En pratique, toutefois, les autorités peuvent tenter de conserver la capacité d'assurer le fonctionnement ordonné des marchés en période d'ajustements prononcés du taux de change ou de tensions sur ces marchés, ou de manière plus générale, pour être en mesure d'amortir des chocs internes ou externes inattendus.

En régime de taux de change fixe, notamment dans les pays dotés d'une caisse d'émission, les autorités peuvent avoir à agir fréquemment sur le marché des changes et ont besoin, dans ce cas de réserves qui puissent être rapidement converties en devises¹. Dans ces cas en particulier, des réserves sont nécessaires pour que l'ancrage de la monnaie inspire confiance et dissuade les tentatives de spéculation. A cette fin, les pays ont tendance à placer leurs réserves sous une forme qui les rendent facilement disponibles.

Les régimes de change intermédiaires, tels que les régimes de flottement dirigé ou d'ancrage de la monnaie, exigent que les autorités agissent pour défendre le régime adopté. Ceci peut imposer des interventions plus ou moins marquées, selon l'évolution et les conditions du marché, qui déterminent le choix du niveau approprié de liquidité à maintenir.

L'évaluation des diverses stratégies de gestion des réserves et de leurs implications respectives pour ce qui constitue le niveau adéquat des réserves est sans doute facilitée par une analyse coût/avantage de la détention de réserves. Cette analyse doit permettre de peser le pour et le contre de la détention d'un montant plus ou moins élevé de réserves, par exemple de jauger le coût de l'acquisition et de la détention de réserves supplémentaires par rapport aux avantages censés en découler, à savoir une moindre volatilité des flux de capitaux, une plus grande confiance de la part des investisseurs étrangers et un risque de contagion réduit.

Il peut aussi y avoir lieu d'harmoniser ces stratégies avec les stratégies de gestion de la dette extérieure dans le but de réduire la vulnérabilité aux chocs extérieurs. Des politiques de

¹ Un dispositif de caisse d'émission peut aussi avoir une incidence directe sur l'assortiment de devises si la monnaie centrale doit être garantie, exclusivement ou majoritairement par la devise à laquelle la monnaie nationale est arrimée.

gestion de la dette et des réserves qui s'harmonisent et se renforcent mutuellement peuvent être des éléments déterminants de prévention des crises. Pour le secteur public il s'agira d'adopter, le cas échéant, une démarche coordonnée prenant en compte les actifs et passifs de plusieurs institutions publiques, y compris les soldes d'instances infra-nationales. Le but est de déterminer si le niveau des réserves qui figure au bilan de l'ensemble des administrations publiques offre le degré de liquidité nécessaire pour laisser le temps d'absorber les chocs lorsque l'accès au crédit est bloqué ou prohibitif. Dans certains pays, la dette extérieure privée à court terme peut aussi être un facteur déterminant le niveau adéquat de réserves.

Dans les pays où la gestion des réserves et de la dette incombe au même organisme, la cohérence des stratégies mises en œuvre peut être assurée par la bonne coordination de la gestion des risques afférents aux actifs et passifs. Lorsque la responsabilité de la gestion des réserves et de la dette incombe à des organismes distincts, cependant, leurs objectifs peuvent diverger. Lorsque, par exemple, l'organisme de gestion des réserves est également en charge de la politique monétaire, il convient de veiller à ce que les efforts de coordination ne donnent pas l'impression de compromettre la séparation des deux fonctions. La coordination doit aussi avoir pour but en pareil cas de faire en sorte que les actions menées par chacun des organismes compétents envoient des signaux clairs et non contradictoires.

1-1-3) Transparence et responsabilité :

Les principaux enjeux de transparence liés à la gouvernance et à la responsabilité dans le cadre de la gestion des réserves sont évoqués dans le Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière : Déclaration de principes, septembre 1999 (Code de transparence PMF) et illustrés par les documents d'accompagnement du Code. Le code de transparence PMF vise à promouvoir la transparence des pratiques suivies par les banques centrales dans la conduite de la politique monétaire, ainsi que par les institutions financières et la banque centrale, dans la conduite de la politique financière. Il comporte ainsi plusieurs volets sur la transparence de la politique de change, la gestion des réserves et les opérations du marché des changes qui s'y rapportent. Outre qu'il énonce une série de règles générales de communication de données sur la politique de change et la répartition des compétences en matière de gestion des réserves, le Code de transparence PMF vise à promouvoir la transparence par la responsabilisation.

1-1-3-1) Clarté des rôles, responsabilités et objectifs des organismes financiers chargés de la gestion des réserves :

La répartition des responsabilités – y compris la chaîne hiérarchique- entre le gouvernement, l'organisme de gestion des réserves peut exercer ses fonctions de différentes manières, agissant par exemple en qualité de mandant ou au contraire de mandataire. Il importe donc de désigner clairement les institutions compétentes en matière de politique de change et de gestion des réserves. Ceci aide les marchés financiers et l'opinion publique à comprendre le processus de détermination du taux de change et son impact sur les objectifs de gestion des réserves, ainsi qu'à savoir qui est comptable des décisions et des résultats de la gestion des réserves.

Lorsque l'entité chargée de la gestion des réserves agit en tant qu'organe d'exécution du gouvernement, son rôle et ses attributions doivent être clairement définis, dans la loi d'habilitation par exemple, outre qu'ils doivent être rendus publics et expliqués. Ce faisant, on évite toute confusion pour déterminer à qui incombe effectivement la responsabilité d'élaborer et de mettre en œuvre la politique de gestion des réserves. Le fait de publier ces informations permet à l'opinion publique de saisir la portée des attributions de l'organisme de gestion des réserves et de tenir la Banque Centrale et le gouvernement comptables de leurs domaines et de leurs actions respectives.

Il convient de définir clairement et de rendre publics les principaux objectifs de la gestion des réserves et d'explicitier les éléments fondamentaux de la politique mise en œuvre. Ceci renforce la crédibilité des politiques, des buts visés et des résultats de la gestion des réserves et ces informations figurent habituellement dans les rapports annuels de l'organisme de gestion des réserves. Les informations concernant la composition en devises de leur portefeuille, les repères fixés ou les catégories d'actifs détenus sont généralement exprimés en termes généraux et ne détaillent pas les caractéristiques des instruments sous-jacents et des opérations, ce qui risquerait dans certains cas d'être déstabilisateur. Certains organismes de gestion des réserves présentent aussi en termes généraux dans leurs rapports annuels des informations sur la performance des investissements par rapport aux critères retenus. Les pratiques en la matière varient et dépendent parfois de la situation particulière du pays, notamment de son stade de développement. Elles doivent toutefois être dans la mesure du possible conforme à l'esprit du Code de transparence PMF.

1-1-3-2) Transparence des opérations effectuées sur le marché aux fins de la gestion des réserves :

Les principes généraux qui régissent les relations entre l'organisme chargé de la gestion des réserves et ses partenaires doivent être rendus publics. L'exposé de ces principes vise aussi à assurer l'opinion publique que les transactions relevant de la gestion des réserves reposent sur des critères objectifs et sont menées de manière juste et impartiale. L'organisme de gestion des réserves peut par exemple indiquer les critères d'agrément des interlocuteurs sur le marché et que les opérateurs obéissent à un code de conduite reconnu. Les considérations de confidentialité ont toutefois leur importance et les détails pratiques qui peuvent nuire à l'efficacité des opérations de l'organisme de gestion des réserves sur le marché ne doivent pas être rendus publics, pas plus que les détails de ses relations avec telle ou telle contrepartie.

1-1-3-3) Accès du public à l'information sur les réserves de change :

Les données afférentes aux réserves officielles de change doivent être rendues publiques selon un calendrier préétabli. La publication dans de bons délais de données précises sur les réserves internationales et les liquidités en devises d'un pays contribue à la prise de décisions en toute connaissance de cause dans les secteurs publics et privés, sur les marchés financiers intérieurs comme internationaux. L'expérience semble aussi montrer que la publication de ces informations en temps opportun peut permettre un ajustement plus progressif du marché.

La norme spéciale de diffusion des données (NSDD) et le formulaire type de présentation des données sur les réserves internationales et les liquidités en devises offrent un cadre de référence global pour le contenu et les délais de publication des informations sur les réserves de change et autres activités qui présentent un intérêt potentiel. Ce formulaire conjugue les données afférentes aux transactions financières internationales figurant au bilan et hors-bilan des autorités d'un pays et a pour but de rendre pleinement compte de la situation de ses actifs en devises ainsi que des ponctions sur ces ressources qui découlent des divers engagements du pays libellés en devises. Le formulaire sert aussi de base pour communiquer au FMI les données nécessaires au suivi des programmes appuyés par des ressources¹.

¹ Pour plus de précisions sur la Norme spéciale de diffusion des données et le formulaire type de présentation des données, précisant la fréquence et les délais de communication, veuillez consulter le tableau d'affichage des normes de diffusion à l'adresse suivante : <http://dsbb.imf.org.sddsindex.htm>.

Dans beaucoup de pays, les informations relatives aux réserves de change sont aussi diffusées périodiquement, notamment au moyen de communiqués statistiques sur la liquidité internationale et de bilans sommaires, ou des rapports annuels de l'organisme de gestion des réserves. Le calendrier de parution de ces divers documents est généralement conçu de manière à ce que les informations publiées ne perturbent pas le fonctionnement des marchés ou à ce que les aménagements de la stratégie ou des priorités de gestion des réserves ne soient pas divulgués avant leur mise en œuvre.

1-1-4) Diversité des cadres institutionnels de la gestion des réserves de change :

Les réserves de change d'un pays sont traditionnellement regroupées dans un portefeuille de devises, conservées par la banque centrale avec l'objectif de pouvoir intervenir à tous moments sur les marchés de change, ce qui entraîne des exigences extrêmement fortes en termes de liquidité et de sécurité.

Cependant, s'agissant des pays dont les avoirs de réserve dépassent largement la taille du volant de liquidités nécessaire à des interventions de change, il n'est pas indispensable que la totalité de ces réserves soit placée dans des titres souverains extrêmement liquides et sans risque. Par conséquent, une partie des réserves de change, et plus généralement une partie des avoirs en devises détenus par les entités publiques, peut être gérée différemment.

Une partie des avoirs de réserve a ainsi pu faire l'objet, à un moment donné, d'un transfert au profit d'autres institutions que la banque centrale. C'est par exemple le cas du Fonds d'investissement de l'Etat de Singapour (Government of Singapore Investment Corporation – GIC).

Un fond du même type a été mis en place en Corée¹. Ces institutions peuvent, dans une certaine mesure, être considérées comme mandatées par les différentes banques centrales comme des gestionnaires externes, alors que les avoirs qu'elles gèrent demeurent au bilan de la banque centrale. La Banque de Corée, par exemple, conserve, en cas d'urgence, la possibilité de liquider les actifs confiés : ceux-ci demeurent donc des réserves de change pour la banque centrale tout en étant gérés par le Fonds d'investissement coréen (KIC).

¹ Le Fonds d'investissement coréen (Korea Investment Corporation-KIC) a débuté ses activités le 1^{er} juillet 2005.

Cependant, dans le cas du Fonds d'investissement de l'Etat de Singapour, une partie des fonds proviennent des excédents budgétaires cumulés et des cotisations salariales au Fonds de prévoyance de Singapour (Singapore Central Provident Fund – CPF), le régime de retraite national : ces fonds ne correspondent alors pas uniquement à des réserves de change à la disposition de la banque centrale. Les relations existant entre ces actifs en devises gérés par des institutions publiques extérieures à la banque centrale et la politique de change menée par la banque centrale varient en fait dans chaque cas particulier et ne sont pas toujours totalement transparentes.

Globalement, le principal objectif de ces institutions consiste à accroître le revenu à long terme des actifs en devises afin de préserver la valeur de ces actifs pour les générations futures (d'où les termes de « fonds des générations futures ou fonds patrimoniaux » qui les désignent parfois). Ces institutions peuvent également avoir d'autres objectifs comme confronter ou promouvoir le développement de la place financière nationale. Ces autres objectifs tendent cependant à obscurcir la distinction entre la politique monétaire et de change menée par la banque centrale et les politiques macroéconomiques ou macrofinancières du gouvernement, avec des conséquences qui restent à mieux appréhender. Quoi qu'il en soit, sous l'influence de ces évolutions, le type de gestion des réserves de change pratiqué par certaines banques centrales (ou par les entités indépendantes précédemment mentionnées) commence à ressembler, dans une certaine mesure, à celui des sociétés privées de gestion d'actifs.

Toutefois, ce processus se déroule relativement lentement pour l'instant, dans la mesure où la diversification au détriment des instruments de réserve classiques se heurte à certaines limites.

En effet, en matière de réserve de change, la priorité de la banque centrale reste de disposer de tous les moyens nécessaires à sa politique de change et elle doit veiller à ne pas faire naître de conflits d'objectifs (qui sont susceptibles d'apparaître si la maximisation des profits devient prioritaire). De plus, l'élargissement des placements vers de nouvelles catégories d'actifs comporte des risques supplémentaires de marché, de crédit et de communication. Les avancées en matière de diversification doivent ainsi être communiquées aux marchés avec transparence, mais aussi avec prudence, afin d'éviter les réactions négatives, et une volatilité accrue de certains marchés.

1-2) La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés :

On examinera d'abord l'évolution de la composition des réserves de change en terme de devises et d'instruments dans les pays où elles ont beaucoup augmenté ces dernières années. On comparera, ensuite, les caractéristiques respectives des marchés obligataires américains et européens (notamment en termes de taille, de profondeur et de liquidité) susceptibles d'influencer les politiques de diversification des détenteurs de réserves de change. Enfin, on cherchera à mettre en lumière certaines caractéristiques spécifiques de la gestion des réserves qui pourraient avoir une incidence sur les dynamiques de marché.

1-2-1) Evolution de la composition des réserves de change :

Compte tenu de l'accumulation significative de réserves de change ces dernières années, on observe chez les gestionnaires de réserves une tendance à la diversification de leurs portefeuilles. Celle-ci revêt deux dimensions, l'une en terme de devises et l'autre en terme de catégories d'actifs.

1-2-1-1) Diversification de la composition en devises :

Plusieurs principes sous-tendent cette diversification.

- La composition en devises des réserves de change d'un pays résulte en général du régime de change que celui-ci a adopté ; s'il ne s'agit pas d'un flottement libre, le choix de la monnaie ou du panier de monnaies d'ancrage est un élément crucial.
- De façon spécifique, de nombreuses monnaies asiatiques sont rattachées au sein d'une zone dollar de facto en Asie. Compte tenu des relations commerciales étroites dans la région, le poids du dollar dans la politique de change des pays asiatiques est alors plus élevé que le simple poids des Etats-Unis.
- Les réserves officielles, notamment dans les pays en développement ayant un accès limité aux marchés internationaux de capitaux, sont aussi considérées comme un volant de sécurité pour le règlement des importations et le service de la dette

extérieure en devises étrangères. Par conséquent, la composition en devises des réserves est souvent liée à la structure des flux commerciaux et financiers.

- En outre, la gestion du rapport risque-rendement, à travers la recherche d'une allocation optimale d'actifs, semble prendre une importance croissante.

La combinaison de ces différents principes peut cependant être délicate¹. Au final, selon Eichengreen (1998 et 2005), la taille, la profondeur et la stabilité des marchés de capitaux, ainsi que le volume des opérations internationales traitées, ont toujours joué un rôle décisif dans le choix des monnaies de réserve. A cet égard, la monnaie de réserve internationale dominante possède un avantage en terme d'externalités. En outre, les banques centrales essayent, en général, d'éviter de modifier brusquement la composition de leurs réserves de change, dans la mesure où cette démarche pourrait être source de perturbations sur les marchés.

Ainsi, les évolutions de la composition en devises des réserves de change sont le plus souvent très progressives.

L'analyse de ces évolutions est cependant compliquée par le fait que les informations disponibles sont généralement limitées et que, lorsqu'elles font l'objet d'une publication, ce n'est qu'avec un décalage important.

Les données du FMI sont, à cet égard, les statistiques à caractère public pertinentes et elles font bien état d'une modification progressive de la composition en devises des réserves de change. La part des avoirs en dollars au niveau mondial a atteint un point haut en 1999 avec 71%. Elle a ensuite diminué pour revenir à 65,9% fin 2004.

Selon le FMI, au troisième trimestre 2009, les réserves de change détenues à travers le monde représentaient la bagatelle de 7.500 milliards de dollars (contre 2.000 milliards en 2001), et 61,61 % de ces réserves étaient libellées en dollars américains, contre 27,75 % en euros.

¹ Les banques centrales tiennent également compte du « principe de neutralité du marché », tel que prescrit par le FMI, dans la mesure où il est compatible avec leurs autres objectifs.

Ces informations ne sont toutefois calculées que pour le groupe de pays qui déclarent auprès du FMI la composition en devises de leurs réserves, qui ne représentent environ que 70% des avoirs de réserve au niveau mondial.

L'utilisation croissante de l'euro dans les réserves de change internationales a été encouragée par le bon fonctionnement de la zone euro et par les mouvements périodiques d'appréciation de l'euro, ainsi que par l'avantage de la diversification en terme d'arbitrage rendement/risque. Selon une récente enquête sur les tendances en matière de gestion des réserves, 70% des banques centrales interrogées font ainsi état d'une augmentation de leur exposition au risque euro.

Sur la moitié de l'échantillon ayant fait part d'une réduction de son exposition au risque dollar, 93% ont déclaré que leur exposition au risque euro avait augmenté. Certes, l'échantillon ayant répondu était principalement constitué de « petits » pays (en terme de réserves de change). Cependant, d'autres données, fournies par quelques banques centrales dont la répartition en devises des réserves fait l'objet d'une publication, ainsi que certains éléments d'information informelle, permettent de préciser ces évolutions. Logiquement, la part de l'euro est à des niveaux assez élevés dans les réserves de change des pays voisins de l'Union européenne (UE), mais reste plus faible en Asie.

Au total, les divers éléments d'information disponibles montrent que, malgré la diversification récente, les stocks des dix principaux pays détenteurs de réserves restent majoritairement constitués d'actifs financiers libellés en dollars. Dans l'ensemble, la concentration des avoirs de réserve en dollars demeure frappante, particulièrement si l'on tient compte du fait que ces pays sont tout à fait conscients des avantages que présente la diversification en terme de réduction des risques financiers. Cette situation résulte toujours, en premier lieu, de leur régime de change, qui se caractérise par un rattachement de fait au dollar, et de la structure de leur commerce extérieur, dominée par les relations avec les Etats-Unis et la zone dollar.

1-2-1-2) Diversification des instruments d'investissement utilisés :

Ces dernières années, les instruments dans lesquels les banques centrales placent la majeure partie de leurs réserves de change ont également partiellement changé.

D'une part, la diminution de l'encours de valeurs du Trésor américain, à la fin des années quatre-vingt-dix et au début des années deux mille, a contraint, dans une certaine mesure, les gestionnaires de réserves à élargir l'éventail des catégories d'actifs susceptibles de composer leurs portefeuilles. De plus grandes compétences en matière de gestion des portefeuilles et la disponibilité d'outils de gestion des risques plus sophistiqués ont également contribué à promouvoir la diversification des avoirs de réserve au profit de nouvelles catégories d'instruments, compte tenu des avantages qu'ils représentent en terme d'amélioration du couple rendement / risque. Cependant, ces changements sont intervenus lentement et la plupart des activités de gestion des réserves de change semble encore conserver une spécificité par rapport aux activités de gestion des portefeuilles privés.

Dans le « rapport trimestriel » de la Banque de règlements internationaux (BRI) de mars 2003, il est mentionné que le choix des instruments par les gestionnaires de réserves a connu trois tendances successives.

Au milieu des années soixante-dix, afin d'accroître le rendement de leurs portefeuilles, ils ont commencé à diversifier leurs avoirs à court terme en délaissant les valeurs du Trésor américain au profit d'instruments monétaires privés ou d'instruments émis par la BRI, ce qui revenait à accepter un risque de signature plus important.

La deuxième tendance a commencé au début de la longue période haussière des années 80. Les gérants de réserves ont rallongé l'échéance de leurs avoirs de réserve, acceptant ainsi un risque de marché plus élevé. Outre le souhait d'une plus grande diversification, l'évolution du marché, caractérisée par une baisse des rendements dans les années quatre-vingt-dix, a contribué à cette incitation à accroître le rendement des portefeuilles par l'acquisition de valeurs du Trésor américain d'échéances plus longues.

Pour les réserves en dollars répertoriées, la part estimée du long terme est passée de 54% à 62%.

Tableau 13¹ : Réserves officielles en dollars EU : composition en 1989 et 2000 en %.

Réserves officielles en dollars EU : composition en 1989 et 2000						
En %						
	Fin 1989			Fin 2000		
	Court terme	Long terme	Total	Court terme	Long terme	Total
Titres du Trésor	19	45	64	15	44	58
Autres actifs	27	9	36	23	18	42
Dépôts aux Etats-Unis	3	.	3	3	.	3
Titres du marché monétaire aux EU	6	.	6	9	.	9
Dépôts hors Etats-Unis	18	.	18	11	1	12
Titres des agences	.	2	2	.	8	8
Obligations d'entreprises	.	0	0	.	1	1
Actions	.	7	7	.	8	8
Total	46	54	100	38	62	100
Pour mémoire : part des titres du Trésor EU, en % du segment	41	83	.	39	70	.
Réserves officielles en dollars EU répertoriées (en milliards de dollars EU)	.	.	403	.	.	1130

Au cours de la dernière phase, qui a débuté à la fin des années quatre-vingt-dix, les gérants de réserves ont décidé d'accroître leur rendement dans le long terme en prenant un plus grand risque de signature.

La part des valeurs du Trésor dans les actifs à long terme répertoriés est revenue de 83% à 70% entre 1989 et 2000. Comme pour le court terme, la baisse a été plus nette après 1997, ce qui dénote l'acceptation récente de ce plus grand risque. Les avoirs en obligations émises par les agences paragouvernementales comme Fannie Mae et Freddie Mac ont pratiquement triplé, passant de 2-3% à 8%. Les obligations d'entreprises ont également enregistré une forte

¹ « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », Rapport trimestriel BRI, 2003.

hausse, sans toutefois dépasser 1% environ du total en mars 2000. Ainsi, la désaffectation à l'égard des valeurs du Trésor, auparavant très visible dans le compartiment court, a progressivement gagné le segment long.

De manière plutôt surprenante, les actions sont restées la plus importante classe d'actifs à long terme dans les réserves répertoriées (en dehors des valeurs du Trésor EU).

En outre, pour des raisons de confidentialité, la diffusion des informations collectées est soumise à des restrictions, ce qui ne permet pas de déterminer avec certitude le montant précis de chaque type d'actifs détenus par les investisseurs étrangers, privés ou officiels. Par conséquent, la prudence doit guider nos conclusions.

Au total, cependant, malgré l'importance qualitative de la diversification menée par de nombreuses banques centrales, les analyses menées par McCauley et Fung (portant sur les placements effectués aux Etats-Unis, recensés par les Treasury International Capital (TIC), et sur les dépôts en dollars détenus par les banques non résidentes des Etats-Unis, tirés des statistiques bancaires internationales de BRI, indiquent qu'au cours des dernières années les banques centrales ne se sont détournées que de façon modérée des valeurs du Trésor américain. Des éléments récents, tendent certes à indiquer que les banques centrales sont déterminées à poursuivre la diversification de leurs portefeuilles au profit d'instruments au rendement plus élevé et d'obligations titrisées. Cependant, la majorité de leurs actifs continuent d'être concentrés sur des instruments classiques tels que les dépôts bancaires, les instruments de la BRI et les valeurs du Trésor américain.

1-2-2) Influence des différences entre marchés obligataires américains et européens :

La taille, la profondeur et la liquidité des marchés font partie des paramètres les plus importants pris en compte dans la politique d'allocation d'actifs de tout investisseur, particulièrement pour des portefeuilles de grande taille. C'est donc évidemment le cas pour les politiques d'investissement des réserves de change.

D'après le « Rapport sur la stabilité financière dans le monde » (Global Financial Stability Review) publié par le FMI en juin 2005, le marché obligataire américain représente un encours d'environ 20 500 milliards de dollars, contre 13 500 milliards pour celui de la

zone euro. La dette publique s'élève à 5 000 milliards de dollars aux Etats-Unis, contre 5 500 milliards dans la zone euro (avec, toutefois, une certaine fragmentation, le marché italien de la dette publique représentant environ 1 500 milliards de dollars, ceux de la France et de l'Allemagne près de 1 000 milliards chacun et celui de l'Espagne environ 500 milliards, selon le « Rapport trimestriel » de la BRI de mars 2005). Les titres de dette privés (titres de dette émis par les entreprises, titres adossés à des actifs, etc.) représentent 15 500 milliards de dollars aux Etats-Unis, contre 8 000 milliards dans la zone euro.

Il faut aussi noter que le marché secondaire européen demeure plus étroit que son équivalent américain. Les personnes interrogées dans le cadre d'une étude réalisée par BearingPoint¹ ont ainsi estimé que le volume moyen d'activité quotidienne sur le marché secondaire des titres à revenu fixe dans la zone euro s'établissait entre 60 milliards et 65 milliards d'euros.

Plus de 70% de ce volume (environ 44 à 50 milliards d'euros) concernent le marché des obligations d'Etat allemandes, italiennes et françaises. Ces montants représentent seulement un quart du volume moyen d'activité quotidienne estimé par la Banque fédérale de réserve de New York pour les Etats-Unis (environ 250 milliards de dollars). Le marché des titres des seules agences fédérales américaines est quasiment équivalent, en termes de volume d'activité quotidienne (45 milliards de dollars environ), au marché européen des obligations d'Etat.

En raison de ces différences de taille, de profondeur et de liquidité entre les marchés, les investisseurs disposant d'importantes liquidités à placer ont donc une certaine propension à privilégier le marché obligataire américain par rapport à celui de la zone euro. Les différences, que l'on vient d'évoquer, tendent en fait souvent à attirer certains investisseurs d'abord vers le marché obligataire américain avant qu'ils se diversifient sur les marchés de la zone euro. La zone euro voit en effet son importance et son attractivité croître, mais c'est un processus lent (l'enquête sur les banques centrales réalisée à l'automne 2004 par Pringle et Carver). Plus de la moitié des participants à l'enquête ont en effet déclaré que les marchés de la zone euro sont à présent aussi attractifs pour les placements que ceux des Etats-Unis. Ceci montre qu'il ne faut pas accorder une importance excessive à certaines imperfections du

¹ Cf. BearingPoint, *The electronic bond market 2005*, Study Documentation, Francfort, 2005.

marché obligataire de la zone euro et que les améliorations en cours en augmentent progressivement l'attractivité.

L'utilisation croissante des produits dérivés, par exemple les contrats à terme ou les swaps de taux d'intérêt, diminue également l'importance du degré de liquidité des instruments de placement, le recours à ces produits dérivés permettant de dissocier les prises de position de la gestion de la liquidité. Or, la profondeur et la liquidité des marchés de produits dérivés sont généralement très satisfaisantes, aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro.

Par conséquent, les différences en terme de taille et de structure entre les marchés américains et ceux de la zone euro ne doivent pas être surestimées dans l'explication de l'allocation d'actifs sur les portefeuilles de réserves de change.

1-2-3) Incidences sur les dynamiques de marché :

Cette étude indique que, dans l'ensemble, la gestion des portefeuilles de réserves de change semble toujours soumise à des contraintes plus fortes que celles s'appliquant aux portefeuilles privés. Les décisions d'investissement concernant les réserves de change paraissent également moins sensibles aux variations de prix des actifs financiers que celles prises par les gestionnaires de portefeuilles privés. Les différences en matière de gestion entre les deux catégories de portefeuille peuvent expliquer leurs différences d'impact sur le marché. Les canaux par lesquels les investissements de réserves de change influencent les marchés sont multiples. Cela rend difficile les tentatives de quantification (dont les résultats sont parfois contradictoires). Cependant, sous un angle qualitatif et de façon non exhaustive, on peut mentionner les canaux suivants :

- Compte tenu de la conjonction d'opérations d'investissements d'une ampleur particulière, de leur concentration sur le marché des valeurs du Trésor américain et de leur relative insensibilité aux variations de taux, les opérations relatives à la gestion des réserves de change ont pu avoir une incidence spécifique sur les marchés obligataires et entraîner une baisse des taux d'intérêt à moyen et long termes aux Etats-Unis. Certains fonds privés peuvent certes gérer les portefeuilles de taille comparable à celle des différents portefeuilles de réserves de change, mais cela est rare. En outre, ces portefeuilles privés sont beaucoup plus diversifiés avec, en

général, une subdivision en plusieurs portefeuilles investis sur des types d'actifs distincts, ce qui entraîne un impact plus faible de leurs opérations sur les marchés. Ainsi, l'incidence sur les marchés des opérations liées aux réserves de change reste probablement nettement plus marquée que celle des portefeuilles privés. En cas de modification de l'accumulation de réserves de change, ou de la façon dont ces réserves sont placées, il ne peut donc être exclu que cela contribue à des corrections sur les prix de certains types d'actifs.

- Le comportement habituel des banques d'investissement, en réaction aux actions des banques centrales elles-mêmes, peut aussi contribuer à un impact sur les dynamiques de marché. Premièrement, si l'on retient que les flux financiers peuvent parfois avoir une incidence plus forte que les fondamentaux économiques, en théorie comme en pratique, on peut penser que les teneurs de marché cherchent à tirer profit de leurs informations sur les achats assez systématiques de valeurs du Trésor américain par certaines banques centrales. Deuxièmement, les opérateurs de marché ont souvent le sentiment que la stratégie des banques centrales en matière de gestion des réserves de change contient des informations spécifiques (notamment dans les cas où la gestion des réserves de change manque de transparence). Leurs réactions peuvent alors déclencher des variations particulières des prix de marché ou amplifier leur volatilité.

Cependant, toute incidence sur le marché dépend largement du contexte dans lequel les opérations concernées se déroulent. Or, ces dernières années, les achats massifs de valeurs du Trésor américain par les banques centrales ont coïncidé avec une demande croissante des fonds de pension et des sociétés d'assurance-vie. En outre, aux Etats-Unis, tant l'orientation de la politique monétaire que celle de la politique budgétaire ont fortement fluctué et ont sensiblement influencé les marchés pendant cette période (avec, notamment, la diminution de l'offre de valeurs du Trésor américain, compte tenu des excédents budgétaires enregistrés à la fin des années quatre-vingt-dix et les craintes de déflation en 2002-2003). Par conséquent, il est difficile de dissocier clairement tous les facteurs qui ont contribué à l'évolution des taux d'intérêt à long terme et à leur bas niveau actuel.

1-2-4) Risques inhérents à la gestion des réserves :**1-2-4-1) Risques liés aux marchés extérieurs :**

a) Risque de liquidité : le dépôt de réserves auprès d'institutions financières étrangères pour gager des prêts à des entités nationales ou à des filiales étrangères de l'organisme de gestion des réserves illiquides jusqu'au remboursement intégral des prêts. Les risques de liquidité découlent aussi de prêts directs sur réserves à ces institutions lorsque les chocs économiques internes empêchent les emprunteurs d'honorer leurs obligations financières et réduisent la liquidité des actifs de réserve.

b) Risque de crédit : le placement de réserves en titres à haut rendement sans tenir dûment compte du risque de crédit lié à l'émetteur des titres en question a aussi entraîné des pertes. Le prêt de réserves aux établissements bancaires locaux et aux filiales de l'organisme de gestion des réserves basées à l'étranger a aussi exposé les organismes de gestion des réserves au risque de crédit.

c) Risque de conversion : certains éléments du risque de conversion peuvent être inévitables dans le cadre des portefeuilles d'actifs de réserve. Il y a toutefois eu des cas où d'importantes positions ont été prises sur devises en anticipation d'une évolution favorable des principaux taux croisés et se sont soldés par de lourdes pertes en raison de l'évolution négative des taux de change.

d) Risque de taux d'intérêt : les actifs de réserve ont aussi accusé des pertes lorsque la hausse des rendements du marché a eu pour effet de ramener la valeur des titres négociables en dessous de leur coût d'achat. Des pertes ont aussi été provoquées par la mauvaise utilisation de dérivés financiers, notamment en cas de prise de larges positions ouvertes soumises par la suite à des variations négatives brutales et de grande ampleur des rendements. Dans certains cas, les responsables de la gestion des réserves ont peut être mal appréhendé toutes les caractéristiques et risques inhérents aux instruments qu'ils utilisaient et n'avaient probablement pas non plus les compétences techniques requises pour gérer ces risques.

1-2-4-2) Risques opérationnels :

a) Risque de défaillance du système de contrôle : il y a eu des cas d'escroquerie caractérisée, de blanchiment d'argent et de vol des actifs de réserve rendus possibles par des lacunes ou par l'absence des procédures de contrôle, par le manque de compétence, une mauvaise répartition des tâches et une connivence entre des agents de l'organisme de gestion des réserves.

b) Risque d'erreur financière : un chiffrage erroné des actifs extérieurs nets a exposé des organismes de gestion des réserves à des risques de change importants et imprévus, provoquant de lourdes pertes lorsque les variations de taux de change se révélaient négatives. Ceci s'est aussi produit lorsque le risque n'a été calculé que par rapport aux monnaies dont se composaient les réserves placées directement sous le contrôle de l'organisme de gestion, excluant les autres monnaies de libellé des actifs et passifs figurant au bilan ou hors du bilan de l'organisme en question.

c) Risque d'erreur de comptabilisation : dans le chiffrage et la communication des données afférents aux réserves officielles de change, certaines autorités ont inclus par erreur des fonds qui avaient été prêtés à des banques locales ou à des filiales de ces établissements à l'étranger. De même, des dépôts de l'organisme de gestion des réserves auprès de ses filiales à l'étranger ont été comptabilisés à tort comme actifs de réserves.

d) Perte de revenu potentiel : le fait de ne pas réinvestir à temps les fonds accumulés sur des comptes de compensation (nostro) auprès de banques étrangères a entraîné la perte de montants considérables de revenu potentiel. Ce problème est dû aux insuffisances des procédures de suivi et de gestion des règlements et autres flux de trésorerie, ainsi que le rapprochement des états financiers des contreparties avec les comptes internes.

Nous avons vu que les réserves officielles de change sont traditionnellement regroupées dans un portefeuille de devises, conservées par la Banque Centrale dans le but de pouvoir intervenir, à tout moment, sur les marchés de change.

Comme les portefeuilles d'actifs de réserves tendent à être exempts de risques, cela conduit à privilégier la liquidité et la sécurité par rapport au rendement.

Ceci suppose bien évidemment un arbitrage entre risques et rendement dans la détermination des priorités de la gestion des réserves.

Le régime de change et le degré de libéralisation des changes et des mouvements de capitaux relèvent une importance particulière dans la détermination des stratégies de gestion des réserves.

On peut conclure aussi que, si des changements sont intervenus en matière de gestion des réserves de change, pour l'instant, ils ne semblent pas aussi importants que l'ampleur de l'accumulation de ces réserves elle-même. Et que, en raison des différences de taille, de profondeur et de liquidité entre les marchés, les investisseurs disposant d'importantes liquidités à placer privilégient le marché obligataire américain par rapport à celui de la zone euro.

Section 2 : Evolution et gestion des réserves de change algériennes

Les réserves de change de l'Algérie ont profité de l'envolée des prix des hydrocarbures et des excédents commerciaux qu'elle a générés. Les réserves, tout juste égales à 11,90 milliards de dollars en 2000 (et inférieures à 5 milliards de dollars en 1999) ont atteint 110,18 milliards de dollars à fin 2007. Elles s'accroissent en effet à un rythme de 3 à 4 milliards de dollars par mois¹. Elles auront donc été multipliées par 20 entre 1999 et 2007 soit en l'espace de moins de dix ans.

La Banque d'Algérie cherche, maintenant, à optimiser la gestion de ces réserves en forte expansion.

Ainsi, dans cette section, nous allons voir d'abord, les impacts économiques de la hausse du cours du pétrole, ensuite, l'évolution des réserves de change et enfin, la gestion et le placement de ces réserves de change.

¹ Flore DUCHMANN, mission économique, « Evolution du taux d'inflation en Algérie », Alger, 2006, P5.

2-1) Impact économique de la hausse du cours du pétrole

Comme tous les pays pétroliers et gaziers, l'impact de la hausse du cours du pétrole le plus évident pour l'Algérie est une aisance financière inégalée due non à une bonne gouvernance interne mais à des facteurs exogènes, ayant cinq conséquences essentielles¹ :

➤ Premièrement, l'accroissement des réserves de change qui ont progressé fortement passant d'environ 4 milliards de dollars en 1999 à 56,18 en 2005, 77,78 milliards de dollars à fin décembre 2006 et plus de 110 milliards fin janvier 2008, dues au cours du Brent qui est passé de 17,91 en 1999, 29,03 en 2003, 54,64 en 2005, 64,4 fin 2006 et une moyenne de 75 dollars fin 2007 à la fois pour des raisons économiques dont la croissance des pays émergents comme la Chine et l'Inde, la dépréciation du dollar monnaie de référence qui varie proportionnellement au cours de l'euro, la spéculation boursière et les tensions géo-politiques notamment au Nigeria, en Iran et la stratégie du géant russe Gazprom.

➤ Deuxième conséquence est que cette aisance financière a permis les remboursements par anticipation de la dette extérieure. Car en 20ans (1986/2006), l'Algérie a payé 117,9 milliards de dollars dont près de 84 milliards de dollars de remboursement du principal et 34 milliards de dollars pour les intérêts.

L'encours de la dette extérieure à moyen et long terme a reculé à 3,9 milliards de dollars à fin juin 2009, contre 4,3 milliards de dollars à fin 2008.

Selon l'APS qui cite le bulletin de la Banque d'Algérie, la dette extérieure s'est établie à 5,573 milliards de dollars à la fin 2007. Une dette constituée de 74,05% pour les crédits bilatéraux, 7,54% pour les crédits financiers, 4,06% pour les crédits multilatéraux, 1,79% pour les émissions obligataires, 0,29% pour les crédits commerciaux non assurés et 12,3% pour la dette à court terme. En termes de structure, la dette extérieure est constituée de 4,889 milliards de dollars de dette à moyen et long termes (87,7%) et de 684 millions de dollars de dette à court terme (12,3%). La dette à long terme se compose de 4,12 milliards de dollars de crédits bilatéraux (crédits gouvernementaux directs et crédits acheteurs et fournisseurs assurés), 420 millions de dollars de crédits financiers, 226 millions de dollars pour les crédits

¹ Docteur Abderrahmane MEBTOUL, Expert international, « Analyse : La chute du dollar rogne nos réserves de change », 20 mars 2008. Voir le site Internet : <http://www.lemaghreb.dz.com/lire.php?id=9209>

multilatéraux, 16 millions de dollars de crédits commerciaux non assurés et 100 millions de dollars d'émissions obligataires.

➤ Troisième conséquence : la réduction de la dette publique intérieure qui est passée de 1780 milliards de dinars fin 2006 à 1050 fin 2008 soit 15% du PIB contre 32,6% fin 1999. La dette interne algérienne fin 2006 était composée de la dette courante (bons du Trésor sur le marché et sur formule), évaluée à 403 milliards de dinars, et des dettes dites d'assainissement, estimées à 1376 milliards de dinars.

Face à cette aisance financière, dans la foulée, l'assainissement des entreprises publiques qui a déjà coûté au Trésor plus de 40 milliards de dollars entre 1991 et 2007 continue.

Cependant, le problème majeur posé est le suivant : en ne s'attaquant pas à l'essence du mal qui ronge le corps social, qui est un blocage systémique, tant des entreprises publiques que de la mauvaise gestion de l'administration et des services collectifs, renvoyant à la refonte de l'Etat gestionnaire devant passer à l'Etat régulateur en économie de marché, ne risque t-on pas à terme de voir de nouveau croître cette dette publique ?

➤ Quatrième conséquence : l'importance de l'excédent commercial et ce malgré que plus de 60% de nos importations se font en euros et plus de 98% de nos exportations en dollars. Dans ce cadre, il est utile de signaler qu'un baril de 90 dollars et des réserves de change de 110 milliards de dollars équivalent en terme de parité de pouvoir d'achat euros en mois de mars 2008 à moins de 50 et 55 milliards d'euros.

➤ Cinquième conséquence : l'accroissement en valeur monétaire du produit intérieur brut, en 2007 évaluée à 9374 milliards dont 4140 pour les hydrocarbures donc plus de 40% à prix courant soit 135 milliards de dollars et ce contre un PIB de 105 milliards de dollars en 2005, 84 en 2004, 68 en 2003.

2-2) Evolution des réserves de change :

Tableau 14 : Evolution du prix du pétrole de 1992 à 2007

Prix Baril pétrole (\$ US)

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
20,05	17,80	16,30	17,60	21,70	19,49	12,94	17,91

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
28,50	24,85	25,24	28,90	38,66	54,64	65,85	74,77

Source : Tableau constitué à partir des données de la Banque d'Algérie.

Tableau 15 : Evolution des réserves brutes de 1992 à 2009

Réserves brutes (or non compris) en : milliards de dollars / mois d'importation de biens et services.

1992	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1,50 M\$	1,50	2,60	2,10	4,20	8,05	6,84	4,40	11,90
1,79mois	1,88	2,82	2,08	4,48	9,39	7,56	4,58	12, 19

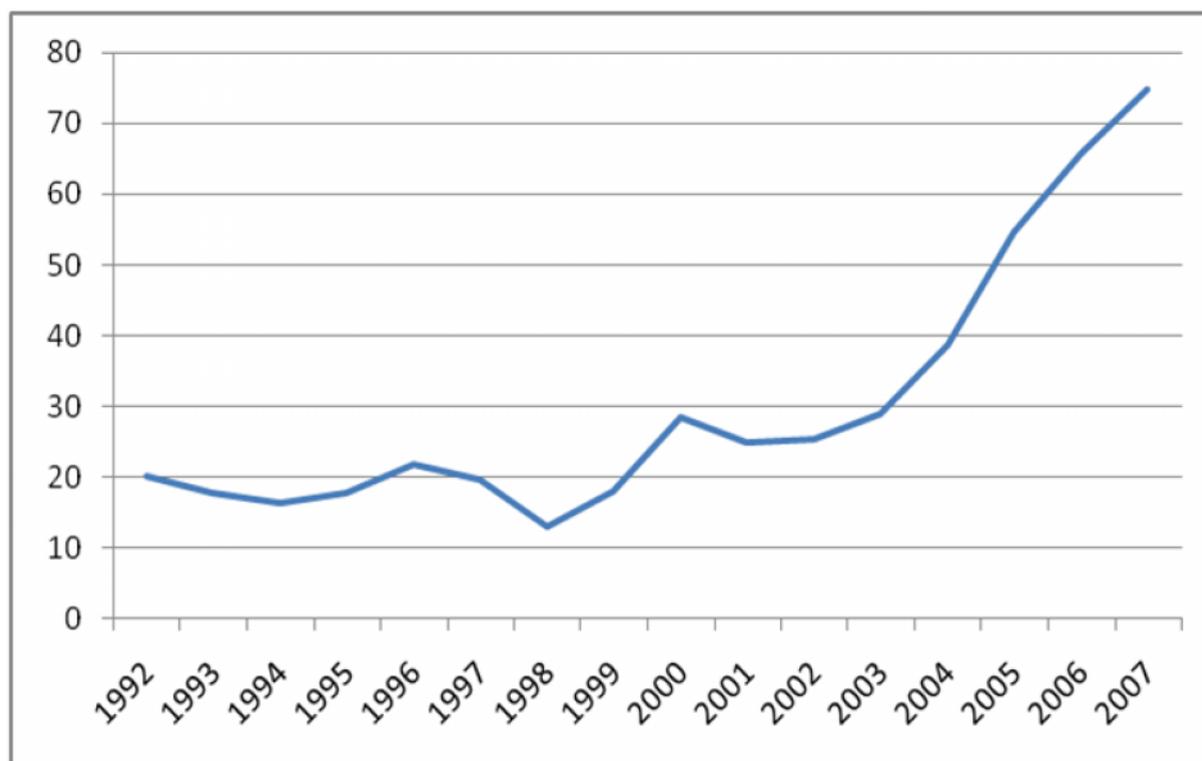
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
17,96	23,11	32,94	43,11	56,18	77,78	110,18	143, 102	148, 95
18,08	19,14	24,24	23,72	27,87	36,66	39,73	35	36

Source : Tableau constitué à partir des données de la Banque d'Algérie.

Représentation graphique de ces tableaux :

Graphique 3: Evolution du prix du pétrole de 1992 à 2007

Prix du pétrole (\$ US)

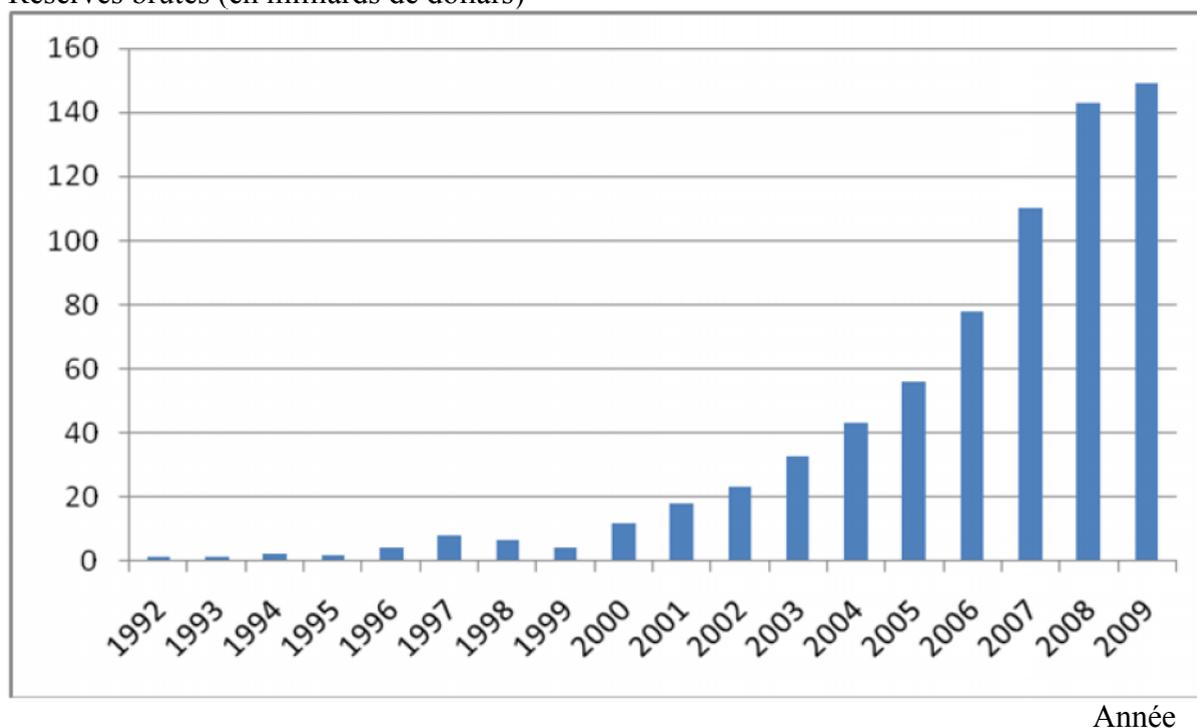


Année

Source : Graphique constitué à partir des données du tableau 14.

Graphique 4: Evolution des réserves brutes depuis 1992

Réserves brutes (en milliards de dollars)



Source : Graphique constitué à partir du tableau 15.

Après le retour à la stabilité macro financière en 2000, suite au choc externe de 1998/1999, l'évolution macro-économique au cours des années 2001 et 2002 s'est caractérisée par la consolidation de la stabilité macro-financière.

Les performances financières se sont améliorées en 2003, année qui s'est caractérisée de plus par une solidité marquée de la position financière extérieure conjuguée à un fort taux (6,8%) de croissance économique et une inflation maîtrisée (2,6%).

L'évolution au cours de l'année 2003 des principaux indicateurs de la position financière extérieure témoigne de la bonne viabilité de la balance des paiements et de la solidité de la position des réserves de change atteinte en 2003.¹

Les prix du pétrole ont enregistré une augmentation au premier semestre (28,9 dollars/baril) de 2003 pour se stabiliser au second semestre de la même année à ce niveau de performance. Pour l'année, le prix moyen (28,9 dollars/baril) atteint est bien au dessus de la moyenne (25,24 dollars/baril) enregistrée en 2002.

¹ www.bank-of-algeria.dz, Note d'information, position financière extérieure et situation monétaire en 2003.

Le montant des exportations d'hydrocarbures est évalué à 11,98 milliards de dollars au second semestre de l'année 2003, soit le montant réalisé au premier semestre de la même année, totalisant environ 23,95 milliards de dollars pour toute l'année. Ces performances dépassent significativement les réalisations semestrielles (8,2 et 9,9 milliards de dollars) et annuelle (18,1 milliards de dollars) de l'année 2002. Il importe de rappeler que pour l'année 1999, les exportations d'hydrocarbures n'avaient totalisé que 11,9 milliards de dollars.

Les importations Fob ont enregistré en 2003 une poursuite de la tendance haussière qui a commencé au cours de l'année 2002. Ainsi, le niveau des importations est évalué à 13,3 milliards de dollars pour 2003, dont environ 7 milliards de dollars au second semestre, contre 12 milliards de dollars en 2002.

Cette augmentation s'explique, principalement, par l'accroissement des importations des biens d'équipement corrélative à l'augmentation du taux de croissance et à l'amélioration du taux d'investissement dans l'économie nationale. Ce montant des importations comporte également un effet de valorisation due à la forte appréciation (20%) de l'euro par rapport au dollar.

Le compte courant de la balance des paiements a enregistré une performance particulière au premier semestre de l'année 2003 avec un excédent de 4,8 milliards de dollars, légèrement supérieur à celui de l'année 2002. Avec un excédent moindre au second semestre 2003, le surplus annuel a été de près de 8 milliards de dollars. Ce qui représente environ 12 % du produit intérieur brut en 2003 contre seulement 7,8 % en 2002.

Corrélativement à l'augmentation du surplus du compte courant de la balance des paiements, le déficit du compte capital s'est stabilisé en 2003 par rapport au niveau (700 millions de dollars) de l'année 2002, après l'amenuisement enregistré durant les années 2000 – 2001. D'où la nécessité de la poursuite de l'objectif d'un équilibre du compte capital de la balance des paiements.

Au total, l'excédent de la balance globale des paiements extérieurs est estimé à environ 7 milliards de dollars pour l'année 2003, dont 3 milliards de dollars au titre du second semestre,

soit près du double de l'excédent global de l'année 2002 qui avait atteint 3,6 milliards de dollars.

La consolidation renforcée de la balance des paiements extérieurs est bien reflétée par l'accumulation accrue des réserves officielles de change qui ont atteint 32,94 milliards de dollars à fin décembre 2003, après un passage de 23,11 milliards de dollars à fin décembre 2002 à 28,49 milliards de dollars à fin juin 2003. Leur niveau avait atteint 11,90 milliards de dollars à fin décembre 2000, l'année qui a en fait constitué le début de la reconstitution des réserves officielles de change après le "choc" externe de 1998-1999. A la fin de la période de rééchelonnement, c'est à dire l'année 1998, les réserves officielles de change n'étaient que de 6,84 milliards de dollars à fin décembre.

Les fondamentaux pour l'équilibre du marché interbancaire des changes sont demeurés bons en 2003, malgré les mouvements forts sur les marchés de change internationaux et en particulier le renchérissement fort de l'euro par rapport au dollar E.U et aux autres devises. C'est dans ce contexte que la Banque d'Algérie a poursuivi une politique de stabilisation du taux de change effectif réel du dinar, en cohérence avec la conduite prudente de la politique monétaire.

C'est ainsi que l'effet négatif de l'appréciation de l'euro, à partir de Mai 2003, sur l'économie nationale est resté limité, grâce à la gestion des réserves de change menée par la Banque d'Algérie qui a intégré ce retournement des marchés de change internationaux en terme de parité euro/dollar.

L'année 2007 se caractérise, sous l'angle de la position extérieure, par une forte amélioration du solde global de la balance des paiements par rapport à l'année 2006 qui avait déjà enregistré des performances remarquables.

En effet, l'excédent global (19,70 milliards de dollars) des neuf premiers mois de 2007 a même dépassé le surplus de toute l'année 2006 (17,73 milliards de dollars), dans un contexte de forte croissance des importations des biens et services.

L'année 2007¹ se distingue, de plus, par un nouveau phénomène, à savoir que l'excédent global de la balance des paiements est proche du surplus courant extérieur qui est estimé à

¹ www.bank-of-algeria.dz, Note d'information, position financière extérieure et situation monétaire en 2007.

29,53 milliards de dollars. Comparativement aux excédents semestriels de l'année 2006, les soldes de la balance des paiements du premier et second semestre 2007 montrent des améliorations notables au niveau du compte courant qui se sont matérialisées par des excédents de balance globale pour 12,57 milliards de dollars et 16,52 milliards de dollars, respectivement, au premier et second semestre 2007.

La viabilité de la balance des paiements est renforcée par l'environnement externe favorable en terme d'évolution des prix des hydrocarbures. Le prix moyen est passé de 65,08 dollars le baril de pétrole brut au second semestre 2006 à 66,36 dollars au premier semestre 2007, pour atteindre un prix moyen de 83,40 dollars au second semestre 2007. Pour l'année 2007, le prix moyen de baril de pétrole brut s'élève à 74,77 dollars contre 65,85 dollars pour l'année 2006, correspondant à une augmentation de 13,54 %.

En conséquence, les exportations des hydrocarbures au second semestre 2007 sont évaluées à 32,30 milliards de dollars contre 26,23 milliards de dollars au second semestre 2006, soit un accroissement de 23,14 %, et 27 milliards de dollars au premier semestre 2007. Pour cette année, les exportations des hydrocarbures totalisent 59,30 milliards de dollars, alors qu'elles étaient de 53,61 milliards de dollars en 2006.

Les exportations de biens hors hydrocarbures demeurent faibles en 2007, soit à un niveau d'un milliard de dollars atteint l'année précédente. Au cours de ces deux années, le montant enregistré au second semestre est identique (0,60 milliard de dollars), alors que la performance du premier semestre 2007 est en deçà. L'effet des exportations des biens hors hydrocarbures sur la balance des paiements courants demeure très faible, d'autant plus que la nécessaire amélioration de la compétitivité externe est un défi pour l'Algérie. En terme de paiements courants extérieurs, il importe de souligner la forte augmentation des importations des biens dont le montant a atteint 26,25 milliards de dollars, après un passage graduel de 19,86 milliards de dollars en 2005 à 20,68 milliards de dollars en 2006. En rythme semestriel, un montant de 13,99 milliards de dollars au second semestre 2007 contre 10,49 milliards de dollars pour la même période de 2006 confirme le trend nettement haussier en la matière, soit un accroissement important de 33,36 %.

L'examen de la structure des importations montre que l'augmentation des importations au second semestre 2007 par rapport à la même période de 2006 concerne tous les groupes de

produits importés et plus particulièrement les demi-produits, les biens d'équipement industriels, les biens alimentaires et les biens de consommation. Le niveau élevé des importations enregistré en 2007, et leur répartition par groupe de produits, sont en phase avec l'augmentation significative du taux d'investissement dans l'économie nationale.

Tout comme au premier semestre 2007 (3,20 milliards de dollars), l'importation des services non facteurs continue d'augmenter au second semestre 2007, mais à un rythme plus élevé. Leur montant est de 3,66 milliards de dollars au second semestre 2007 contre 2,59 milliards de dollars au second semestre 2006. Ainsi, l'année 2007 se caractérise par une très forte augmentation (43,51 %) des importations de services non facteurs, après une stabilisation en 2006. L'augmentation concerne l'importation des services de bâtiment et travaux publics et des services de transport maritimes et aériens. Cette tendance haussière est liée, notamment, à l'exécution du budget d'équipement de l'Etat.

L'excédent de la balance courante réalisé au second semestre 2007 (16,28 milliards de dollars) émerge comme une bonne performance relativement aux résultats du second semestre 2006 (14,09 milliards de dollars) et du premier semestre 2007 (13,25 milliards de dollars).

La faiblesse des paiements au titre des intérêts sur la dette extérieure, soit 230 millions de dollars en 2007 contre 760 millions de dollars en 2006 et 1 milliard de dollars en 2005, est un élément bien favorable pour la balance courante des paiements extérieurs. Cet élément positif découle de la décision stratégique de réduction de la dette extérieure, qui a été largement mise en œuvre en 2006.

L'effet positif de la forte réduction de la dette extérieure en 2006 est également exprimé au niveau du compte capital de l'année 2007 où les remboursements en principal de la dette extérieure ne s'élèvent qu'à 1,48 milliard de dollars contre un " pic " de 12,87 milliards de dollars en 2006 et 4,46 milliards de dollars en 2005. Avec un faible déficit en 2007, le compte capital est marqué par une tendance à l'équilibre, en contexte d'amenuisement significatif des mobilisations de crédits extérieurs et de relative stabilisation du poste investissements directs nets.

Le très faible déficit du compte capital en 2007, voire la tendance à l'équilibre en la matière, se conjugue avec un niveau appréciable du surplus global de la balance des paiements inhérent à l'important excédent courant réalisé la même année. Avec un surplus global de la balance des paiements de 16,52 milliards de dollars au second semestre 2007, presque équivalent au surplus de toute l'année 2005, l'année 2007 se caractérise par une sur

performance (29,09 milliards de dollars) en la matière. En rythmes semestriels, une telle surperformance a été surtout réalisée aux second et quatrième trimestres, comme en témoigne le fort accroissement du niveau des réserves officielles de change au cours de ces deux trimestres.

L'encours des réserves officielles de change est passé à 90,960 milliards de dollars à fin juin 2007, contre 77,781 milliards de dollars à fin décembre 2006, et à 110,180 milliards de dollars à fin décembre 2007, correspondant à un accroissement annuel de 32,399 milliards de dollars. L'importante reconstitution des réserves officielles à partir de l'année 2000 et le niveau atteint à fin 2007 placent l'Algérie parmi les principaux pays détenteurs de réserves officielles de change, c'est-à-dire les réserves de change détenues et gérées par les banques centrales. En particulier et depuis fin 2002, l'Algérie dispose d'une position financière extérieure nette positive.

Par ailleurs, en terme d'engagements financiers extérieurs, l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme à fin 2007 (4,889 milliards de dollars) témoigne du succès de la stratégie de désendettement extérieur de l'Algérie conduite entre 2004 et 2006, à mesure que cette dette ne représente plus que 3,6 % du produit intérieur brut en 2007 contre 34,2 % en 2003 et 58,3 % en 1999. Son encours avait chuté en 2006, suite à l'ampleur des remboursements par anticipation, à 5,062 milliards de dollars contre 16,485 milliards de dollars à fin 2005.

Dans ce contexte de consolidation de la position financière extérieure nette, il est utile de souligner que le niveau de la dette extérieure à moyen et long terme à fin 2007 ne représente plus que 4,4 % des réserves officielles de change à fin 2007. Il s'agit là d'un important élément de sécurité financière pour l'économie nationale contre d'éventuels " chocs " externes, notamment ceux inhérents à des turbulences sur les marchés financiers internationaux.

L'année 2008 a été marquée par des performances financières historiques, en raison des recettes pétrolières records.

Après huit années de gestion macro-économique saine en Algérie, l'année 2008 s'est caractérisée par des performances financières historiques à en juger notamment par la solidité marquée de la position financière extérieure nette.

Ces performances financières ont pu être réalisées dans un contexte de grave crise financière internationale marqué, durant le dernier trimestre 2008, par une récession synchronisée au niveau des économies avancées et une propagation des effets négatifs de cette crise aux pays émergents et en développement.

La balance des paiements a encore enregistré des performances au second semestre de l'année 2008¹ avec un excédent du compte courant estimé à 14,14 milliards de dollars contre 21,04 milliards de dollars au premier semestre 2008 et ce, en contexte de forte baisse des prix mondiaux d'hydrocarbures au quatrième trimestre et de poursuite du trend haussier des importations des biens et services au second semestre. L'excédent du compte courant extérieur n'est plus estimé qu'à 2,34 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008, sous l'effet d'un prix du pétrole brut de seulement 56,590 dollars/baril en moyenne sur le quatrième trimestre contre 111,506 dollars/baril au premier semestre 2008 et 115,91 dollars/baril au troisième trimestre 2008.

Les exportations des hydrocarbures du second semestre 2008 sont évaluées à 35,49 milliards de dollars contre 32,67 milliards de dollars au second semestre 2007, alors qu'elles avaient atteint le montant de 41,70 milliards de dollars au premier semestre 2008. Pour l'année 2008, avec des prix moyens du baril de pétrole en hausse de 33 % par rapport à l'année 2007, les exportations d'hydrocarbures s'élèvent à 77,19 milliards de dollars, correspondant à une augmentation de 17,58 milliards de dollars (29,5 %) par rapport à l'année 2007 (59,61 milliards de dollars). L'effet prix est le principal déterminant de cette évolution, à mesure que le prix moyen du pétrole a reculé à 88,22 dollars/baril au second semestre 2008, après un passage de 74,77 dollars en 2007 à 111,51 dollars au premier semestre 2008. Si en 2007, le prix des hydrocarbures a eu une progression d'environ 26 % au second semestre 2007 par rapport au premier semestre, il importe de souligner que les cours du baril de pétrole brut ont fortement baissé à partir de juillet 2008, passant de 111,51 dollars le baril au premier semestre à 88,22 dollars au second semestre. Cela confirme la variabilité importante des prix du pétrole observée récemment.

Après un "pic" historique à plus de 145 dollars/baril au cours de la seconde semaine de juillet 2008, le prix du Brent a chuté au second semestre, ayant même atteint un point bas de

¹ www.bank-of-algeria.dz, Note d'information, Tendances monétaires et financières au second semestre 2008.

35 dollars vers la fin décembre 2008, vu la détérioration continue des perspectives économiques mondiales.

En effet, l'impact négatif du choc externe représenté par la forte baisse des prix des hydrocarbures au quatrième trimestre 2008, corrélative à l'entrée en récession des économies avancées, confirme la dépendance de l'économie nationale à l'égard des exportations d'hydrocarbures, car la chute des cours de ces produits pèse de facto sur sa capacité d'épargne. Les indicateurs en la matière du quatrième trimestre 2008 traduisent l'effet de la crise économique mondiale sur l'Algérie à travers la baisse des prix et de la demande des hydrocarbures, d'autant plus que les exportations d'hydrocarbures en volume du second semestre 2008 ont été inférieures à leur niveau du second semestre 2007 pour plus de 4 %.

Pendant que les comptes extérieurs restent fortement affectés par la volatilité des prix du pétrole, l'augmentation des exportations hors hydrocarbures en 2008 avec une performance moindre au second semestre, 0,57 milliard de dollars contre 0,87 milliard de dollars au premier semestre, représente une contribution encore très faible à la viabilité de la balance des paiements courants, surtout dans ce contexte de très forte augmentation des paiements au titre des importations des biens et services.

L'année 2008 a été marquée par une envolée des importations des biens et services, après la forte augmentation en la matière de l'année 2007. Les importations de biens, quant à eux, s'étaient accrues de 27,4 % en 2007, alors que l'année 2008 enregistra une très forte expansion (41,9 %). Ainsi, leur niveau a atteint 19,05 milliards de dollars au second semestre 2008 contre 18,34 milliards de dollars au premier semestre 2008, totalisant 37,39 milliards de dollars pour l'année, et 13,92 milliards de dollars au second semestre 2007, en contexte de résurgence de l'inflation mondiale au premier semestre 2008 et, en particulier, de l'envolée des prix des produits alimentaires. Aussi, il est utile de souligner que les prix des produits de base et des matières premières ont atteint au cours du premier semestre 2008 des niveaux historiquement élevés, en termes réels, des vingt dernières années.

Pour le second semestre 2008 et par rapport à la même période de l'année 2007, l'augmentation des importations est importante aussi bien pour les produits alimentaires (39,8 %) que pour les biens d'équipement industriels et agricoles (40,3 %) et les demi-produits (38,3 %). Si la forte augmentation de l'importation des produits alimentaires est due en grande

partie à l'envolée des prix de ces produits sur les marchés internationaux, celle des biens d'équipement et des demi-produits s'explique par la forte demande des agents économiques. L'augmentation du rythme de réalisation du programme d'investissements publics a alimenté ce processus qui est dommageable pour la balance des paiements à moyen terme, dans ce contexte de crise économique mondiale. Désormais, la demande d'importations doit aussi renseigner sur le potentiel de croissance hors hydrocarbures.

Un autre élément de vulnérabilité pour la balance des paiements est représenté par l'emballement, en 2008, des services non facteurs importés, après l'augmentation significative au titre de l'année 2007. Les services non facteurs importés sont passés de 4,784 milliards de dollars en 2006 à 6,930 milliards de dollars en 2007 et à 10,977 milliards de dollars en 2008. Ainsi, les services non facteurs importés se sont accrus de 58,4 % en 2008 par rapport à 2007.

Il importe de souligner que les acquis résultants de la stratégie de désendettement extérieur conduite entre 2004 et 2006 se sont matérialisés, dès le second semestre 2008, par un excédent du compte capital et opérations financières. C'est la première année où le compte capital et opérations financières réalise un solde positif qui contribue à la viabilité de la balance des paiements, sous l'effet d'une augmentation significative des investissements directs étrangers en 2008. La rubrique investissements directs étrangers (nets) est estimée à 2,34 milliards de dollars pour 2008, dont 1,24 milliard de dollars au second semestre 2008 contre 1,07 milliard de dollars au premier semestre 2008 et 1,37 milliards de dollars pour toute l'année 2007.

Ce phénomène nouveau d'excédent du compte capital et opérations financières représente une performance particulière qui permet à l'Algérie de faire face au "choc externe" de grande ampleur inhérent à la situation de très forte contraction des financements extérieurs pour les pays émergents et de durcissement de leurs conditions. C'est également un important élément de sauvegarde, vu la gravité de la crise financière internationale.

Au total, l'excédent global de la balance des paiements (37,03 milliards de dollars) est ancré sur la performance particulière du compte courant, mais également sur la situation nouvelle d'excédent du compte capital. L'excédent global enregistré au second semestre 2008 (17,35 milliards de dollars) se situe entre la performance du second semestre 2007 (16,98 milliards de dollars) et celle du premier semestre 2008 (19,68 milliards de dollars). Cette

performance historique conforte davantage la position financière extérieure de l'Algérie et alimente, en conséquence, les réserves officielles de change. L'encours des réserves officielles de change a atteint, ainsi, 143,102 milliards de dollars à fin décembre 2008. Il était passé de 77,781 milliards de dollars à fin 2006 à 110,180 milliards de dollars à fin 2007 et 133,235 milliards de dollars à fin juin 2008. Cependant, vu l'emballlement des importations des biens et services en 2008, le taux de couverture des importations de biens et services par les réserves officielles n'est plus que de près de 36 mois ; ce taux ayant enregistré un "pic" de près de 40 mois en 2007.

Sous l'angle de la consolidation de la position financière extérieure nette de l'Algérie, il est utile de noter que l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme a encore reculé en 2008 pour atteindre 4,282 milliards de dollars en fin de période contre 4,889 milliards de dollars à fin 2007, après la forte réduction de l'année 2006. Cet encours était passé de 21,41 milliards de dollars en 2004 à 16,485 milliards de dollars à fin 2005, pour ensuite chuter jusqu'à 5,062 milliards de dollars à fin 2006. Par ailleurs, le service de la dette à moyen et long terme hors remboursements par anticipation ne représente plus, en 2008, que 1,04 % des exportations des biens et services contre 2,26 % en 2007. Ainsi, les indicateurs de la dette extérieure sont à des niveaux bien soutenables sur le moyen terme, comparativement à la majorité des pays émergents, témoignant du succès de la politique de désendettement extérieur de l'Algérie.

Il importe de souligner que la mise en œuvre soutenue en 2004-2006 de la décision stratégique de réduction de la dette extérieure de l'Algérie, a permis un emploi économiquement efficient du surcroît de ressources. De plus, la grave crise financière internationale qui s'est d'abord manifestée par les turbulences sur les marchés financiers internationaux à partir de mi 2007 et qui s'est caractérisée en 2008 par une très forte contraction des financements extérieurs et un durcissement de leurs conditions montre bien que le désendettement extérieur représente un important élément de sauvegarde pour l'Algérie.

Vu la gravité de la crise financière internationale et l'entrée en récession des économies avancées au quatrième trimestre 2008, avec une propagation de leurs effets négatifs sur les économies émergentes et les économies en développement dès octobre 2008, le niveau important des réserves officielles de change et la stabilisation du taux de change effectif réel

du dinar constituent pour l'Algérie des instruments importants de protection face à ces chocs externes historiques.

Si l'Algérie n'est pas directement touché par le choc externe dit de "sudden stop", l'économie nationale est affectée par un autre type de choc externe inhérent à la récession synchronisée au niveau des pays industrialisés et à la grave crise économique mondiale. Après la chute des prix des hydrocarbures et la baisse des recettes d'exportation au quatrième trimestre de l'année 2008, le canal de transmission des effets de la crise économique mondiale à l'économie algérienne est représenté en 2009, principalement, par le niveau des prix des hydrocarbures et la baisse de la demande en la matière.

Les données de la balance des paiements montrent que les exportations des hydrocarbures sont évaluées à 19,52 milliards de dollars au premier semestre 2009¹, soit une forte contraction par rapport aux performances semestrielles des années 2008, 41,70 et 35,49 milliards de dollars, respectivement au premier et second, et 2007 (26,94 et 32,67 milliards de dollars, respectivement au premier et second).

Si le prix de pétrole a enregistré une tendance à la hausse entre janvier et juin 2009 de l'ordre de 57,94 % après la chute enregistrée au quatrième trimestre de l'année 2008 (56,59 dollars/baril contre 115,91 dollars/baril au troisième trimestre, en moyenne), le premier semestre de l'année 2009 se caractérise par une diminution significative des volumes exportés (-13,48 %), par rapport à la même période de l'année 2008, qui alimente l'effet du choc externe. En valeur, la contraction des exportations d'hydrocarbures est de 52,66 %. Le prix du pétrole brut, quant à lui, qui avait atteint un bas de 41,21 dollars/baril en moyenne en décembre 2008, a progressé au premier semestre 2009, atteignant 48,06 dollars/baril en mars et 68,2 dollars/baril en juin. En moyenne trimestrielle, il est passé de 45,35 dollars/baril au premier trimestre 2009 à 59,05 dollars/baril au second trimestre de la même année.

Sachant que les comptes extérieurs courants sont fortement affectés par la volatilité des prix du pétrole et la contraction des quantités exportées, nouvelle variable instrumentale, le recul des exportations hors hydrocarbures au premier semestre 2009 est significatif ; leur montant (0,36 milliard de dollars) ne représentant que 43,9 % de la performance du premier

¹ www.bank-of-algeria.dz, Note d'information, Tendances monétaires et financières au premier semestre de 2009.

semestre 2008 (0,82 milliard de dollars). Ce qui situe l'année 2009 dans une performance beaucoup moindre que celle de l'année 2008 (1,4 milliard de dollars) en terme de contribution des exportations hors hydrocarbures à la viabilité de la balance des paiements courants, dans le contexte de choc externe.

Selon les données de la balance des paiements, les importations de biens se stabilisent au premier semestre 2009, à 9,6 milliards de dollars en rythme trimestriel. Ce niveau trimestriel des importations est en phase avec le montant des importations au quatrième trimestre 2008 (9,5 milliards de dollars), mais en léger recul par rapport à leur niveau (10,2 milliards de dollars) du deuxième et du troisième trimestre 2008. La relative stabilisation du niveau des importations de biens au premier semestre 2009 (19,25 milliards de dollars contre 19,70 milliards de dollars au second semestre 2008) se conjugue avec une forte expansion du poste biens d'équipement industriels (34,07 %), en phase avec l'augmentation du rythme de réalisation du programme d'investissements publics de l'Etat ainsi que les investissements du secteur des hydrocarbures. Par contre, les importations au titre du poste alimentation ont enregistré une contraction significative (- 21 %) par rapport à leur niveau du premier semestre de l'année 2008 où la forte augmentation de l'importation des produits alimentaires était due en grande partie à l'envolée des prix de ces produits sur les marchés internationaux.

Le niveau des services importés reste élevé au premier semestre 2009 (5 milliards de dollars), quasiment au même rythme semestriel que l'année 2008 (5 et 6 milliards de dollars). Ce niveau élevé s'explique principalement par les "services bâtiments et travaux publics" (1,4 milliard de dollars) et les "services techniques aux entreprises" (1,46 milliard de dollars). En effet, les importations de services au titre des infrastructures publiques, c'est-à-dire dans le cadre de la réalisation du budget d'équipement de l'Etat, et par des entreprises du secteur des hydrocarbures représentent l'essentiel des services importés.

En conséquence, le déficit de la balance des services qui s'est creusé en 2007 et 2008, se stabilise en rythme semestriel au premier semestre 2009, mais son niveau est élevé face à la forte contraction des recettes d'exportation d'hydrocarbures et hors hydrocarbures.

De plus, après l'amenuisement de l'excédent du compte courant extérieur au quatrième trimestre 2008 (2,13 milliards de dollars) comparativement à l'excédent des trois premiers trimestres de 2008 (10,50 milliards de dollars, 10,42 milliards de dollars et 11,40 milliards de

dollars, respectivement), le premier semestre de l'année 2009 connaît un déficit du compte courant extérieur de 2,08 milliards de dollars. Il s'agit là d'un phénomène économique nouveau, une insuffisance d'épargne par rapport à l'investissement, qui contraste avec les performances des neuf dernières années où l'excédent du compte courant extérieur a culminé en 2008 (34,45 milliards de dollars). Ce qui confirme l'impact négatif du choc externe inhérent à la grave crise économique mondiale sur la balance des paiements courants au premier semestre 2009, en contexte de dépendance structurelle de l'économie nationale à l'égard des exportations d'hydrocarbures.

Face à ce déficit du compte courant extérieur, matérialisant un déficit en ressources, le premier semestre 2009 se caractérise par un excédent du compte capital et opérations financières (0,44 milliard de dollars). C'est le second semestre consécutif où le compte capital et opérations financières réalise un solde positif qui contribue à la viabilité de la balance des paiements, même si le niveau des investissements directs étrangers nets du premier semestre 2009 (0,66 milliard de dollars) est en recul par rapport aux performances semestrielles de l'année 2008. De plus, le premier semestre 2009 se distingue par la quasi absence de mobilisations au titre de la dette extérieure, confortant les acquis de la stratégie de désendettement extérieur conduite entre 2004 et 2006.

Malgré l'impact du choc externe sur la balance des paiements globale qui enregistre un déficit de 1,64 milliards de dollars au premier semestre 2009, la position financière extérieure de l'Algérie reste solide. En particulier, l'encours des réserves officielles de change à fin juin 2009 (144,32 milliards de dollars) est en légère hausse par rapport à fin décembre 2008 (143,1 milliards de dollars).

Sous l'angle de la position financière extérieure nette de l'Algérie, il est utile de noter que l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme a reculé à 3,9 milliards de dollars à fin juin 2009 contre 4,3 milliards de dollars à fin 2008, en contexte de légère augmentation des réserves officielles de change. Le niveau appréciable des réserves officielles de change de l'Algérie et le niveau "plancher" d'endettement extérieur constituent des instruments importants de protection de l'économie nationale face à la grave crise économique mondiale.

2-3) Gestion et placement des réserves de change :

La Banque d'Algérie poursuit rigoureusement l'effet d'amélioration de la gestion des réserves officielles de change selon les règles et normes propres aux Banques centrales et en faisant face à la volatilité sur les marchés financiers internationaux.

Depuis la crise des subprimes qui a secoué les principales Bourses mondiales, la Banque d'Algérie a revu l'architecture des placements des réserves, en privilégiant les titres souverains.

Le choix du titre est motivé par la nullité du risque sur le capital. Ainsi, les banques centrales placent dans les titres gouvernementaux, les institutions multilatérales et les agences gouvernementales dont le rating est de AAA. Autre condition, celle de la liquidité. C'est-à-dire qu'à n'importe quel moment, la banque centrale peut disposer de son argent. S'agissant de la tendance à placer dans des bons de trésor américains, le billet vert reste la monnaie des réserves dominante.¹

La Banque centrale utilise deux manières pour placer les réserves de change de l'Algérie. Les placements à l'étranger seraient de 70% en titre souverain, c'est-à-dire en bons de Trésor américain, japonais, britanniques et européens qui sont pour la plupart cotés AAA (placements très sûrs selon les notations) avec des durées qui sont plus ou moins longues.

Le second placement s'effectue via les dépôts de la Banque centrale sur le marché bancaire et interbancaire. L'argent est déposé par la Banque centrale auprès de banques internationales qui disposent de références très élevées. Ce matelas de devises serait composé à 40% en dollars américains, à 40% en euros, à 10% en yens et 10% en livres sterling.²

Les placements de ces réserves sont effectués dans les 'actifs publics' (titres gouvernementaux) à l'étranger. Ce qui signifie que les débiteurs de l'Algérie sont des Etats souverains de ces pays où elle effectue ses placements. En conséquence, si les placements sont effectués en dollars, le débiteur de l'Algérie est donc le Trésor public américain, si c'est en livres sterling, le débiteur est alors le Trésor public britannique et ainsi de suite.³

L'Algérie investit donc ses placements à travers des valeurs d'Etat dans les pays concernés et non à travers des placements en 'valeurs de marché' qui, elles, sont des titres à risque élevé. Même si les valeurs de marché ont des rendements plus importants que les valeurs d'Etat, ils présentent toutefois des risques élevés en cas de retournement de

¹ M. Laksaci, Gouverneur de la Banque d'Algérie.

² Dr Abderrahmane MEBTOUL, « Une baisse, des réserves d'or de l'Algérie, en avril 2009 par rapport à 2007 ».

³ Ministre des Finances, Karim DJOUDI, « Algérie : les réserves de change, les bons du Trésor et les subprimes », le Maghreb, par : Salima Zouggar.

conjoncture. Quant aux changements qui peuvent intervenir sur l'ensemble de ces valeurs, elles évoluent en fonction de deux éléments. Il s'agit des taux d'intérêt, lesquels ont enregistré une baisse aux Etats-Unis suite aux décisions prises par la Réserve fédérale (Banque centrale américaine) qui a procédé à des baisses du taux en raison de la crise des prêts hypothécaires à haut risque et à une probable récession aux Etats-Unis.

Le second élément est l'évolution des parités des monnaies fortes entre elles, telle la parité entre le dollar par rapport aux autres devises. Or, l'évolution de ces parités, telle la dépréciation du dollar par rapport à l'euro, est atténuée par la Banque d'Algérie à travers une gestion judicieuse du portefeuille des réserves de change par le biais d'une diversification des monnaies dont se composent ces réserves.

Une gestion active des réserves de change, certes, suppose que l'on profite des fluctuations des différentes monnaies clefs mais suppose que l'on ait une marge de sécurité en gardant au moins 30% des réserves de change disponibles immédiatement. Par ailleurs, avec les nouvelles politiques des banques centrales dans le monde force est de reconnaître que compte tenu de l'inflation mondiale le rendement des avoirs algériens placés dans les structures garanties par les Etats est inférieur aux taux directeurs des banques centrales c'est-à-dire finançant gratuitement les économies d'autres pays, car le taux directeur de la FED américaine est de 0,25%, le taux directeur de la BCE 1,25% et pour les dépôts en livres sterling, et en yens les taux tendent également vers zéro.

Comme un retrait avant terme de ces montants, donne lieu à une perte des intérêts perçus. Car, vouloir retirer les bons de Trésor américain et les autres montants placés dans d'autres banques centrales pour vendre les obligations au niveau du marché occasionnerait avec la crise actuelle une décote pouvant varier entre 20 à 30% sinon plus sans compter, pour les bons de Trésor américain, la dépréciation du dollar de plus de 40%, ces dernières années.¹

Entre 2001 et 2003, la Banque d'Algérie a entrepris une opération de diversification des placements, en faveur de l'euro. Une partie des réserves en dollar a été convertie, « au moment opportun », en euro. Mais le dollar reste la monnaie de réserve dominante.

¹ Dr Abderrahmane MEBTOUL, « Une baisse, des réserves d'or de l'Algérie, en avril 2009 par rapport à 2007 ».

La Banque d'Algérie ne garde pas les recettes en devises totalement en monnaie américaine, qui est l'unité de compte sur les marchés pétroliers et donc la principale composante des revenus extérieurs de l'Algérie. La diversification de ces placements en termes de monnaie se fait également en euro, en yen japonais et en livre sterling, entre autres, malgré le fait que les transactions financières de l'Algérie soient opérées quasi-exclusivement en dollars et en euros.

La conduite de la diversification des devises de placement (de l'Algérie) corrélativement à la poursuite d'une gestion prudente des réserves, en termes de niveau de risques inhérents aux instruments de placement, a permis à la Banque d'Algérie de faire face, dans une grande mesure, aux turbulences sur les marchés financiers internationaux.¹

2-4) Conséquences de la récession mondiale :

La crise financière internationale et ses retombées sur la situation économique mondiale ont eu pour effet de réduire la capacité d'épargne du pays et sont à l'origine d'une baisse des réserves de change et du rendement sur leur placement.

L'importante chute des prix du pétrole réduit de manière considérable les recettes d'exportation du pays et, partant, la capacité d'épargne budgétaire.

Une faiblesse durable des prix du pétrole se traduirait donc par un fort amenuisement de l'épargne accumulée ainsi que par une baisse corrélative des réserves de change.

Ce canal de transmission des effets de la récession mondiale est apparu à partir du 4^e trimestre 2008. Cela affecte négativement la balance des paiements courants.

Les importations ont atteint 9,42 milliards de dollars au cours du 1^{er} trimestre 2009, en hausse de 10,07% par rapport à la même période en 2008 (selon le centre national de l'informatique et des statistiques (CNIS)). La balance commerciale a enregistré un très faible excédent de 1,32 milliards de dollars au 1^{er} trimestre 2009 contre 9,99 milliards de dollars durant la même période 2008.²

¹ M.Laksaci, gouverneur de la Banque d'Algérie.

² Centre national de l'informatique et des statistiques (CNIS).

Le rendement sur les placements des réserves de change a, par ailleurs, enregistré une réduction qu'on impute au niveau historiquement bas des taux d'intérêt liés à la persistance de la grave crise financière internationale.

Ce ne sont donc pas les sources de risques qui manquent. Alors, le rendement réel des placements des réserves de change algériennes à l'étranger n'est pas satisfaisant pour tout le monde, même si du côté officiel on n'a pas encore trouvé mieux pour fructifier les revenus engrangés suite à l'exportation des hydrocarbures.

D'autres risques, comme l'inflation pèsent sur ces réserves acquises grâce à l'appréciation du prix du pétrole. L'Algérie peut perdre cet avantage du fait de la dépréciation du dollar. Cette menace subsistera tant que la rente est tirée uniquement du pétrole échangé contre des dollars.

Ancrée sur une solidité marquée de la position financière extérieure nette de l'Algérie, la politique de taux de change est bien en phase avec la stabilité externe préservée. Cependant, le challenge reste d'asseoir durablement une compétitivité externe hors hydrocarbures pour soutenir la viabilité à moyen et long terme de la balance des paiements. Dans cet objectif, la politique de taux de change doit être accompagnée par d'autres mesures de politique économique visant à accroître la productivité et la diversification de l'économie nationale.

Dans cette section, nous avons vu que la hausse du cours du pétrole a eu pour conséquences, l'accroissement des réserves de change, le remboursement par anticipation de la dette extérieure, la réduction de la dette publique intérieure, l'importance de l'excédent commercial et l'accroissement en valeur monétaire du PIB.

L'année 2000, a constitué le début de la reconstitution des réserves officielles de change après le « choc » externe de 1998-1999.

Au cours de l'année 2003, l'évolution des principaux indicateurs de la position financière extérieure témoigne de la bonne viabilité de la balance des paiements et de la solidité de la position des réserves de change atteinte en 2003.

L'année 2007 s'est distinguée par un nouveau phénomène, à savoir que l'excédent global de la balance des paiements est proche du surplus courant extérieur.

L'année 2008 est la première année où le compte capital réalise un solde positif. Après la chute des prix des hydrocarbures et la baisse des recettes d'exportation au quatrième trimestre de l'année 2008, le canal de transmission des effets de la crise économique mondiale à l'économie algérienne est représenté en 2009 par le niveau des prix des hydrocarbures et la baisse de la demande en la matière. Par conséquent, le premier semestre de l'année 2009 a connu un déficit du compte courant extérieur. Ce qui confirme l'impact négatif du choc externe inhérent à la grave crise économique mondiale sur la balance des paiements courants, en contexte de dépendance structurelle de l'économie nationale à l'égard des exportations d'hydrocarbures. Malgré cet impact négatif du choc externe, la position financière extérieure de l'Algérie reste solide.

La gestion des réserves de change se fonde sur les critères de sécurité et de liquidité.

Conclusion du chapitre VI :

La gestion des réserves et les opérations y afférentes doivent s'effectuer sur des marchés ayant suffisamment de profondeur et de liquidité, et capable de traiter les transactions de manière saine et efficace. Les gestionnaires des réserves doivent s'assurer que les réserves peuvent être rapidement et efficacement converties en liquidités afin que le pays dispose des devises nécessaires pour ses objectifs de politique générale, à savoir par exemple intervenir sur le marché, couvrir les besoins de balance des paiements, assurer le service de la dette ou limiter la vulnérabilité externe.

Le système financier international connaissant actuellement une situation de marasme, il est évidemment peu recommandé de placer ce pactole sur les places financières mondiales. Cela est extrêmement risqué d'autant plus qu'on n'a pas les instruments qu'il faut pour savoir quelles sont les banques et les institutions financières qui ont absorbé le moins de créances toxiques. Il y a bien sûr les bons du Trésor américain, mais là aussi il faudrait être sûr de la stabilité du dollar qui fluctue au gré du marché pétrolier et du comportement de certaines monnaies, comme la monnaie chinoise. La meilleure sécurité pour nos réserves de change consiste à les placer dans le développement économique et la formation qualifiante. La bonne solution devrait consister à rapatrier sans tarder ces réserves pour les utiliser le plus rapidement possible dans des programmes de développement de capacités de production installées, la réalisation d'infrastructures, la formation à divers métiers, l'acquisition de connaissances et de technologies nouvelles et la promotion de PME. Il ne faut vraiment pas craindre de former, qualifier et requalifier si nécessaire la moitié de l'Algérie.

Conclusion de la partie 2 :

Après l'indépendance, l'Algérie est restée dans la zone franc. Les capitaux étaient libellés en devises et étaient librement transférables à l'étranger sans aucune restriction. Cette situation n'était pas sans conséquences sur l'économie du pays. En effet, il en a résulté une fuite considérable de capitaux à l'étranger, ce qui a diminué considérablement les réserves de change de l'économie. Pour remédier à cette situation, les autorités monétaires ont, dès mars 1963, instauré le contrôle des changes. Désormais, les opérations sur devises sont soumises à une autorisation délivrée par le ministère des finances. Cette mesure a été accompagnée par d'autres visant à contrôler le commerce extérieur, à savoir la création de l'office national du commerce et le contingentement des échanges internationaux.

En avril 1964, le dinar fût créé. Les autorités monétaires ont décidé de fixer le cours de la monnaie algérienne à une parité égale à celle du franc français, soit 180 mg d'or fin. C'est ainsi que le dinar algérien (DZD) a remplacé le franc français pour une parité égale de 1DZD = 1FFR.

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, et dès janvier 1974, le dinar algérien a été rattaché à un panier de 14 monnaies. Le dollar EU occupait une place relativement prédominante dans les recettes d'exportation de pétrole et dans le service de la dette. L'appréciation du dollar EU pendant la première partie de la décennie 80 a provoqué l'augmentation correspondante (environ 50%) de la valeur réelle du dinar algérien, ce qui a eu comme effet de miner la compétitivité des exportations hors hydrocarbures et de stimuler les importations. En 1986, l'Algérie a subi le contre choc pétrolier qui a été, pour une large part, le révélateur des limites du modèle de l'économie algérienne et des insuffisances de la politique de change adoptée. En conséquence, l'Etat a compensé l'érosion exceptionnelle des recettes par des emprunts à l'étranger et des restrictions supplémentaires à l'importation.

En même temps, les autorités monétaires ont adopté une politique de change active, de 1986 à 1988, qui prescrivait une dépréciation du dinar de 31% par rapport aux autres monnaies du panier.

De 1991 à 1994, le taux annuel moyen de dépréciation nominal s'est maintenu à 4%. Cette stabilité relative du taux nominal ne reflétait pas les données fondamentales de l'économie. La dévaluation initiée en 1991 n'a pas eu l'effet escompté sur la balance des paiements. La dépréciation du dinar algérien devait restreindre la demande globale, mais la politique économique inflationniste qui a été adoptée a annulé l'effet souhaité.

Après la dévaluation de 1994, le régime de change flexible a été instauré et la valeur nominale du dinar a légèrement baissé au milieu de 1996.

Dès 1995, les autorités monétaires optent pour un régime de flottement dirigé sans annonce préalable de sa trajectoire. Désormais, ce sont les forces du marché qui sont supposées déterminer le taux de change du dinar ; les autorités se réservent la possibilité d'intervenir pour éviter toute appréciation durable du taux de change effectif réel. L'année 1994 s'est ainsi caractérisée par l'instauration du système de fixing. Cet événement vient marquer la fin de la gestion administrative du taux de change du dinar algérien. Cette mesure a été confortée par la création du marché interbancaire des changes en décembre 1995, devenu officiellement opérationnel à partir du 2 janvier 1996. Institué par le règlement n°95-08 du 23/12/1995, le marché de change est défini comme un marché entre banques et établissements financiers où sont traitées toutes les opérations de change (vente/achat) au comptant et à terme entre la monnaie nationale et les devises étrangères librement convertibles constituant ainsi, le lieu de détermination des cours de change par le libre jeu de l'offre et de la demande.

La politique de change de l'Algérie a pour objectif, depuis la seconde moitié des années 1990, la stabilisation du taux de change effectif réel de long terme du dinar à sa valeur d'équilibre déterminée par les fondements de l'économie nationale. La stabilisation du taux de change effectif réel de long terme du dinar a pour but de stimuler les investissements nationaux et étrangers par la réduction des incertitudes en matière de prix et d'encourager les exportations par le confortement de la compétitivité externe.

Le contrôle des changes a été assoupli à plusieurs reprises, à partir de 1988, avec les premiers signes de mutation économique. Cela a mis en avant le processus de la convertibilité courante du dinar, mais la convertibilité des opérations en capital n'est pas encore instaurée.

Parmi les effets des restrictions de change dans le cadre du marché des changes, on trouve celui de la coexistence d'un marché de change parallèle. Il est le résultat du contrôle de change induit juste après l'indépendance.

Les réserves de change de l'Algérie sont gérées par la Banque d'Algérie. Le placement de ces réserves est effectué dans les actifs publics (titres gouvernementaux) à l'étranger. Ce qui signifie que les débiteurs de l'Algérie sont des Etats souverains de ces pays où elle effectue ses placements.

L'Algérie investit donc ses placements à travers des valeurs d'Etat dans les pays concernés et non à travers des placements en valeurs de marché qui, elles, sont des titres à risque élevé. Ces valeurs évoluent en fonction de deux éléments. Il s'agit des taux d'intérêt, lesquels ont enregistré une baisse aux Etats-Unis. Le second élément est l'évolution des parités des monnaies fortes entre elles. L'évolution de ces parités, est atténuée par la Banque d'Algérie à travers une gestion judicieuse du portefeuille des réserves de change par le biais d'une diversification des monnaies dont se composent ces réserves.

Conclusion générale :

L'objectif que nous nous sommes fixés dans ce travail de recherche était de contribuer à une meilleure compréhension de la politique de change en Algérie. Pour y parvenir, nous nous sommes intéressés à :

- L'étude de cette politique, menée depuis l'indépendance, et surtout, depuis 1990, avec la mise en œuvre du processus de transition de l'économie algérienne vers l'économie de marché ;
- L'analyse des résultats de ce processus en matière de gestion du taux de change, car il devrait redonner aux variables monétaires, tel que le taux de change, longtemps reléguées au second plan, leur place et leur rôle en tant qu'instruments de régulation économique ;
- La gestion des réserves de change.

Au terme de notre étude, nous pouvons tirer les conclusions suivantes :

1- La situation économique en Algérie a toujours expliqué l'évolution du régime de change :

- Après l'indépendance, l'Algérie était rattachée à la zone Franc. La monnaie était librement convertible et transférable. Cependant, la crainte d'une fuite massive des capitaux a conduit l'autorité monétaire à instituer en 1963 le contrôle de change sur toutes les opérations avec le reste du monde. Ce changement a été accompagné par différentes actions visant à contrôler le commerce extérieur, parmi lesquelles le contingentement et le contrôle de toutes les opérations d'exportation et d'importation. Ces mesures ont été suivies en avril 1964 par la création de l'unité monétaire nationale, le « dinar algérien » dont la valeur a été fixée à 180 milligrammes d'or fin. Le dinar algérien a donc remplacé le franc français pour une parité de 1DA = 1FF.
- Suite à la tourmente du FF, lors des événements de mai 1968, il a été décidé de décrocher la parité du dinar de cette monnaie pour des raisons de souveraineté monétaire autant que politique. La nouvelle parité allait désormais être indexée sur un panier des principales monnaies entrant dans notre commerce extérieur. Le poids de chacune de ces monnaies dans le panier est pondéré par son poids

dans notre commerce extérieur, en fait de nos importations, car la prise en compte des exportations se serait traduite par un quasi-rattachement au dollar du fait que nos recettes sont à plus de 96% libellées dans cette monnaie. Ce même système de cotation a été adopté lors du flottement généralisé des monnaies instauré en 1973, le dinar devenant ainsi lui aussi flottant. Ce régime a rendu de grands services pour avoir aidé à atténuer l'impact des fluctuations des devises de nos partenaires sur notre économie. Une étude de la Banque d'Algérie conduite en 1979 avait établi que la méthode de cotation du dinar avait permis d'économiser l'équivalent d'un milliard de dollars à notre pays entre 1970 et 1977, contribuant ainsi à atténuer l'impact de la chute du dollar au cours de cette période.

Ce régime a encore une fois été adopté après le choix par notre pays des règles de l'économie de marché en devenant un régime de flottement dirigé, tel que déclaré au FMI. La cotation du dinar restant par ailleurs toujours assise sur un panier de devises représentatives de nos principales importations. Chaque jour, la valeur du dinar est calculée par rapport à son cours de la veille en tenant compte des fluctuations des devises étrangères entre elles. Cette valeur est périodiquement ajustée, en fonction des différences d'inflation entre notre pays et les pays dont la monnaie sert de référence au dinar. Ce qui naturellement condamne notre monnaie à un glissement lent, mais inexorable par rapport aux autres devises. A noter que notre monnaie peut s'apprécier contre une devise donnée si celle-ci baisse contre toutes les autres quoique dans une moindre proportion en raison de la pondération que l'on vient d'évoquer. Elle peut aussi se déprécier dans le cas contraire, ce qui fait croire à tort aux non initiés que notre monnaie se bat contre les autres. L'indexation pondérée sur un panier de monnaies sert, justement, comme il a été dit précédemment, à atténuer les mouvements de grande amplitude.

- Dans la foulée de l'accord d'ajustement avec le FMI, il a été créé un marché interbancaire des changes organisé par le règlement 95-08 de la Banque d'Algérie du 23 décembre 1995. Ce « marché » qui ne consacre en fait que la convertibilité commerciale, donc limitée du dinar, constitue toutefois aux yeux de la Banque d'Algérie, « la phase ultime de la réforme du marché des changes ». Il permet une détermination flexible des cours de change, avec l'intervention de la Banque d'Algérie et des banques et établissements

financiers, intermédiaires agréés. L'approche flexible telle qu'adoptée par la Banque d'Algérie en matière de taux de change du dinar est un important acquis.

2- L'Algérie a connu, dans le passé, une longue période de déséquilibres financiers et d'ajustements corrélatifs qui ont été dommageables pour la croissance et le développement économique.

La politique de change menée par le gouvernement, depuis les années 1990, a permis de maintenir le taux de change effectif réel du dinar, depuis 2003, à un niveau d'équilibre sur le long terme. La stabilisation du taux de change effectif réel à son niveau d'équilibre de long terme est un élément important de l'amélioration de l'environnement des investissements. Cela constitue un important ancrage à la mise en œuvre des projets d'investissement et permet aux opérateurs économiques d'asseoir durablement leur compétitivité externe.

Les autorités algériennes doivent continuer à gérer le taux de change de manière flexible tout en mettant en œuvre des politiques, visant à accroître la productivité et la diversification économiques.

La transition vers l'économie de marché a obligé les autorités à opter pour un assouplissement progressif de la réglementation des changes. Mais, la convertibilité du dinar au titre des opérations en capital n'est pas encore instaurée. La convertibilité courante du dinar est essentielle pour permettre à l'Algérie de bénéficier au maximum de son ouverture vers l'extérieur et son intégration dans l'économie mondiale. La convertibilité au titre des transactions courantes a été l'un des facteurs permettant l'expansion du commerce durant ces dernières années.

Plus de dix huit années après la promulgation de la loi sur la monnaie et le crédit, l'Algérie ne dispose toujours pas de l'authentique marché du change que la Banque d'Algérie devait mettre en place. Le marché interbancaire de change qui fait actuellement figure n'est en réalité qu'un espace artificiel créé par voie administrative par la Banque d'Algérie auquel il est du reste totalement assujetti aussi bien pour son encadrement que pour les cotations périodiques de devises.

Ces dernières étant fixées au gré des allocations en devises qui lui sont allouées par la Banque d'Algérie, seule habilitée par la loi à les détenir, la valeur des monnaies étrangères par rapport au dinar, ne reflétera pas la réalité de l'économie algérienne dans son ensemble, mais beaucoup plus partielle et partiale, que lui imprègne ce comité restreint d'opérateurs de change. Les taux de change qui en émanent sont, de ce fait, très éloignés des réalités économiques et financières du pays, avec lesquelles ils n'embrayent pas du tout. La logique voudrait en effet, que la valeur d'une monnaie traduise l'état des lieux d'un pays et que, par conséquence, mieux ce pays se porte économiquement, mieux devrait se porter sa monnaie. Fidèle reflet de la santé économique d'un pays, la dépréciation de sa monnaie, notamment lorsqu'elle est continue, constitue pour les économistes un symptôme évident de malaise économique. Ce lien de causalité quasi universel n'a, malheureusement, pas cours en Algérie où l'on constate que mieux l'économie se porte et plus se fragilise sa monnaie. Un examen rétrospectif des taux de change pratiqués au cours de ces dernières années, permet en effet de constater que le dinar était mieux coté dans la décennie 1990, période durant laquelle notre pays se débattait pourtant dans de très graves problèmes socioéconomiques, qu'au cours de ces dernières années d'embellie financière. A titre d'exemple le dollar qui valait à peine 60 dinars en 1997, année où l'Algérie était en proie à une terrible crise de trésorerie et d'endettement, vaut 76 dinars en moyenne, en 2007, alors que le pays n'a pratiquement plus de dette extérieure et dispose, de surcroît, d'une réserve de change estimée à 110 milliards de dollars. Une amélioration aussi significative des indicateurs macro-économiques aurait dû, au minimum, empêcher le dinar de glisser, ce qu'à l'évidence, le marché interbancaire du change, mû par d'autres considérations que les lois du marché, n'a même pas pu éviter. Pour quelles raisons, la Banque d'Algérie tient elle à maintenir le dinar en situation de faiblesse, autrement dit, à le sous coter par rapport aux devises et notamment les plus fortes d'entre elles, l'euro et le dollar. La principale raison que la Banque Centrale algérienne semble appliquer comme un dogme, a trait à la politique monétaire imposée par le Fonds Monétaire International à la faveur des ajustements structurels de 1995, recommandant entre autres à l'Algérie un dinar faible pour inciter les sociétés étrangères à investir en Algérie, stimuler les exportations hors hydrocarbures et doper le budget de l'Etat par simple conversion des recettes d'hydrocarbures libellées en dollars, en monnaie locale. Le maintien du dinar à un niveau bas s'explique en outre par l'endettement colossal du Trésor vis à vis de la Banque d'Algérie (environ 1800 milliards de dinars en 2006) qu'un redressement du dinar risquerait d'alourdir et par la crainte, pas du tout fondée, qu'un dinar fort exacerbe les importations et pénalise les exportations qui, faut il le rappeler, sont aujourd'hui très faibles en dépit d'un

dinar très faible. D'où son maintien d'autorité, à un niveau exagérément bas en total déphasage par rapport aux nouvelles données de l'économie algérienne, autrement plus positives que celles des années de crise. L'absence de marché du change, l'interventionnisme de la Banque d'Algérie et les injonctions des autorités politiques (notamment depuis la révision de la loi sur la monnaie et le crédit) ont fait de la cotation du dinar par rapport aux devises, un acte beaucoup plus administratif qu'économique.

C'est cette ingérence de la sphère politique qui a perverti le marché interbancaire du change, au point qu'il n'est reconnu que par les opérateurs qui n'en ont pas d'autres choix, une bonne partie des demandeurs et offreurs de devises, préférant s'adresser au marché parallèle de la devise qui brasserait, selon les estimations, environ 2 milliards d'euros par an. Le marché interbancaire de change ne peut évidemment, à lui seul, éradiquer le marché informel. La banque d'Algérie avait en projet un certain nombre d'actions déterminantes pour la mise en place progressive d'un authentique marché du change en Algérie. Sans doute parce qu'elle ne veut pas que ce marché se développe au point de lui échapper, la Banque d'Algérie ne mettra en œuvre aucune de ces actions, à commencer par les guichets de change courants et à terme, dont la réglementation avait pourtant été promulguée en 1998.

Actuellement tout semble être fait pour encourager les demandeurs de devises à s'adresser au marché parallèle (insuffisance des allocations voyage et soins à l'étranger restées au même niveau depuis plus d'une décennie, difficultés pour les entreprises à lever des crédits convertibles auprès de leurs banques, lenteur des transferts etc.). C'est sans doute pour cela, qu'en dépit des coups de boutoirs que leur portent de temps à autres les services de sécurité, les réseaux de change informels, ne sont jamais aussi bien portés qu'aujourd'hui. Les sociétés étrangères en seraient même des clients assidus. Il est aujourd'hui quasi certain que si les autorités en charge des questions monétaires persistent dans cette manière de gérer les parités du dinar, il est bien évident que notre monnaie n'a aucune chance de se redresser, quand bien même, l'économie du pays enregistrerait, comme c'est actuellement le cas, les meilleures performances de son histoire. Pour que la valeur d'échange du dinar soit effectivement le reflet de la situation économique du pays, il faudrait que la Banque d'Algérie rompe avec la logique bureaucratique dans laquelle a enfermé sa cotation et aille résolument vers la mise en place d'un authentique marché des changes à l'instar de ceux qui existent de par le monde.

3- Actuellement, et il est toujours utile de le rappeler, les réserves de change sont estimées à plus de 144 milliards de dollars fin juin 2009. Au-delà de l'importance de la croissance de nos réserves, c'est la gestion de ce confortable matelas financier qui fait débat.

Même si l'essentiel des réserves, soit 70% est placé en titres souverains, une partie de ces mêmes réserves, soit de 20 à 30%, est placée dans des banques de haut rang dites AAA, lesquelles banques sont en difficultés. Chose qui pousse à s'interroger sur le devenir de ces placements. Il faut mettre aussi en avant le double risque de dépréciation qui guette nos placements en titres souverains. Il s'agit, en premier lieu, de la dépréciation du dollar, devise dominant les réserves, même si la Banque d'Algérie a entrepris une opération de diversification des placements en faveur de l'euro. En second lieu, le risque de dépréciation des bons du Trésor américain. Par ailleurs, avec des taux d'intérêt directs allant vers zéro et compte tenu de l'inflation mondiale, on met en doute la rentabilité et le rendement réel des réserves de change de l'Algérie à l'étranger.

La leçon que l'on peut tirer concernant ce débat en Algérie, est qu'une gestion efficace des réserves de change doit reposer sur cinq facteurs, tenant compte du processus de mondialisation, de notre place au sein des différentes stratégies.

- Premièrement, une bonne gouvernance interne (solidité et moralité des institutions), ce qui est loin du cas de l'Algérie caractérisée par une corruption socialisée, le manque de visibilité et de cohérence dans la démarche de la politique socio-économique ;
- Deuxièmement, la gestion des ressources humaines par la revalorisation du savoir, dont une spécialisation plus fine dans l'ingénierie financière et le management stratégique qui nécessitent un minimum de 10 ans d'expérience ;
- Troisièmement, avoir un système financier national performant, ce qui est loin d'être le cas avec des banques qui sont des guichets administratifs totalement déconnectées des réseaux internationaux et une bourse en léthargie ;
- Quatrièmement, avoir une surface financière appréciable tenant compte des dépenses pour le développement,
- Enfin, cinquièmement, de revoir le code pénal dépenalisant les actes de gestion des acteurs économiques et éventuellement choisir un bon partenariat.

La bibliographie

Ouvrages :

- AFTALION F, « Les taux de change », PUF, Paris, 1985.
- ALLEGRET J.P, « Les régimes de change dans les marchés émergents : quelles perspectives pour le XXIe siècle ? », Vuibert, Paris, 2005.
- ALLEGRET J.P, « Monnaie, finance et mondialisation », Vuibert, 3^e édition, 2008.
- AMMOUR B, « Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie », Editions DAHLAB, 1997.
- ARTUR P, « Economie des taux de change », Ed. Economica, 1997.
- BENBITOUR A, « L'Algérie au troisième millénaire : défis et potentialités », Marinoor, Alger, 1998.
- BOURGUINAT H, « Finance internationale », presses universitaires de France (PUF), 4^e édition, 1999.
- BRETON P.H et SCHOR A.D, « La dévaluation », Presses Universitaires de France, 1988.
- CHESNEY M, « Les options de change : évaluation et utilisation », Ed. Economica, Paris, 1995.
- D'ARVISENET P, « Finance internationale », Dunod, 2004.
- DEBEAUVAIS M, SINNAH Y, « La gestion globale du risque de change », Ed. Economica, 1992.
- DEBELS V, « Les risques financiers de l'entreprise : liquidité, change, taux », Ed. Economica, Paris, 1992.
- DESCAMPS C, SOICHOT J, « Gestion financière internationale », Ed Litec, 1995.
- DOHNI L, C HAINAUT, « Les taux de change : déterminants, opportunités et risques », De Boeck, Paris, 2004.
- DUCHMANN F, mission économique, « Evolution du taux d'inflation en Algérie », Alger, 2006.
- DUPUY M, CARDEBAT J.M, JEGOUREL Y, « Finance internationale », Dunod, 2006.

- EITEMAN D, STONEHILL A, MOFFETT M, « Gestion et finance internationales », Pearson Education, 10^e édition, 2004.
- FONTAINE P, « Gestion du risque de change », Ed. Economica, Paris, 1996.
- FONTAINE P, « Gestion financière internationale », Dalloz, 1997.
- FONTAINE P, « Marchés des changes », Pearson Education, 2008.
- FRIEDMAN M, « Changes flexibles ou étalon international : les leçons de l’histoire », Ed. Dunod, Paris, 2002.
- GRANDJEAN P, « Change et gestion du risque de change », Ed. Chihab, Alger, 1995.
- JAFFRE P, « Monnaie et politique monétaire », Economica, Paris, 1996.
- JALLADEAU J, « Introduction à la macroéconomie », De Boeck, 2^e édition, 1998.
- KEBABDJIAN G, « Politique économique : monnaie, budget, change », Ed. Cujas, Paris, 1992.
- KLEIN I et LAMARQUE E, « Salle des marchés (gestion du risque de change, organisation, produits et stratégies) », Vuibert, 2008.
- KRUEGER A, « La détermination des taux de change », Ed. Economica, Paris, 1985.
- KRUGMAN P.R et OBSTFELD M, « économie internationale », De Boeck, 4^e édition, 2003.
- KSOURI I, « Le contrôle du commerce extérieur et des changes », Grand Alger livres, Alger, 2006.
- LA BAUME C, « Couverture des risques de change et de taux dans l’entreprise », Ed. Economica, Paris, 1999.
- LOMBARD O, MARTEAU D, « Les options de change », Ed. Eska, 1992.
- NAAS A, « le système bancaire algérien : De la décolonisation à l’économie de marché », Ed Maisonneuve & Larose, 2004.
- OULOUNIS S, « Gestion financière internationale, office des publications universitaires », 2005.
- PEYNOT D, « Gestion financière internationale », Montchrestien, 1996.
- PEYRARD J, « Risque de change et gestion de l’entreprise », Vuibert, 1986.
- PLIHON D, « Les taux de change », Ed. La découverte, Paris, 1991.
- SIMON Y, LAUTIER D, « Finance internationale », Ed Economica, 2005.

Articles et revues :

- AHMED OUAMEUR. H, « Le contrôle des changes en Algérie », Revue Banque d'Algérie, 1992.
- AKTOUF O, « Il faut mettre les réserves de change au service du développement », El Watan du 13 mai 2009.
- BENACHENHOU A, SIAGH E H, « Où vont les réserves financières algériennes ? », El Watan du 20 décembre 2008.
- BENISSAD H, « La politique de change a connu des avancées prudentes », El Watan du 11 avril 2005.
- BENOUARI A, « Le marché des changes est resté le seul secteur administré », El Watan du 27 février 2006.
- DE VRIJER E, « Une augmentation des salaires pourrait être envisagée », El Watan du 15 avril 2006.
- DJOUDI K, Algérie : « Les réserves de change, les bons du Trésor et les subprimes », Le Maghreb du 5 février 2008.
- DUCHMANN F, « Evolution du taux d'inflation en Algérie », missions économiques, 15 avril 2006.
- LAHRECHE-REUIL A, « Les régimes de change », revue CEPPII, 1999, pp. 93-103. (<http://www.cepii.fr/francgraph/publications/ecomod/lepoinstsur/2000ch8.pdf>)
- LAKSACI M, « Le placement des réserves de change », Liberté du 7 novembre 2007.
- LAKSACI M, « Conséquence de la récession mondiale », El Watan du 5 mai 2009.
- LAMIRI A, DERRAR A, DJOUDI K, « Ce n'est pas le moment de la convertibilité », El Watan du 7 mai 2008.
- MEBTOUL A, « Analyse : la chute du dollar rogne nos réserves de change », Le Matin du 20 mars 2008.
- MEBTOUL A, « L'Algérie aurait-elle placée toutes ses réserves de change à l'étranger ? » Le Matin du 20 octobre 2008.
- MEBTOUL A, « Réserves de change de l'Algérie : quelle politique face à la crise mondiale », El Watan du 8 avril 2009.
- MINDA A, « La dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », mondes en développement, De Boeck, 2005.
- MOHAMED FARADJI M, « Taux de change : approche, problématique et détermination », Media Bank n° 3.

- NASHASHIBI K et autres, « Algérie : stabilisation et transition à l'économie de marché », Fonds monétaire international, Washington, 1998.
- STONE M, ANDERSON H, VEYRUNE R, « Régimes de change », revue Finance et développement, mars 2008.
- ROUDAUT Y, « A quoi servent les réserves de change ? », Le journal des finances, 09 janvier 2010.

Autres documents :

- Conseil d'administration du FMI, « Directives pour la gestion des réserves de change », 20 septembre 2001.
(<http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/fra/guiddef.pdf>).
- DODGE D, « L'importance d'un régime de change approprié », Québec, 4 mai 2007.
(<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2007/sp07-9f.html>)
- Equipe stratégie et recherches économiques de Saxo Banque (France), « Les différents régimes de change », La Tribune, fiche technique n° 11, 28/10/2008.
(<http://www.latribune.fr/bourse/devises/fiches-techniques/20081114trib000310270/fiche-technique-n11-les-differents-regimes-de-change-html>).
- GORDON T, « Pourquoi un régime de changes flottants est-il le meilleur choix pour le Canada ? », Montréal, 4 décembre 2000.
(<http://www.bank-banque-canada.ca/fr/discours/2000/sp00-7f.html>).
- Les services du FMI, « Les régimes de change dans une économie de plus en plus intégrée », juin 2000.
- NESSEL K, « Choix d'un régime de change dans un pays en transition intégrant une union économique et monétaire-le cas de la Pologne », Université Panthéon-Sorbonne-Paris I, 6 avril 2007.

Rapports :

- LAGERBLOM A, LEVY RUEFF G, « La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », bulletin de la Banque de France, n°148, avril 2006, PP. 39-50.
(http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm-148-etu_2.pdf)
- Mc CAULEY R N, FUNG B S C, « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », rapport trimestriel de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), mars 2003, PP. 39-46.
(http://www.bis.org/pub/qtrpdf/r_qt0303fre_e.pdf)

Sites Internet :

- <http://www.melchior.fr>
- <http://actualite.el-annabbi.com>
- <http://www.elwatan.com>
- www.bank-of-algeria.dz
- <http://www.lemaghrebdz.com>
- www.cambiste.info
- www.universalis.fr
- www.edubourse.com
- www.guide-finance.ch
- www.lesechos.fr
- www.lexpansion.fr
- www.insee.fr
- <http://www.latribune.fr>
- <http://www.banque-france.fr>
- <http://www.bis.org>
- <http://www.banqueducanada.ca>
- <http://www.algerie-dz.com>
- <http://brises.org>

Textes juridiques :**Règlements de la Banque d'Algérie:**

- Règlement 95-07 du 23 décembre 1995 modifiant et remplaçant le règlement 92-04 du 22 mars 1992 relatif au contrôle des changes (abrogé par le règlement 07-01).
- Règlement 95-08 du 23 décembre 1995 relatif au marché des changes.

- Règlement 07-01 du 03 février 2007, relatif aux règles applicables aux transactions courantes avec l'étranger.

Instructions :

- Instruction n°78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change.
- Instruction n°79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.
- Instruction n°08-97 du 28 août 1997 relative au droit de change pour voyage à l'étranger.

Notes d'information de la Banque d'Algérie :

- Position financière extérieure et situation monétaire en 2003.
- Position financière extérieure et situation monétaire en 2007.
- Tendances monétaires et financières au second semestre 2008.
- Tendances monétaires et financières au premier semestre de 2009.

Mémoires :

- AIT ABDELAZIZ A, « Le marché interbancaire des changes. Cas : Présentation d'une salle des changes au sein de la BNA », mémoire de post graduation spécialité en banque, 1998.
- SAFSAF N, « Problématique de détermination du taux de change réel d'équilibre du dinar algérien », mémoire de magister, option monnaie, finance et globalisation, Université Abderrahmane MIRA de Bejaia.

Liste des tableaux, graphiques et schémas

Tableaux :

Tableau 1 : Le volume quotidien des transactions de change sur plusieurs places (en pourcentage).....	42
Tableau 2 : Evolution du volume quotidien des transactions de change sur le marché des changes au comptant (en milliards de dollars).....	42
Tableau 3 : Distribution par devises des transactions journalières sur le marché des changes.....	43
Tableau 4 : Distribution géographique de l'activité journalière, en %.....	43
Tableau 5 : Quelques abréviations de monnaies.....	45
Tableau 6 : le volume quotidien des transactions de change sur le marché interbancaire des changes à terme (en milliards de dollars).....	52
Tableau 7 : Taxinomie des régimes de dollarisation.....	67
Tableau 8 : Pays indépendants officiellement dollarisés ou bimonétisés (Janvier 2005).	68
Tableau 9: Fréquences des crises de change selon les régimes de change et selon les groupes de pays (en%).....	88
Tableau 10 : L'aléa moral : l'incitation des banques asiatiques à s'endetter internationalement.....	90
Tableau 11 : Mesure du péché originel par groupes de pays (moyenne simple).....	91
Tableau 12: la composition du panier de référence.....	150
Tableau 13 : Réserves officielles en dollars EU : composition en 1989 et 2000 en %....	228
Tableau 14 : Evolution des prix du pétrole de 1992 à 2007.....	237
Tableau 15 : Evolution des réserves brutes de 1992 à 2009.....	238

Graphiques :

Graphique 1 : La formation du taux de change au comptant.....	40
Graphique 2 : Le triangle d'incompatibilité.....	87
Graphique 3: Evolution du prix du pétrole de 1992 à 2007.....	238
Graphique 4: Evolution des réserves de change depuis 1992.....	239

Schéma :

Schéma 1 : la courbe en J.....	131
--------------------------------	-----

La liste des abréviations:

AGI : Autorisation globale d'importation

ANASE: Association des nations de l'Asie du Sud-est

APS: Algérie Presse Service

BA: Banque d'Algérie

BBC: Band, basket, and crawl

BCE : Banque centrale européenne

BIRD : Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement

BRI: Banque de règlements internationaux

CEE : Communauté Economique Européenne

CHAPS: Clearing House Association Payment System

CHIPS: Clearing House Interbank Payment System

CNIS : Centre national de l'informatique et des statistiques

COFACE : Compagnie française d'assurance du commerce extérieur

CPF: Singapore Central Provident Fund

DTS : Droits de Tirages Spéciaux

EBS : Electronic Broking Services

FMI : Fonds monétaire international

FXNET: Foreign Exchange Netting

GIC: Government of Singapore Investment Corporation

IDE : Investissement direct étranger

IPC : Indices des prix à la consommation

IPM : Indice des prix moyen

ISO : Organisation internationale de normalisation

KIC : Le Fonds d'investissement coréen

LIBOR : London InterBank Offered Rate

LMC : La loi relative à la monnaie et au crédit

MERCOSUR : Désigne la communauté économique des pays de l'Amérique du Sud, qui signifie littéralement Marché commun du Sud.

NSDD : La norme spéciale de diffusion des données

PIB : Produit intérieur brut

PME : Petite et moyenne entreprise.

PMF : Politiques monétaire et financière

PPA : Parité du pouvoir d'achat

SBE : Service bancaire étranger

SME : Système monétaire européen

SWIFT: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

TCEN : Taux de change effectif nominal

TCER : Taux de change effectif réel

TCN : Taux de change nominal

TCR : Taux de change réel

TIC: Treasury International Capital

UE: Union européenne

Annexe n°1

Classement des réserves de change par pays (Lundi 18 mai 2009)

Rang	Pays	Réserve de change (USD millions)
-	Monde (somme de tous les pays)	\$7 520 566
-	République Populaire de Chine	\$1 842 713
1	Chine Continentale (sans Hong Kong & Macau)	\$1 682 000
2	Japon	\$1 030 600
-	Eurozone	\$569 213
3	Russie	\$435 400
4	Inde	\$313 354
5	Taiwan	\$286 860
6	Corée du Sud	\$264 300
7	Brésil	\$207 539
8	Singapour	\$168 802
9	Hong Kong	\$160 700
10	Allemagne	\$150 377
11	Algérie	\$126 905
12	France	\$113 058
13	Malaisie	\$122 000
14	Thaïlande	\$109 400
15	Italie	\$106 843
16	Royaume-Uni	\$99 956
17	Mexique	\$79 925
18	Turquie	\$73 300
19	Suisse	\$70 481
20	Iran	\$70 000
21	Etats-Unis	\$69 668
22	Lybie	\$65 510

23	Pologne	\$58 311
24	Norvège	\$55 608
25	Australie	\$33 394
26	Indonésie	\$58 299
27	Nigeria	\$59 700
28	Argentine	\$42 891
29	Canada	\$43 057
30	Roumanie	\$38 203
31	Danemark	\$35 941
32	République Tchèque	\$34 909
33	Philippines	\$33 700
34	Ukraine	\$32 768
35	Venezuela	\$32 723
36	Afrique du Sud	\$31 761
37	Egypte	\$31 140
38	Suède	\$29 330
39	Israël	\$28 423
40	Emirats Arabes Unis	\$29 620
41	Arabie Saoudite	\$34 000
42	Pays-Bas	\$23 337
43	Hongrie	\$22 913
44	Maroc	\$22 409
45	Pérou	\$20 977
	Total	\$7 302 483

Source : **Sovereign Wealth Fund Institute**

Annexe n°3

SURVEILLANCE DES POSITIONS DE CHANGE

Devises (1)	Actif		Passif		Hors bilan		Ajustement (2)		Position nette dans la devise (6) (1)		Part des fonds propres nets	Position opéra- - tionnel. (7) dans la devise
	Posit. Long. (+)	Posit. Cour. (-)	Posit. Long. (+)	Posit. Cour. (-)	Posit. Long. (+)	Posit. Cour. (-)	Posit. Long. (+)	Posit. Cour. (-)	Posit. Long. (+)	Posit. Cour. (-)	<u>Dx 100</u>	
USD											C	
FRF												
BEF												
DEM												
CHF												
JPY												
ITL												
GBP												
Autres												
Devises (3)												
...												
...												
Autres Devises (+) (4)												
(-) (5)												
Position nette totale					+						Total algébrique des positions opérationnelles en devises étrangères	
Position brute totale					-							

Annexe n°4

SURVEILLANCE DES POSITIONS DE CHANGE

Intermédiaire agréé :

.....

Date d'arrêté :

FONDS PROPRES NETS MONTANT	MONTANT
Capital social	
Réserves autres que réserves de réévaluation	
Réserves de réévaluation (1)	
Report à nouveau créditeur	
Provisions pour risques bancaires généraux	
Provisions de 5 % sur les crédits à moyen et long termes	
Titres participatifs (1)	
Emprunts subordonnés ou participatifs (1)	
A Total :	
A Déduire :	
Part non libérée du capital social	
Actions propres détenues	
Report à nouveau négatif	
Actifs incorporels y compris les frais d'établissement	
B Total :	

C - Fonds Propres Nets (A - B)

(1) S'ils sont repris dans les fonds propres retenus pour le calcul du ratio de solvabilité.

Annexe n°5

REGLEMENT N° 95-08 DU 23 DECEMBRE 1995 RELATIF AU MARCHÉ DES CHANGES

Le Gouverneur de la Banque d'Algérie,

- Vu la Loi n° 90-10 du 14 Avril 1990 relative à la monnaie et au crédit notamment ses articles 44 alinéa " k ", 47, 55, 97 à 99 et 181 à 192 ;
- Vu le Décret Présidentiel du 21 juillet 1992 portant nomination du Gouverneur de la Banque d'Algérie ;
- Vu les Décrets Présidentiels du 14 mai 1990 portant nomination de Vice-Gouverneurs de la Banque d'Algérie ;
- Vu le Décret Exécutif du 1^{er} Juillet 1991 portant désignation de membres titulaires et suppléants au Conseil de la Monnaie et du Crédit ;
- Vu le Règlement n° 91-04 du 16 Mai 1991 relatif à l'encaissement des recettes d'exportation d'hydrocarbures ;
- Vu le Règlement n° 91-09 du 14 août 1991 fixant les règles prudentielles de gestion des banques et des établissements financiers ;
- Vu le Règlement n° 92-04 du 22 Mars 1992 relatif au contrôle des changes ;
- Vu le Règlement n° 95-03 du 6 mars 1995 modifiant et complétant le Règlement n° 91-04 du 16 Mai 1991 relatif à l'encaissement des recettes d'exportation d'hydrocarbures ;
- Vu le Règlement n° 95-04 du 20 avril 1995 modifiant et complétant le Règlement n° 91-09 du 14 août 1991 fixant les règles prudentielles de gestion des banques et des établissements financiers ;
- Vu le Règlement n° 95-07 du 23 décembre 1995 modifiant et remplaçant le Règlement n° 92-04 du 22 mars 1992 relatif au contrôle des changes ;
- V la délibération du Conseil de la Monnaie et du Crédit en date du 23 décembre 1995.

Promulgue le Règlement dont la teneur suit :

Article 1^{er} : La Banque d'Algérie institue un marché interbancaire des changes. Les Banques et établissements financiers interviennent sur ce marché dans le cadre d'un dispositif décentralisé dont les règles de fonctionnement seront fixées par une instruction de la Banque d'Algérie.

Article 2 : Le marché interbancaire des changes est un marché entre banques et établissements financiers, intermédiaires agréés. Il regroupe toutes les opérations de change au comptant ou à terme entre monnaie nationale et devises étrangères librement convertibles.
La Banque d'Algérie peut intervenir sur le marché interbancaire des changes.

Le marché interbancaire des changes peut, par instruction de la Banque d'Algérie, être élargi aux institutions financières non bancaires.

La Banque d'Algérie peut agréer toute institution ou agent de change pour traiter d'opérations de change entre monnaie nationale et devises étrangères librement convertibles.

Ledit agrément précise expressément la (ou les) catégorie (s) d'opérations autorisées.

Article 3 : La Banque d'Algérie laisse à la disposition des intermédiaires agréés, certaines catégories de ressources en devises.

En contre partie, les intermédiaires agréés sont tenus d'utiliser ces ressources pour la couverture des engagements avec l'étranger contractés régulièrement par eux-mêmes ou par leur clientèle, au titre notamment des opérations visées à l'article 5 ci-dessous.

Article 4 : Les ressources en devises laissées à la disposition des intermédiaires agréés sont :

- les recettes provenant des exportations hors hydrocarbures et produits miniers, à l'exclusion de la partie revenant à l'exportateur conformément à la réglementation en vigueur ;
- les sommes provenant de tout crédit financier ou d'emprunt en devises contracté par les intermédiaires agréés pour leur besoin propre ou pour celui de leur clientèle ;
- les sommes provenant d'achats effectués sur le marché des changes ;
- toute autre ressource que définira, en tant que de besoin, la Banque d'Algérie.

Article 5 : Ces ressources doivent être utilisées pour couvrir les opérations courantes de l'intermédiaire agréé ou de sa clientèle à savoir :

- le refinancement et les avances sur recettes provenant des exportations hors hydrocarbures et produits miniers ;
- la couverture d'acomptes non finançables relatifs aux contrats d'importation ;
- la couverture, en cash, d'importations de biens ou de services ne bénéficiant pas de financement extérieur ;
- le paiement des échéances de dettes extérieures ;
- toutes autres obligations de paiement conformes à la réglementation.

Article 6 : Les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés sont autorisés à prendre des positions de change.

Peuvent également prendre des positions de change, les institutions financières non bancaires admises, au titre de l'alinéa 3 de l'article 2 du présent règlement, à intervenir sur le marché interbancaire des changes.

Une instruction de la Banque d'Algérie fixera les normes relatives aux positions de change.

Article 7 : Dans le cadre de la gestion de ses réserves, la Banque d'Algérie intervient sur le marché au comptant.

Article 8 : Le taux de change des devises se détermine sur le marché interbancaire des changes.

Article 9 : Toutes dispositions contraires au présent Règlement sont abrogées.

Annexe n°6

INSTRUCTION N° 78/95 DU 26 DECEMBRE 1995 PORTANT REGLES RELATIVES AUX POSITIONS DE CHANGES

Article 1 : En application de l'Article 6 du règlement N° 95/08 du 23 Décembre 1995 relatif au marché des changes, la présente instruction a pour objet de fixer les règles relatives aux positions de change, telles que définies et qualifiées à l'Article 4 ci-dessous.

Article 2 : Les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés, intervenant sur le marché interbancaire des changes doivent disposer :

- d'un système permanent de mesure permettant d'enregistrer immédiatement les opérations en devises et de calculer les résultats ainsi que les positions de change globales et les positions de change par devise étrangère,

- d'un système de surveillance et de gestion des risques encourus faisant apparaître les limites fixées par les responsables autorisés et les conditions dans lesquelles ces limites sont respectées,

- d'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes nécessaires pour assurer le respect des deux dispositions précédentes.

Article 3 : Les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés au sens du règlement N° 95/07 du 23 Décembre 1995 modifiant et remplaçant le règlement N° 92/04 du 22 Mars 1992 relatif au contrôle des changes, sont tenus de respecter en permanence :

- un rapport maximum de 10 % entre le montant de leur position longue ou courte dans chaque devise étrangère et le montant de leurs fonds propre,

- un rapport maximum de 30 % entre la plus élevée des sommes des positions longues ou des positions courtes pour l'ensemble des devises et le montant de leurs fonds propres.

Article 4 : Pour l'application de la présente instruction, la position de change est qualifiée de longue lorsque les avoirs excèdent les dettes : elle est qualifiée de courte lorsque les dettes excèdent les avoirs.

Article 5 : Sont assimilés à des devises étrangères, pour l'application de la présente instruction les métaux précieux tel que l'or et l'argent détenus sous une forme négociable.

Article 6 : Les positions de change, longues ou courtes, sont déterminées à partir des éléments suivants :

- les éléments d'actif et de passif libellés en devises étrangères, y compris les intérêts courus, à payer ou à recevoir, échus ou non échus,

- les opérations de change au comptant et à terme,

- les opérations d'achat et de vente de titres ainsi que d'instruments financiers à terme libellés en devises étrangères,

- les différences d'intérêts courus, à payer ou à recevoir, échus ou non échus, relatifs aux opérations de hors bilans,
- les intérêts à payer ou à recevoir non courus relatifs à des opérations de bilan et de hors bilan lorsqu'ils ont fait l'objet d'une opération de couverture,
- les garanties et engagements similaires libellés en devises étrangères lorsqu'ils sont certains d'être appelés ou d'être irrévocable,
- toute autre opération que la Banque d'Algérie définira par voie d'instruction.

Article 7 : Sont exclues des éléments définis à l'article 6 ci-dessus :

- les opérations dont le risque de change est supporté par l'Etat,
- les positions structurelles, c'est à dire les immobilisations corporelles et incorporelles, les titres de participation, les titres de filiales ainsi que la dotation des succursales à l'étranger.

Article 8 : Les provisions affectées à la couverture d'éléments d'actifs ou de hors bilan et constituées dans des devises autres que celles des actifs ou de hors bilan concernés doivent être :

- prises en compte dans le calcul de la position de change de la devise dans laquelle est libellée la créance,
- et exclues de la position de change de la devise dans laquelle la provision est constituée.

Article 9 : Les fonds propres au sens de la présente instruction sont ceux définis aux articles 4 à 8 de l'instruction N° 74/94 du 29 Novembre 1994 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

Article 10 : Les éléments de calcul des deux rapports indiqués à l'article 3 ci-dessus sont extraits de la comptabilité des banques et établissements financiers, intermédiaires agréés.

Article 11 : Les banques et établissements financiers, intermédiaires agréés, adressent à la Banque d'Algérie - Direction Générale des Relations Financières Extérieures - une déclaration quotidienne reprenant leurs positions de change par devise étrangère.

En outre, ils doivent transmettre mensuellement, et en double exemplaire, à la Direction Générale des Etudes en même temps que les situations mensuelles 10 R, le modèle "Surveillance des Positions de Change" joint en annexe. Ce modèle recense, sur une base consolidée :

- les positions de change par devise et globalement,
- les fonds propres.

Article 12 : La présente instruction entre en application à compter de la date d'entrée en vigueur du règlement N° 95/08 du 23 Décembre 1995 relatif au marché des changes.

Annexe n°7

INSTRUCTION N° 79/95 DU 27 DECEMBRE 1995 PORTANT ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ INTERBANCAIRE DES CHANGES

Article 1 : En application du règlement N° 95/08 du 23 Décembre 1995 relatif au marché des changes, la présente instruction a pour objet de préciser l'organisation et le fonctionnement du marché interbancaire des changes ainsi que les conditions générales qui régissent les opérations qui y sont traitées.

I – ORGANISATION

Article 2 : Le marché interbancaire des changes est un marché sur lequel les intervenants peuvent effectuer des opérations d'achat et de vente entre monnaie nationale et devises étrangères librement convertibles.

Article 3 : Le marché interbancaire des changes comprend deux compartiments :

- le marché interbancaire des changes au comptant (spot)
- le marché interbancaire des changes à terme (forward).

Article 4 : Le marché interbancaire des changes au comptant est un marché sur lequel les intervenants réalisent des opérations de change au comptant.

Article 5 : Le marché interbancaire des changes à terme est un marché sur lequel les intervenants réalisent des opérations de change à terme.

Article 6 : Le marché interbancaire des changes est un marché non localisé. Les opérations y sont traitées par téléphone, télex et autres systèmes électroniques. Les intervenants sont les intermédiaires agréés qui ont à connaître les ordres de leur clientèle ou cherchent à améliorer la rentabilité de leur trésorerie en dinars et en devises.

II – FONCTIONNEMENT

Article 7 : Les intervenants sur le marché interbancaire des changes ne peuvent y traiter que de la monnaie en compte.

Les intermédiaires agréés sont autorisés, dans le cadre de la réglementation du contrôle du commerce extérieur et des changes, à :

- vendre aux banques non-résidentes la monnaie nationale contre des devises étrangères librement convertibles,
- vendre des devises étrangères librement convertibles contre la monnaie nationale détenue dans un compte en dinars convertibles,
- acheter et vendre des devises étrangères librement convertibles contre des devises étrangères librement convertibles,
- acheter et vendre entre intermédiaires agréés du marché interbancaire des changes des devises librement convertibles contre monnaie nationale.

Article 8 : Le marché interbancaire des changes fonctionne de façon continue. Les intervenants peuvent réaliser des transactions durant tous les jours ouvrés. Les transactions de change sont traitées de gré à gré. Les cours de change sont déterminés par le libre jeu de l'offre et de la demande.

Les intermédiaires agréés participant au marché interbancaire des changes sont tenus d'afficher, à titre indicatif, de façon continue les cours de change au comptant, à l'achat et à la vente des devises habituellement traitées contre dinar.

Article 9 : Le jour ouvré d'une devise est un jour où les banques sont ouvertes pour les opérations interbancaires dans le centre financier désigné dans l'opération de change pour la devise considérée. Dans le cas où la date de commencement, la date d'échéance ou la date de paiement ne serait pas un jour ouvré, les parties fixeront le mode de détermination du jour ouvré parmi les trois (3) possibilités suivantes :

- le jour suivant : la date sus visée est reportée au jour ouvré suivant,
- le jour ouvré suivant sauf fin de mois : si la date sus visée, reportée au jour ouvré suivant tombe au début du mois calendaire suivant, la date de paiement sera ramenée au jour ouvré précédent,
- le jour ouvré précédent : la date sus visée est ramenée au jour ouvré précédent.

Article 10 : Le centre financier d'une devise est la place financière indiquée lors de la conclusion de la transaction de change et dont l'ouverture est nécessaire pour la détermination des jours ouvrés ou, à défaut d'indication, la place financière reconnue comme la plus importante dans le pays dont la devise de l'opération de change est la monnaie légale et notamment : New York pour le Dollar US, Tokyo pour le Yen, Frankfurt pour le Deutsche Mark, Londres pour la Livre sterling, Zurich pour le Franc Suisse, Paris pour le Franc Français et Alger pour le Dinars Algérien.

Article 11 : Les opérations de change sont toutes transactions entre les parties, pour l'achat par une partie d'un montant convenu dans une monnaie contre la vente à une autre partie d'un autre montant convenu libellé dans une autre monnaie. La livraison des deux montants intervient à la même date de valeur. Lors de chaque transaction, chaque partie spécifie (verbalement, par écrit ou par voie électronique), la devise achetée, la devise vendue, le montant acheté, le montant vendu, le cours, la date de valeur, la date d'échéance (pour les opérations de change à terme) et le lieu de livraison de la devise à recevoir.

Article 12 : L'opération de change au comptant est une transaction par laquelle deux parties conviennent d'échanger une monnaie contre une autre à un prix appelé "cours comptant" ou "spot", la livraison de ces monnaies intervient généralement le deuxième jour ouvré suivant la date de conclusion de la transaction. Toutefois, les parties peuvent convenir d'une livraison des monnaies à échanger, le jour-même ou le jour ouvré suivant la date de conclusion de cette transaction.

Article 13 : L'opération de change à terme est une transaction par laquelle deux parties conviennent d'échanger une monnaie contre une autre à un prix appelé "cours à terme" ou "forward" ou "outright". La livraison des monnaies échangées intervient à une date d'échéance future qui peut tomber dans une période allant de trois (03) jours à une (01) année.

Article 14 : Par "confirmation", il faut entendre toute opération de change qui doit être confirmée par les parties. Cette opération de change se traduit par l'échange d'une confirmation écrite par lettre, telex, télécopie ou tout autre moyen électronique. Toutefois, la non confirmation d'une transaction par une partie n'entraîne pas sa nullité et ne soustrait pas cette partie à ses obligations au titre de cette opération. La confirmation doit indiquer la date de son émission, la date de la transaction, la monnaie achetée, la monnaie vendue, le montant acheté, le montant vendu, le cours de change, la date de commencement et la date d'échéance

(pour les opérations de change à terme), la date et le lieu de paiement de la monnaie achetée et de la monnaie vendue.

Article 15 : La date de la transaction est la date à laquelle les parties ont conclu la transaction de change et à laquelle cette transaction entre en vigueur.

Article 16 : La date de commencement est le jour convenu entre les parties qui est le premier jour pris en considération pour la détermination du report / déport dans une opération de change à terme.

Article 17 : La date d'échéance est le jour convenu entre les parties qui est le dernier jour pris en considération pour la détermination des montants de paiement des monnaies à échanger dans une transaction de change à terme.

Article 18 : La date de paiement est toute date précisée comme telle lors de la conclusion de la transaction de change.

Article 19 : La base de calcul du (des) montants (s) de paiement de la (des) devise (s) dans les transactions de change à terme est une fraction définie lors de la conclusion de la transaction de change à terme pouvant avoir notamment l'un des sens suivants : base exacte / 360, base exacte/ 365, base 30/360.

Article 20 : La base exacte / 360, eu égard à chaque période d'application, est une fraction dont le numérateur est le nombre exact de jours écoulés durant cette période et dont le dénominateur est 360.

Article 21 : La base exacte / 365, eu égard à chaque période d'application est une fraction dont le numérateur est le nombre exact de jours écoulés durant cette période et dont le dénominateur est 365. Si la période d'application est à cheval sur deux années dont une est bissextile, ce sera la somme d'une part, de la fraction dont le numérateur est le nombre exact de jours écoulés durant l'année non bissextile et dont le dénominateur est 365 et d'autre part, de la fraction dont le numérateur est le nombre exact de jour écoulés durant l'année bissextile et dont le dénominateur est 366.

Article 22 : La base 30/360 ou 360 /360, eu égard à chaque période d'application, est une fraction dont le numérateur est le nombre de jours écoulés durant cette période, calculé sur une année de douze (12) mois de trente jours et dont le dénominateur est 360.

Article 23 : Le report ou déport constitue le différentiel de taux d'intérêt sur les monnaies échangées appliqué au cours comptant et à la durée de l'opération de change à terme. Le résultat est rapporté au nombre de jours dans l'année. Le Report est la prime à rajouter au cours comptant pour déterminer le cours à terme. Le Déport est la décote à retrancher du cours comptant pour déterminer le cours à terme.

Article 24 : Sauf dispositions particulières stipulées lors de la conclusion de la transaction de change, les paiements seront effectués comme suit :

- chaque partie paiera à l'autre à la date la concernant le montant prévu lors de la conclusion de la transaction de change,
- lorsque les deux parties sont liées par plusieurs transactions de change, échéant à une même date de valeur et donnant lieu à des paiements réciproques de montants libellés dans une

même monnaie, il peut être procédé à la compensation des paiements à hauteur de l'obligation de paiement la moins élevée. La différence est réglée à l'autre partie par la partie débitrice de la somme la plus élevée.

Article 25 : Les parties s'obligent, l'une envers l'autre, à exécuter réciproquement les paiements qui leur incombent. Chaque partie peut désigner une banque ou un établissement financier de premier ordre pour s'assurer que les paiements seront effectués d'une façon réciproque, à charge pour cette partie d'assumer les frais y afférents. A tout moment ce choix obligera l'autre partie.

Article 26 : Sous réserve des dispositions de l'alinéa 2 de l'article 25 ci-dessus, chaque partie est tenue d'exécuter le paiement qui lui incombe conformément aux termes de la transaction de change.

Article 27 : Tout retard de paiement d'un quelconque montant dû au titre d'une opération de change, entraîne pour la partie l'ayant provoqué, le paiement à l'autre partie :

- des intérêts de retard qui seront calculés sur ce montant entre la date de paiement initialement prévue dans la transaction et la date de paiement effectif au prix du marché majoré d'une pénalité de retard de 1 %. Ces intérêts seront capitalisés si la période de retard de paiement excède une année ;
- du montant des frais supportés par la partie non défaillante suite à ce retard de paiement.

Article 28 : Chaque partie est tenue d'effectuer, en faveur de l'autre partie, le paiement de tout montant qu'elle lui doit au titre de la transaction de change, net de toute déduction ou retenue de quelque nature que ce soit.

Article 29 : Chaque partie peut résilier une transaction de change, lorsqu'elle constate un cas de défaut de l'autre partie ou l'apparition de circonstances nouvelles.

Article 30 : Peut être considéré comme un "cas de défaut" pour l'une des parties, ci-après dénommée "la partie défaillante", l'un des événements suivants :

- l'inexécution totale ou partielle d'un paiement prévu dans une transaction de change, à laquelle il n'aurait pas été remédié dans les trois (03) jours qui suivent la date de notification du défaut de paiement adressée par l'autre partie, ci-après dénommée "la partie non défaillante",

- l'inexécution de toute autre disposition de la transaction de change à laquelle il n'aurait pas été remédié dans les dix (10) jours qui suivent la date de notification adressée par la partie non défaillante,

- l'une des déclarations prévues à l'Article 40 s'avère fausse ou cesse d'être correcte,

- la déclaration de l'impossibilité d'honorer ses obligations,

- la notification à la partie non défaillante du refus de respecter ses engagements,

- le non paiement de toute dette vis à vis de quelques créanciers que ce soit, sauf en cas d'erreur matérielle avérée ou si le montant non réglé fait l'objet d'un litige sérieux et prouvé,

- sous réserve du droit applicable à cette situation, cette partie se trouve dans une situation de moratoire administratif ou judiciaire ou fait l'objet d'une procédure de liquidation amiable ou de procédure collective de règlement du passif,

- suite à une opération de fusion avec l'absorption par, ou de transfert de tout ou partie de son actif à une autre entité et que la solvabilité de la nouvelle entité qui en résulte se révèle nettement plus mauvaise que celle qui était la sienne avant une telle opération,
- lorsqu'une quelconque garantie est délivrée en faveur de la partie non défaillante au titre d'une transaction de change.

Article 31 : Constitue une "circonstance nouvelle" pour l'une des parties, ci-après dénommée "la partie affectée", l'application d'une nouvelle loi, d'une nouvelle réglementation, la modification de l'interprétation judiciaire ou administrative qui en est faite, dont il résulterait qu'une opération de change effectuée par la partie affectée est illicite. Si un tel cas se produit, la partie affectée le notifiera immédiatement à l'autre partie (la partie non affectée), en précisant la nature des circonstances nouvelles qui l'affectent.

Article 32 : Pendant un délai de trente (30) jours calendaires à compter de cette notification, les parties négocieront pour trouver une solution mutuellement satisfaisante pour rendre la transaction de change licite. En particulier, la partie affectée s'engage à faire tout son possible pour transférer l'opération de change à une de ses succursales ou filiales et à garantir l'exécution des obligations transférées ou cédées. Toutefois, aucun transfert ni cession ne peut être réalisé sans l'accord préalable de la partie non affectée ; de même, il ne peut entraîner pour cette dernière, de coûts supplémentaires. Au cas où les deux parties ne trouvent pas de solution mutuellement satisfaisante, la partie affectée pourra notifier la résiliation de la transaction de change à la partie non affectée.

Article 33 : Nonobstant la résiliation de l'opération de change, la partie affectée restera tenue à l'égard de la partie non affectée, de tout autre paiement qui pourrait lui être réclamé au titre de l'opération de change.

Article 34 : A la date de calcul de l'indemnité, la partie non-défaillante calculera :

- tout montant que lui doit, à cette date, la partie défaillante au titre des retards de paiements
- tout montant qu'elle doit à la partie défaillante, à cette date au titre de la suspension de ses paiements.

Les montants ci-dessus sont compensés en vue de dégager le solde de liquidation qui doit être payé :

- par la partie défaillante à la partie non défaillante s'il est positif ;
- par la partie non défaillante à la partie défaillante s'il est négatif.

Article 35 : En cas de résiliation, le montant de l'indemnité de résiliation est calculé par la partie non affectée de la même manière que celle indiquée à l'article 34 ci-dessus :

- si le calcul de l'indemnité fait apparaître une perte subie par la partie non affectée, la partie affectée devra lui payer le montant de cette perte,
- si le calcul de l'indemnité fait ressortir, pour la partie non affectée un profit, elle devra payer la partie affectée dans la limite de ce profit, la perte subie qu'elle a déterminé.

Article 36 : La date de calcul de l'indemnité est la date indiquée dans l'avis de résiliation à laquelle la partie bénéficiant d'un droit à l'indemnité effectuera le calcul de l'indemnité prévue à l'article 34 et qui devra se situer entre les troisième et dixième jour après la date de résiliation.

Article 37 : La date de résiliation est la date de la réception de la notification de la résiliation.

Article 38 : Les indemnités indiquées aux articles 34 et 35 sont payables dans les trois (03) jours ouvrés suivants la date de leur calcul.

Article 39 : Le lieu de paiement du (des) montant (s) à verser à la partie bénéficiaire est le compte indiqué dans la confirmation par la partie bénéficiaire à l'autre partie.

Article 40 : En concluant toute transaction de change, chaque partie est présumée avoir déclaré :

- qu'elle est régulièrement constituée et qu'elle exerce ses activités conformément aux lois et règlements qui lui sont applicables,

- qu'elle dispose de tout le pouvoir et la capacité de conclure des transactions de change, et que la conclusion de telles transactions a été valablement autorisée par ses organes sociaux,

- que toutes les obligations nées de toutes les transactions de change conclues ont une force obligatoire à son encontre,

- qu'aucun cas de défaut ou menace de cas de défaut n'affecte sa capacité à conclure des transactions de change et à exécuter les paiements qui en découlent,

- qu'il n'existe pas à son encontre d'actions judiciaires, de réclamations en cours ou, à sa connaissance, de menaces de poursuites judiciaires ou de réclamations dont il pourrait découler une détérioration significative de sa solvabilité ou qui pourraient affecter la bonne exécution de ses transactions de change.

Article 41 : les intermédiaires agréés doivent établir régulièrement les états statistiques ci-après :

- état quotidien des transactions de change (cf. annexe 1)

- état des transactions de change par date d'échéance (cf. annexe 2)

- état récapitulatif des opérations de change par devises et date d'échéance (cf.annexe 3)

- situation quotidienne de trésorerie par devise (cf. annexe 4)

- situation périodique de trésorerie par devise (cf. annexe 5)

- situation quotidienne de trésorerie en dinars (cf. annexe 6)

- situation périodique de trésorerie (cf. annexe 7)

Ces états sont destinés au contrôle interne. Un texte réglementaire de la Banque d'Algérie précisera le type d'information dont elle sera destinataire.

III - DISPOSITIONS DIVERSES

Article 42 : Le solde de trésorerie des intervenants sera placé au jour le jour auprès de la Banque d'Algérie.

Article 43 : Toutes dispositions contraires à celles de la présente instruction sont abrogées.

Article 44 : La présente instruction entre en vigueur à compter du 02 Janvier 1996.

Table des matières :

Introduction générale	1
Première partie : Les mécanismes de change	6
Introduction de la première partie	6
Chapitre I : Le marché des changes	8
Introduction au chapitre I.....	8
Section 1 : Généralités.....	9
1-1) les principaux termes utilisés dans le marché des changes.....	9
1-1-1) Le marché des changes.....	9
1-1-2) Les modalités de change.....	10
1-1-2-1) Le change manuel.....	10
1-1-2-2) Le change scriptural.....	10
1-1-3) Les cotations de change.....	11
1-1-3-1) Les cotations au certain et à l'incertain.....	11
1-1-3-2) Cours acheteur et vendeur.....	12
1-1-3-3) Cours croisés sur cours acheteur et vendeur.....	12
1-1-3-4) Les opportunités d'arbitrage.....	13
1-1-4) L'arbitrage de change.....	14
1-1-4-1) Arbitrage spatial entre produits identiques et unicité du prix.....	15
1-1-4-2) Arbitrage entre service ou rendement et relation de prix.....	15
1-1-5) La spéculation sur le taux de change.....	17
1-1-5-1) Spéculation sur le change au comptant.....	18
1-1-5-2) Spéculation sur le change à terme.....	19
1-1-5-3) Spéculation à l'aide de produits dérivés.....	19
1-1-6) La position de change.....	20
1-2) La couverture du risque de change.....	21
1-2-1) Les méthodes de couverture interne du risque de change.....	22
1-2-1-1) Le choix d'une devise et du prix en devises.....	22
1-2-1-2) L'indexation monétaire.....	23
1-2-1-3) Le système de compensation multilatérale (netting).....	23
1-2-1-4) Les centres de refacturation.....	24
1-2-1-5) La mise en commun.....	24
1-2-1-6) Le termaillage.....	25

1-2-1-7) La diversification monétaire.....	25
1-2-2) Les méthodes de couverture externe du risque de change.....	26
1-2-2-1) L'avance en devises.....	27
1-2-2-2) La couverture sur le marché monétaire et / ou sur le marché des eurodevises.....	27
1-2-2-3) Les produits de type assurance.....	28
1-2-2-4) La couverture à terme : l'utilisation des contrats forwards et des contrats futures.....	29
1-2-2-5) La couverture par les swaps.....	32
1-2-2-6) La couverture par les options.....	33
Section 2 : Les opérations de change.....	34
2-1) Les participants sur le marché des changes	34
2-1-1) Les banques commerciales et les banques d'investissement.....	34
2-1-2) Les banques centrales.....	35
2-1-3) Les institutions financières non bancaires.....	36
2-1-4) La clientèle privée.....	37
2-1-5) Les courtiers.....	38
2-2) Les opérations au comptant.....	39
2-2-1) La formation du taux de change au comptant.....	39
2-2-2) L'organisation du marché des changes.....	41
2-2-3) La taille du marché des changes	42
2-2-4) Les principales devises négociées sur le marché des changes interbancaire.....	43
2-2-5) Les modalités de fonctionnement du marché des changes interbancaire au comptant.....	45
2-2-5-1) Le rôle des cambistes.....	45
2-2-5-2) Les deux niveaux du marché des changes interbancaire.....	47
2-2-5-3) L'impact de l'électronique sur le marché des changes au comptant.....	48
2-3) Les opérations à terme.....	50
2-3-1) Le principe des cours de change à terme.....	50
2-3-2) Les volumes de transaction sur le marché à terme.....	51
2-3-3) Les caractéristiques du marché à terme.....	52
Conclusion du chapitre I.....	53
Chapitre II : Les régimes de change.....	54
Introduction au chapitre II.....	54

Section 1 : Les régimes de change fixes.....	55
1-1) Types des régimes de change fixes.....	55
1-1-1) Les régimes de caisse d'émission.....	56
1-1-1-1) Définition de la caisse d'émission	56
1-1-1-2) Les effets attendus d'une caisse d'émission	57
1-1-1-3) Les performances macroéconomiques des caisses d'émission.....	60
1-1-2) Les unions monétaires.....	62
1-1-2-1) Le contexte de l'abandon des souverainetés nationales.....	63
1-1-2-2) La dollarisation.....	64
1-1-2-3) Les unions monétaires régionales.....	76
Section 2 : les régimes de change intermédiaires et flottants.....	79
2-1) Les régimes de change intermédiaires.....	79
2-1-1) Les types de régimes de change intermédiaires.....	79
2-1-1-1) Les taux de change fixes mais ajustables.....	79
2-1-1-2) Les parités glissantes : (crawling peg).....	80
2-1-1-3) L'ancrage sur un panier.....	80
2-1-1-4) Les zones cibles ou bandes.....	80
2-1-1-5) Le flottement dirigé.....	80
2-1-2) La fragilité des régimes de change intermédiaires.....	81
2-2) Le régime de change flottant.....	81
2-2-1) Dynamique et transition.....	82
2-2-2) Avantages et inconvénients du régime de change flottant	85
2-2-3) L'incertitude sous le régime de change flottant.....	86
2-3) Les régimes de change les plus sujets aux crises	86
2-4) Fragilité financière et régimes de change : quels sont les liens ?.....	89
2-4-1) L'approche en terme d'aléa moral.....	89
2-4-2) L'approche en terme de « péché originel »	91
2-4-2-1) La mesure du « péché originel ».....	91
2-4-2-2) Les causes du « péché originel »	92
2-4-3) L'approche en terme d'engagement	93
2-5) Les obstacles à un libre flottement des monnaies dans les pays émergents	94
Conclusion du chapitre 2	97
Chapitre III : Les ajustements cambiaux en régime de change fixe.....	98

Introduction au chapitre III.....	98
Section 1 : Les causes et les motivations d'une dévaluation.....	99
1-1) Aperçu historique sur les dévaluations et les réévaluations	100
1-1-1) Le système monétaire avant 1914.....	100
1-1-2) De la première guerre mondiale à la conférence de Bretton Woods	100
1-1-3) Histoire du système monétaire et des principales monnaies depuis la conférence de Bretton Woods.....	102
1-2) Causes et motivations des dévaluations de basse conjoncture	106
1-2-1) Le déficit budgétaire comme cause de dévaluation	106
1-2-2) La dévaluation comme politique d'amélioration de l'emploi	107
1-2-2-1) La dévaluation anglaise de 1931	107
1-2-2-2) La dévaluation américaine de 1933	108
1-2-2-3) La dévaluation belge de 1935	108
1-3) Causes et motivations des dévaluations de haute conjoncture	109
1-3-1) L'expansion inflationniste processus destructeur de l'équilibre extérieur	109
1-3-1-1) Expansion et solde commercial	109
1-3-1-2) Expansion et balance des capitaux	110
1-3-2) Déflation ou dévaluation	112
1-3-2-1) Les mesures commerciales	112
1-3-2-2) La politique de stabilisation intérieure	114
Section 2 : Les modalités, les contraintes, les effets et les conséquences d'une dévaluation.....	115
2-1) Les modalités et les contraintes.....	116
2-1-1) Les agents de décision.....	116
2-1-1-1) Les agents nationaux	116
2-1-1-2) Les influences étrangères et internationales	116
2-1-2) La détermination du taux de dévaluation.....	118
2-1-3) Les mesures d'accompagnement	119
2-1-3-1) La dévaluation en situation d'inflation	119
2-1-3-2) La dévaluation en période de récession.....	122
2-2) Les effets et les conséquences.....	122
2-2-1) Effets mécaniques de la dévaluation sur le prix des importations et des exportations.....	124

2-2-2) L'écart de prix des exportations et des importations doit permettre un gain de compétitivité des prix à l'exportation.....	126
2-2-3) Le gain de compétitivité doit s'appliquer à un surplus exportable.....	127
2-2-4) Le surplus exportable doit effectivement être exporté	129
Section 3 : La réévaluation.....	133
3-1) Les motivations d'une réévaluation.....	133
3-1-1) Les déséquilibres conjoncturels.....	134
3-1-1-1) La disparité des taux d'inflation.....	134
3-1-1-2) L'inflation importée	134
3-1-1-3) Les mouvements de capitaux spéculatifs	135
3-1-2) Les déséquilibres structurels	135
3-2) Les modalités de la réévaluation.....	136
3-2-1) Les agents de la décision.....	136
3-2-2) Caractères de l'opération	137
3-2-2-1) La réévaluation de fait	137
3-2-2-2) La réévaluation camouflée	137
3-2-3) Le choix du taux	137
3-3) Les effets de la réévaluation.....	138
3-3-1) Effets de la réévaluation sur les échanges de biens et services.....	138
3-3-1-1) Sur les marchés mondiaux.....	138
3-3-1-2) Sur les marchés intérieurs	138
3-3-2) Effets sur les mouvements de capitaux	139
3-3-3) Effets sur les prix et la lutte contre l'inflation	140
3-3-4) Conséquences néfastes d'une réévaluation.....	140
Conclusion du chapitre III.....	141
Conclusion de la première partie	142
Deuxième partie : La politique de change en Algérie	145
Introduction de la deuxième partie	145
Chapitre IV : L'évolution des régimes de change en Algérie	147
Introduction au chapitre IV.....	147
Section 1 : Les différents régimes de change depuis l'indépendance.....	148
1-1) Le régime de fixité par rapport à une seule monnaie.....	148
1-1-1) Appartenance à la zone Franc (1962 - 1963).....	148

1-1-2) Ancrage par rapport au franc français (1964 – 1973)	149
1-2) Régime fixe par rapport à un panier de monnaies (1973 – 1994).....	149
1-2-1) Politique de change passive.....	153
1-2-2) Politique de change active	154
1-2-2-1) Les dévaluations rampantes	155
1-2-2-2) La première dévaluation officielle	155
1-2-2-3) La deuxième dévaluation officielle	156
1-2-3) La situation avant les dévaluations	156
1-2-4) Les résultats.....	158
1-3) Régime de change de flottement géré (de 1994 à nos jours)	159
1-3-1) Le fixing (de septembre 1994 à décembre 1995).....	159
1-3-2) Le marché interbancaire des changes (depuis 1996).....	161
Section 2 : Présentation du marché interbancaire des changes.....	163
2-1) Les opérations et les ressources utilisées au marché interbancaire des changes.....	163
2-2) La surveillance et fonctionnement du marché interbancaire des changes.....	165
2-2-1) La surveillance du marché interbancaire des changes	165
2-2-2) Fonctionnement	165
2-3) Les positions de change.....	169
2-4) Les perspectives de développement du marché de change en Algérie.....	171
2-4-1) Les enseignements de ce marché	171
2-4-2) Perspectives et suggestions.....	172
Conclusion du chapitre IV.....	174
Chapitre V : La conduite de la politique des changes et la libéralisation progressive de	
la réglementation des changes.....	175
Introduction au chapitre V.....	175
Section 1 : La conduite de la politique des changes en Algérie.....	176
1-1) La stabilisation du taux de change du dinar.....	176
1-1-1) Types du taux de change	176
1-1-1-1) Les taux de change bilatéraux	176
1-1-1-2) Les taux de change effectifs	178
1-1-2) Le taux de change d'équilibre	180
1-1-2-1) Définition	180
1-1-2-2) Mesure du taux de change d'équilibre	181

1-1-3) Le taux de change du dinar	182
1-2) La détérioration du pouvoir d'achat des ménages algériens.....	185
Section 2 : L'évolution du contrôle des changes en Algérie.....	190
2-1) La phase du contrôle des changes renforcée.....	191
2-1-1) Période 1962 – 1970	191
2-1-2) Période 1971 – 1977	192
2-1-3) Période 1978 – 1988.....	193
2-2) Adaptation du contrôle des changes à la transition économique depuis 1988.....	194
2-2-1) Période 1990 – 1994	195
2-2-2) Période 1995 – 1997	196
2-2-3) Période 1998 à nos jours	197
2-3) Infractions à la réglementation des changes.....	201
2-4) La convertibilité du dinar algérien.....	203
2-4-1) Plaidoyer pour une convertibilité totale du dinar.....	203
2-4-2) A quand l'ouverture des guichets de change ?.....	205
2-4-3) Les modalités et conditions de mise en place d'un marché des changes au comptant et à terme.....	206
2-4-3-1) La mise en place d'un marché des changes au comptant	206
2-4-3-2) La mise en place d'un marché monétaire des devises	208
2-4-3-3) La mise en place d'un marché de changes à terme	209
2-4-4) La convertibilité n'est pas pour demain.....	209
Conclusion du chapitre V.....	212
Chapitre VI : Evolution et gestion des réserves de change.....	213
Introduction au chapitre VI.....	213
Section 1 : Gestion des réserves de change : directives et conséquences pour les marchés.....	214
1-1) Directives pour la gestion des réserves de change.....	214
1-1-1) Définitions.....	214
1-1-1-1) Définition des réserves de change.....	214
1-1-1-2) Définition de la gestion des réserves de change.....	215
1-1-2) Objectifs et stratégie de la gestion des réserves.....	216
1-1-2-1) Objectifs	216
1-1-2-2) Stratégie et coordination de la gestion des réserves	217

1-1-3) Transparence et responsabilité.....	219
1-1-3-1) Clarté des rôles, responsabilités et objectifs des organismes financiers chargés de la gestion des réserves.....	220
1-1-3-2) Transparence des opérations effectuées sur le marché aux fins de la gestion des réserves.....	221
1-1-3-3) Accès du public à l'information sur les réserves de change.....	221
1-1-4) Diversité des cadres institutionnels de la gestion des réserves de change.....	222
1-2) La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés.....	224
1-2-1) Evolution de la composition des réserves de change.....	224
1-2-1-1) Diversification de la composition en devises.....	224
1-2-1-2) Diversification des instruments d'investissement utilisés.....	226
1-2-2) Influence des différences entre marchés obligataires américains et européens.....	229
1-2-3) Incidences sur les dynamiques de marché.....	231
1-2-4) Risques inhérents à la gestion des réserves.....	233
1-2-4-1) Risques liés aux marchés extérieurs.....	233
1-2-4-2) Risques opérationnels.....	234
Section 2 : Evolution et gestion des réserves de change algériennes.....	235
2-1) Impact économique de la hausse du cours du pétrole.....	236
2-2) Evolution des réserves de change.....	237
2-3) Gestion et placement des réserves de change.....	251
2-4) Conséquences de la récession mondiale.....	254
Conclusion du chapitre V.....	256
Conclusion de la partie 2	257
Conclusion générale	260
Bibliographie.....	266
Liste des tableaux, graphiques et schémas.....	272
Liste des abréviations.....	273
Table des matières	
Annexes	

Résumé :

La politique de change est au centre de débats de politique économique dans la plupart des pays. Le premier élément d'une politique de change est le choix d'un régime de change, qui définit d'une part, les règles de fonctionnement du marché des changes, et d'autre part, le rôle de l'Etat dans la détermination des cours.

En Algérie, l'évolution du régime des changes, depuis l'indépendance, peut être analysée comme une adaptation des instruments du contrôle aux exigences propres à chaque phase de développement de l'économie nationale et des contraintes qu'elle subit. Aussi, ce travail consiste à analyser les soubassements de la politique de change en Algérie.

Dans le cadre de la libéralisation du régime des changes et en phase avec l'amélioration de la balance des paiements, le marché interbancaire des changes a été mis en place par la Banque d'Algérie dès début 1996.

La politique de gestion du taux de change par la Banque d'Algérie s'inscrit dans le cadre de la politique dite de flottement dirigé du taux de change du dinar vis-à-vis des principales devises, monnaies des plus importants partenaires commerciaux de l'Algérie. L'objectif de la politique de change, depuis la seconde moitié des années 1990, est donc la stabilisation du taux de change effectif réel de long terme du dinar à sa valeur d'équilibre déterminée par les fondamentaux de l'économie nationale.

Mots clés : politique de change, marché de change, taux de change, régime de change, convertibilité du dinar, réserves de change, contrôle des changes, dévaluation.

:

أصبحت سياسة الصرف محور النقاشات في معظم دول العالم. و يشكل اختيار نظام الصرف العنصر الأول فيها، حيث يعرف من جهة، قواعد عمل سوق صرف العملات، و يعرف من جهة أخرى، دور الدولة في تحديد أسعار الصرف.

و يمكن تحليل تطور نظام المبادلات في الجزائر منذ الاستقلال، على أنه تكيف أدوات المراقبة حسب المقتضيات الخاصة لكل مرحلة من مراحل تطور الاقتصاد الوطني و الضغوطات التي يتعرض لها. و عليه، فإن هذا العمل يتمثل في تحليل أسس سياسة الصرف في الجزائر.

و في إطار تحرير نظام الصرف بالموازاة مع مرحلة تحسين ميزانية المدفوعات، أحدث بنك الجزائر مع بداية سنة 1996، سوقا لصرف العملات بين البنوك.

تدخل سياسة تسيير بنك الجزائر لمعدلات الصرف، ضمن إطار السياسة المعروفة بسياسة التعويم الموجه لمعدل سعر صرف الدينار مقابل العملات الصعبة الرئيسية، و هي عملات أهم الشركاء التجاريين للجزائر.

و بالتالي، فإن هدف سياسة الصرف منذ النصف الثاني لسنة 1990، هو تحقيق استقرار معدل الصرف الفعلي على المدى الطويل للدينار حسب قيمة توازنه التي تحددها أساسيات الاقتصاد الوطني.

الكلمات الأساسية: سياسة الصرف، سوق صرف العملات، معدل الصرف، نظام الصرف، قابلية الدينار للصرف، احتياطات الصرف، مراقبة صرف العملات، تخفيض قيمة العملة.