

II.10 Les devises et le change

- Les devises
- Position extérieure du système
- L'Euromarché - formation de l'intérêt, du change
- La formation de la monnaie en système ouvert
- Parité fixe ou flottement du change
- Notes
- Annexe - le FMI

Les Economies des pays développés et en voie de développement, réparties sur l'ensemble de la planète, se caractérisent par une large ouverture vers l'extérieur, impliquant des échanges multilatéraux intenses en biens et services et également en flux financiers.

Lorsque les transactions monétaires liées aux opérations commerciales et les mouvements de capitaux sont plus importants en sortie qu'en entrée, la position extérieure du pays concerné sera déficitaire, assortie d'un endettement vis-à-vis du RdM. A l'inverse, une position extérieure nette créancière comporte un enrichissement du pays, non pas d'un patrimoine réel, mais seulement monétaire, avec les risques de dépréciation, soit par l'inflation, soit par défaut de paiement du ou des pays débiteurs.

Les disparités permanentes entre les balances des paiements des nations participant au commerce mondial ont contribué à l'essor des marchés des devises, financiers, internationaux, dont le but essentiel est le recyclage des devises des agents excédentaires vers ceux déficitaires.

Il est donc indiqué d'étudier les mécanismes relatifs à l'euromarché et aux eurodevises, thèmes qui aujourd'hui sont d'actualité en raison du problème de l'endettement excessif de certains pays.

I. Les devises

Sous ce chapitre, seront analysées les causes permissives ayant créé le terrain favorable au développement du marché des devises. Un premier facteur à mettre en évidence est le retour des monnaies vers la convertibilité externe (1958). Ce retour met fin au modèle des compensations multilatérales des soldes des transactions entre les pays membres de l'UEP (Union Européenne des Paiements), impliquant, au niveau international, la liberté de mouvement des capitaux. Le système bancaire s'est alors adapté à cette nouvelle situation, les opérations de change au comptant et à terme en monnaies étrangères étant pratiquées sur une large échelle. Les flux de capitaux ont donc été accélérés et leur déroulement sécurisé.

Dans ce contexte, les détenteurs d'actifs monétaires se sont enhardis à les placer sous forme de dépôts, hors de leur pays, favorisant du même coup le développement des crédits internationaux. Ainsi, la disparition des obstacles au transfert des capitaux a permis l'apparition d'une Economie financière mondiale, et l'expansion d'un marché transnational des devises.

A la même époque (1957/58), la livre sterling en crise perdait de manière définitive son rôle de monnaie de réserve désormais assumé uniquement par le US\$. Cependant, Londres restait toujours un centre financier de première importance, travaillant de plus en plus avec le dollar, grâce aux dépôts rémunérés par les banques anglaises. Enfin, au début des années 1960, l'intervention de la Banque fédérale, dans le cadre de la régulation Q, a eu pour effet de restreindre, dans une notable mesure, la capacité de crédit du système américain, l'incitant, par conséquent, à s'adresser de plus en plus à l'euromarché, en qualité d'emprunteur notamment. Conjointement, les sociétés américaines ayant des disponibilités de capitaux ont effectué des placements **offshore** pour profiter des meilleurs taux, contribuant à assécher le marché intérieur. Parallèlement, la taxe d'égalisation de l'intérêt était introduite par l'administration Kennedy, dans le but de dissuader les Américains d'acheter des titres de placements étrangers.

Ces facteurs ont alors poussé les banques US à s'installer à l'extérieur de leur pays, leur donnant ainsi la possibilité de s'approvisionner sur l'euromarché et de prêter aux filiales des sociétés américaines sises à l'étranger. Les germes de création et de développement de ce marché étaient donc présents ; à cet égard, il ne manquait qu'un support pour voir les causes permissives entrer en interaction. Ce support a été fourni par les déficits constants enregistrés par la balance des paiements des Etats-Unis ; la fig. No 7 est révélatrice à ce sujet. La compréhension de ce mécanisme quelque peu abstrait passe par l'intégration de la notion de position extérieure d'un pays vis-à-vis d'un ou plusieurs autres.

II. Position extérieure du système

Le recours à un exemple reste encore la meilleure méthode pédagogique pour rendre intelligible un sujet qui n'est pas familier. A cet effet, des chiffres de la BNS relatives à ce thème, nous en extrayons les informations suivantes :

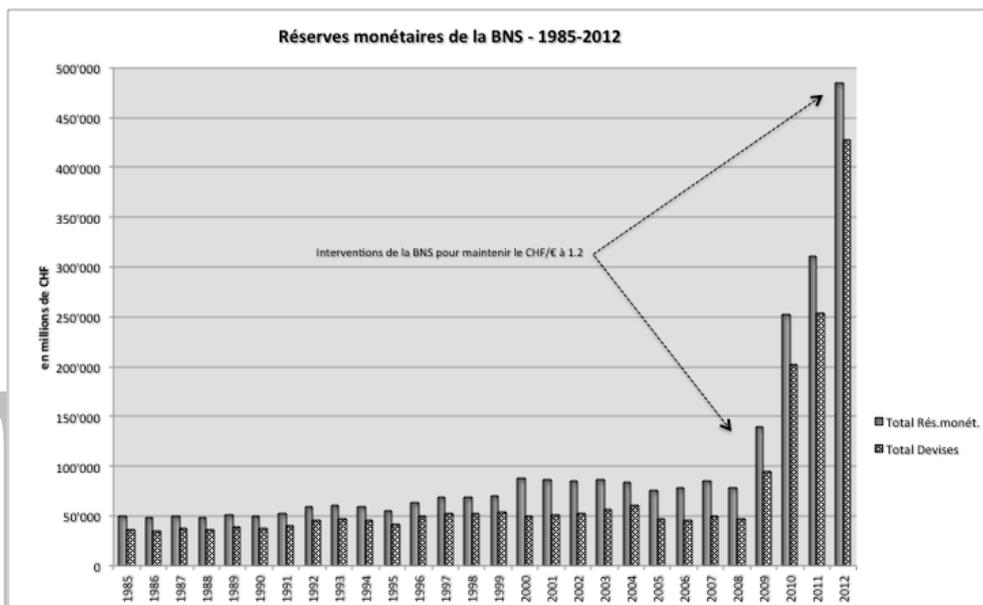
Fig. No 1 - Position extérieure de la Suisse vis-à-vis du RdM
(Réf. statistiques de la BNS - www.snb.ch)

en millions de francs CH											
Actifs-E	BNS et Collect. publ.		S-Passifs	Actifs-E	Système bancaire CH		S-Passifs	Actifs-E	Particuliers, entreprises		S-Passifs
solde 2011	295'643				108'997		solde 2011	solde 2011	651'795		
mouvements				mouvements			mouvements	mouvements			
en 2012	160'034	21'794		en 2012	-17'375	33'045	en 2012	en 2012	62'946	111'649	
solde 2012	433'884				159'417		solde 2012	solde 2012	603'093		
Réf.: Banque nationale suisse											
Position extérieure nette de la Suisse 2012			E = entrée		S = sortie						
Δactifs BNS											
et coll. publ.	138'240		Δpassif système bancaire		50'420		▽actifs particuliers		-48'703		

Commentaires :

- La banque centrale helvétique et les collectivités publiques ont augmenté leurs actifs financiers de Fr 138'240 millions. Par actifs financiers on entend :
 - Les investissements de portefeuille (achat de titres, principalement en bourse pour placement),
 - Les produits dérivés et structurés¹,
 - Les crédits,
 - Les réserves monétaires de la BNS (voir fig. infra).

Fig. No 2 - Evolution des réserves monétaires de la BNS (réf. Idem que fig. 1)



- Le système bancaire CH a augmenté son passif (vis-à-vis de l'étranger) de Fr 50'420 millions. Entrent dans cette catégorie :

	actifs	passifs	
Investissements directs	78'384	32'996	
Investissements de portefeuille	58'278	0	
Prod. dérivés et structurés	63'350	66'039	
Crédits, fiduciaires	487'583	747'977	} secteur bancaire 405'826 secteur n.banc. 341'643
Solde	159'417		
	847'012	847'012	

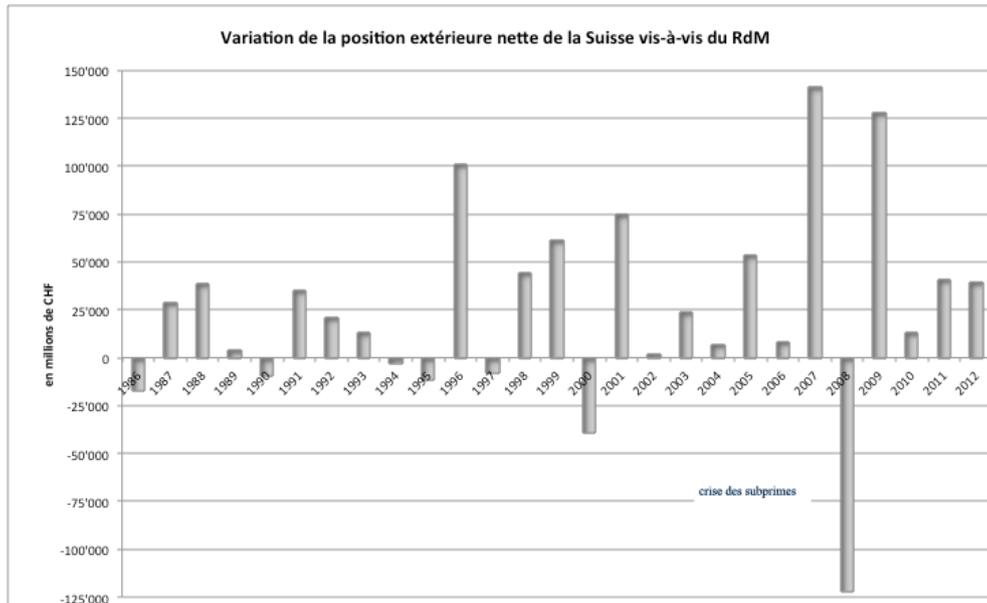
- Les particuliers, les entreprises ont réduit leurs actifs financiers de Fr 48'703 millions, lesquels incluent :

	actifs	passifs
Investissements directs	992'133	638'555
Investissements de portefeuille	1'017'919	729'683
Prod. dérivés et structurés	97'256	68'998
Crédits, fiduciaires	281'280	348'259
Solde	603'093	
	2'388'588	2'388'588

- La position extérieure de la Suisse est donnée selon la logique du stock à fin 2012, soit un total d'actifs à l'étranger de CHF 3'577'135 millions et une somme de passifs de CHF 2'699'575 millions, d'où un excédent net de CHF 877'549 millions.

A ce propos, il est intéressant de projeter sur plusieurs années l'évolution du solde en question, selon la fig. No 3

Fig. No 3 - Variation de la position extérieure nette de la Suisse - (réf. Idem que fig. 1)



- Les chiffres dont il est fait mention sont exprimés en CHF. Or, les actifs et passifs sont comptabilisés selon leurs devises propres, conformément à la fig. No 4 qui suit :

Fig. No 4 - Répartition des actifs selon leurs devises - (réf. Idem que fig. 1)

ACTIFS	Inv.directs	Inv. de ptf	Autres	BNS	Total	PASSIFS	Inv.directs	Inv. de ptf	Autres	Total	Position nette
CHF	6'722	396'193	82'010	0	484'924	CHF	654'479	750'090	402'988	1'807'558	CHF -1'322'633
USD	196'263	329'560.5	359'470	117'458	1'002'753	USD	11'404	62'464	351'268	425'137	USD 577'616
EURO	327'227	319'803	213'053	211'362	1'071'444	EUR	4'058	64'355	228'286	296'699	EUR 774'745
Autres	540'304	199'990.6	113'282	105'410	958'987	Autres	1'610	20'073	115'118	136'800	Autres 822'187
Or	0	70	8'185	50'772	59'027	Or	0	88	33'294	33'382	Or 25'645
	1'070'516	1'245'617	776'000	485'001	3'577'135		671'551	897'070	1'130'954	2'699'575	877'559

Passons maintenant à la logique de flux, toujours dans le cadre de la position extérieure de la Suisse. Ainsi, en 2011, le solde net s'élevait à CHF 838'442 millions, tandis qu'en 2012 celui-ci ascendait à CHF 877'559 millions, donc l'accroissement a été de CHF 39'117 millions, signifiant que la position en question s'est encore renforcée de ce montant au cours de l'année 2012. L'augmentation nette des actifs CH a été financée par le jeu des mouvements de cash suivant :

Flux de		
entrées	sorties	
Solde de la BalCom	66.3	Mouvement de capitaux
Sortie nette de capitaux de la Suisse(*)	44.3	Transferts courants
		1.9 Transferts de capitaux
	110.6	
	110.6	

(*) la Balance des Paiements nous donne une sortie nette de capitaux de Fr 33.1 mrds

L'écart entre 44.3 et 33.1 est dû à des erreurs et omissions.

(Réf.: statistiques BNS 2012, consultables sur le site internet de la BNS)

L'importance des flux exprimés en diverses monnaies, dont les principales le US\$ et l'€, qui parcourent la position extérieure CH, justifie le caractère crucial que constitue le cours du CH face aux autres devises du RdM. En outre, les agents porteurs de devises procèdent continuellement à des arbitrages de manière à minimiser les risques de change d'une part, et à protéger l'Economie réelle des perturbations nuisibles provoquées par des variations inattendues de ce ratio, d'autre part. Dès l'instant où les banques, les particuliers du pays A décident de convertir les unités monétaires étrangères qu'ils détiennent, en unités nationales, ceux-ci ont la possibilité de :

- Se porter vendeur de francs B sur les marchés des changes contre sa propre monnaie A ;

- S'adresser à la Banque centrale, laquelle achètera la devise offerte contre sa propre monnaie ;
- Arbitrer la devise B contre une autre devise.

Au niveau de la position extérieure de A, ces 3 possibilités auraient alors l'impact suivant :

Fig. No 5 - Positions extérieures et leurs interactions

	positions extérieures de			Remarques
	Pays A	Pays B	Pays D	
état initial	+3'000 B = 5'438 A	-3'000 B	-	le pays A a un actif monétaire vis-à-vis de B
Variante I (vendeur sur le marché des changes) Transfert de la créance de A auprès de D qui la paie en unités A	-3'000 B +5'438 A	son créancier est maintenant D	+3'000 B -5'438 A	mouvement devises B de A en D mouvement devises A de D en A
Variante II (vente à la BC A) vente de la devise B à la BC de A - chez la BC - la banque vendeuse	+3'000 B -3'000 B +5'438 A	son créancier est toujours A		la BC A acquiert la Banque vend les devises B et voit sa trésorerie augmenter
Variante III (arbitrage) vente à D de devises B achat à D de sa devise D	-3'000 B +2'625 D	son créancier est maintenant D	+3'000 B -2'625 D	la BC D augmente ses actifs monétaires transfert à A de D

Commentaires :

En observant les 3 variantes précitées, on notera :

- La situation extérieure de B reste identique avec transfert de pays créancier, qui devient D en I et III ;
- Concernant A, sa position en III subit un changement de devise tandis qu'elle reste intacte en II ;
- En considérant D, son bilan enregistre des modifications en I et III :
 - Acquisition d'une position hors frontières créancière vis-à-vis de B (I),
 - Position extérieure débitrice vis-à-vis de A en I et III.

Il est intéressant de noter que la situation externe B déficitaire, reste liée à ce pays quel que soit le détenteur de la créance en découlant. Hors des opérations ci-dessus, le solde extérieur net créancier de A vis-à-vis de sa contrepartie débitrice ne sera annulé que par le transfert de DTS, de marchandises à titre compensatoire ou par un simple abandon.

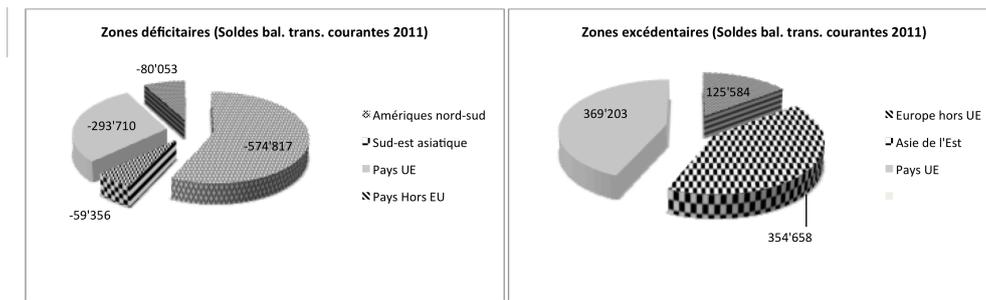
Ce qui est valable dans le cadre de rapports bilatéraux, comme le montre notre exemple, est applicable par analogie aux relations multilatérales. Toute créance en devise est donc mobilisable selon les variantes évoquées, ce qui explique l'importance des marchés internationaux, sans lesquels toute flexibilité serait exclue.

III. L'Euromarché - formation de l'intérêt, du change

La naissance des devises n'est pas due au hasard, mais résulte d'un processus de développement en parallèle avec celui des échanges de biens et services, et plus récemment des transactions purement financières, dans un contexte de globalisation inéluctable de l'Economie mondiale. Répétons qu'une devise se définit comme une monnaie détenue par un tiers hors du pays d'émission de cette dernière, et domiciliée auprès d'une banque privée ou centrale. Une de ses caractéristiques est d'être matérialisée uniquement par des écritures comptables² sur des comptes courants ou des dépôts ouverts chez un institut bancaire. Par extension, ce type de monnaie est assorti du préfixe « euro » d'où les termes d'euromonnaie, d'euromarché.

La mondialisation des Economies a eu notamment pour effet d'inciter les pays industrialisés, ou en voie de l'être, à s'ouvrir sur le RdM, par là même d'intensifier les échanges de biens et services, et

Fig. No 8 - graphique du poids respectif des zones



Source : OECD.stat en millions de US\$

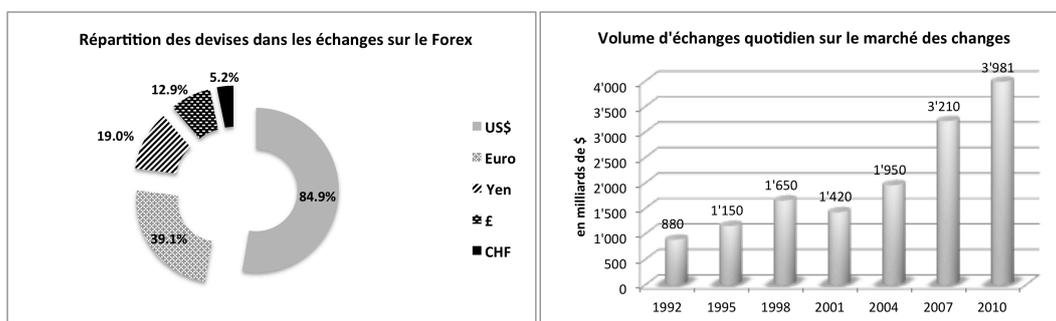
On observe :

- La zone du continent américain est fortement déficitaire avec un total de \$ 574'817 mios, soit le 57% par rapport à la somme des soldes débiteurs ;
- La zone Euro se distingue par une nette fracture entre les pays du sud déficitaires et ceux du Nord excédentaires. Ces deux blocs homogènes, sur le plan géographique, révèlent une forte disparité quant à l'évolution économique de l'UE ces dernières années, traduisant une intégration lacunaire.
- L'Asie de l'Est, le nord de l'Europe, sont les contributeurs financiers des déficits des Balances des pays concernés.

Les deux figures ci-dessus permettent d'apprécier au premier abord l'importance des transactions qui irriguent le Monde, et au 2^{ème} abord, la répartition planétaire des pays aussi bien déficitaires qu'excédentaires. En l'occurrence, ces chiffres sont révélateurs des soldes des flux entrants et sortants. Toutefois, selon l'OMC, le commerce mondial de marchandises (donc sans les services) s'élevait à \$ 17'881 mrds en 2011. Les mouvements de cash générés par les transactions courantes s'expriment donc selon les devises des pays exportateurs, ou alors seulement en dollars pour les matières premières notamment. En outre, à ces flux viennent s'ajouter toutes les opérations à caractère purement financier. Ainsi, le volume global de l'ensemble des transactions monétaires est estimé, d'après le rapport BRI-2010, à \$ 4'000 mrds/jour ! En l'occurrence, les transactions en devises revêtent une importance primordiale dans le cadre de la mondialisation des activités économiques et financières.

Toujours d'après le rapport BRI-2010, les devises traitées sur le marché des changes (le Forex, acronyme de Foreign Exchange) se distribuent selon la fig. No 8 infra.

Fig. No 9 - Répartition et volume des principales devises traitées dans le Monde



Source : Rapport BRI septembre 2010

Source : Rapport BRI septembre 2010

L'intensification des échanges commerciaux entre les Nations, le recours constant de certains pays à l'endettement pour soutenir leurs déficits publics (comprenant les comptes sociaux), la sollicitation pressante auprès des particuliers de recourir aux emprunts, aux cartes de crédit, ont contribué ensembles⁴ au développement explosif des marchés financiers. S'ajoutent encore les mouvements de capitaux initiés par les Assurances, les Caisses de pension, les opérateurs sur les matières premières,

les banques, entre autres, de sorte que l'Economie financière a pris une ampleur considérable, comportant des opérations simples au comptant (spot) ou par l'utilisation de produits complexes (produits dérivés, structurés). La mondialisation financière a favorisé également l'émergence de consortiums de banques puissants, seuls capables d'assumer les risques du croire des emprunts contractés notamment par les Etats. Toutefois, cette interdépendance forte qui s'est ainsi créée a eu pour inconvénient majeur de voir certains groupes bancaires vaciller à cause de créances-pays devenues douteuses. Cette situation extravagante a été facilitée par un manque de discernement de certains Etats, et par la pratique inappropriée de taux d'intérêt exagérément bas.

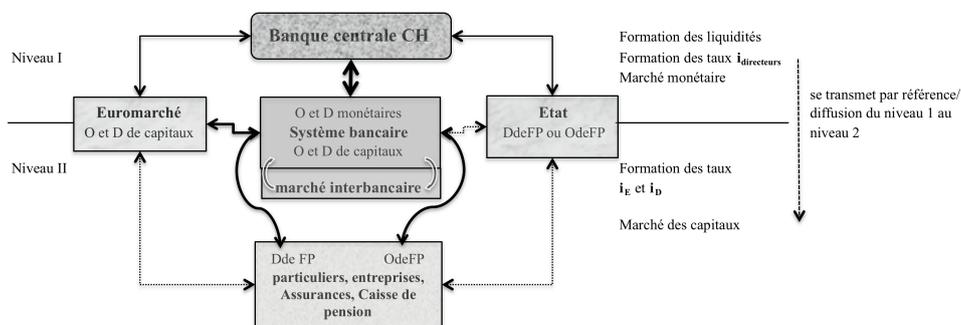
L'euromarché est donc à la fois la conséquence et la cause de cette évolution. Sans législation contraignante ce marché se signale par une évidente flexibilité face aux circonstances, une efficacité indéniable. Ainsi, lors des crises pétrolières, par exemple, l'euromarché a montré une capacité exceptionnelle à recycler les pétrodollars dans les systèmes économiques mondiaux. Sans cette faculté, les énormes excédents pétroliers auraient été inactivés par la thésaurisation, ce qui aurait eu pour conséquence une sévère déflation. L'euromarché permet aussi, sous une forme souple et rapide, un ajustement des balances des paiements de tous les pays par le recyclage des excédents vers les besoins de financement. Lors de la crise des subprimes, touchant simultanément tous les membres de l'OCDE, il fallait apporter une réponse globale cela grâce à l'Euromarché, par lequel les injections de liquidités de la Fed et de la BCE ont pu être opérantes dans un système financier en état de collapsus.

Les particularités de ce marché sont entre autres les suivantes :

- Ce marché, dit offshore, n'est pas sous le contrôle des banques centrales nationales ;
- Les mouvements de capitaux ne sont soumis à aucune restriction ;
- Les transactions en question sont effectuées en monnaies étrangères, dont les plus utilisées sont le US\$ et l'Euro, suivies du Yen et de la £ ;
- Les banques centrales interviennent sur ce marché au même titre que les autres établissements, soit pour placer soit pour emprunter ;
- Le marché en question est plutôt actif sur le court terme, la majorité des opérations ne dépassant pas une « durée » de 12 mois ;
- Les véhicules de placements sont :
 - Les contrats fiduciaires, matérialisés, monétairement parlant, par un jeu d'écritures et un contrat,
 - Les Certificat of Deposit (CD), comportant la délivrance d'un reçu négociable,
 - Les Euro-repo,
 - Les dépôts interbancaires.
- Notamment les banques, les sociétés multinationales, certains fonds de placement ont accès à ce marché, les particuliers rarement.

La formation de l'intérêt sur les marchés financiers mondiaux a lieu à deux niveaux, selon le schéma de la fig. No 10 infra.

Fig. No 10 - la formation de l'intérêt



Il existe deux niveaux d'intérêt qui s'articulent entre eux en étroite interdépendance. Le rang I est occupé par la Banque centrale, laquelle approvisionne (ou assèche) en liquidité le dispositif bancaire,

voire l'Etat. Au deuxième niveau figurent l'eumarché, et le système bancaire globalisé, lesquels assurent le rapprochement des fonctions d'OdeFP et de DdeFP, portées par les particuliers, les entreprises, et l'Etat. Le marché des capitaux et la pratique des crédits se réfèrent aux intérêts payés sur les emprunts d'Etat mais avec une marge supplémentaire, d'où la formation d'une gamme de taux d'intérêts servis sur les dépôts et sur les autres actifs financiers, et de taux attachés aux emprunts directs (marché des capitaux) et indirects (les banques).

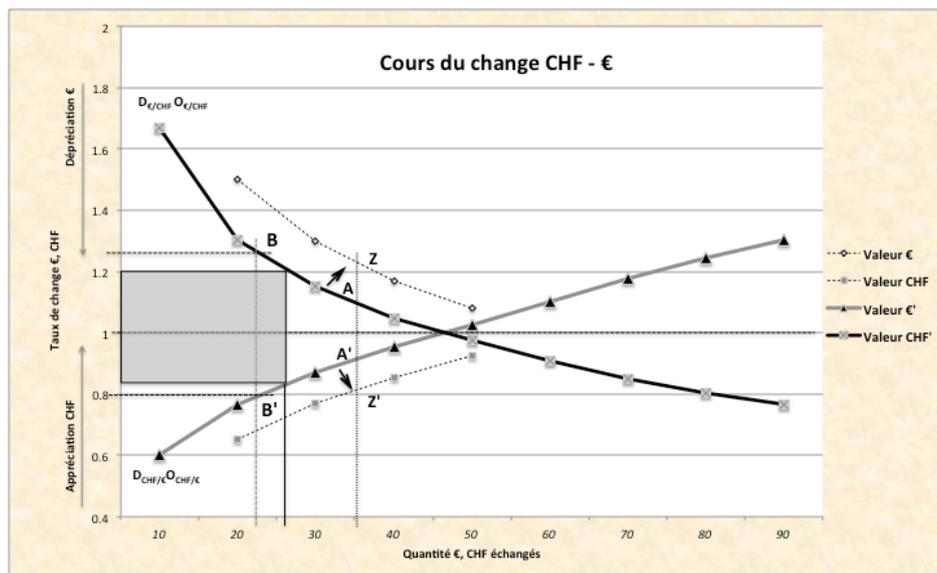
Le mode de création de la monnaie et le multiplicateur la concernant ont été traités au chapitre No I.10. En système ouvert sur le RdM les mécanismes en question quoique plus compliqués sont dans la même veine.

1. Formation du change

L'importance des flux exprimés en diverses monnaies, dont les principales le \$ et l'€, qui parcourent la position extérieure suisse par exemple, justifie le caractère crucial que constitue le cours du change du CH face aux autres devises du RdM. En outre, les agents porteurs de devises procèdent continuellement à des arbitrages de manière à minimiser les risques de change d'une part, et à protéger l'Economie réelle des perturbations nuisibles provenant des variations inattendues du cours, d'autre part.

Le taux de change correspond au nombre d'unités de monnaie étrangère reçues contre une unité de monnaie nationale. Ainsi, $1\text{€} = 1,221\text{CHF}$ en cotation au certain. Si on se place du point de vue CH, on aura : $1\text{CHF} = 0,818\text{€}$. Il est possible de raisonner en terme de coût dans le sens : l'acquisition de 100€ coûte 122,2 CHF, tandis que l'achat de 100CHF coûte 81,8€. On a donc un rapport de valeur entre deux monnaies (ou devises) formant le cours du change : € contre CHF ou CHF contre €. Ce cours s'exprime à tout moment sur les marchés des devises selon la loi bien connue de l'offre et de la demande. Les acteurs principaux sont les instituts bancaires, les Banques centrales, les grandes multinationales et les grands fonds d'investissements. Les caractéristiques de ce marché sont entre autres : l'ampleur considérable des flux monétaires quotidiens et planétaires, le volume élevé des contrats à terme conclus, l'instantanéité des informations relatives au cours des devises diffusées en continu dans les réseaux, l'aspect systémique du couple {Economie réelle, Economie financière} sur lequel agit le taux en question. La fig. No 11 résume en une image ce mécanisme du change entre deux monnaies.

Fig. No 11 - Formation du change entre deux monnaies

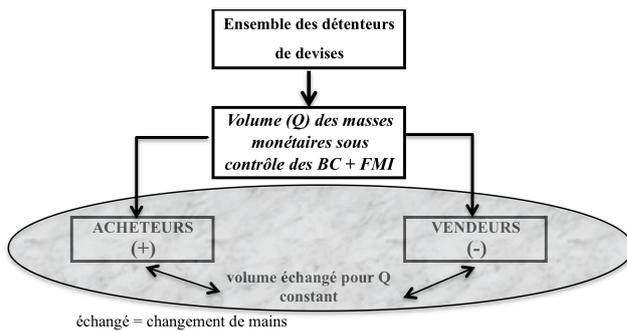


La surface grise correspond à la zone de défense du CHF à 1.2 décidée par la BNS.

Q (= le volume) est en l'occurrence sous la contrainte du volume des importations respectives en € et en CHF.

Commentaires : Plaçons-nous dans la situation où les échanges UE ⇔ Suisse sont déficitaires concernant la zone Euro, donc excédentaires du point de vue helvétique. Ce décor planté, risquons-nous à quelques explications.

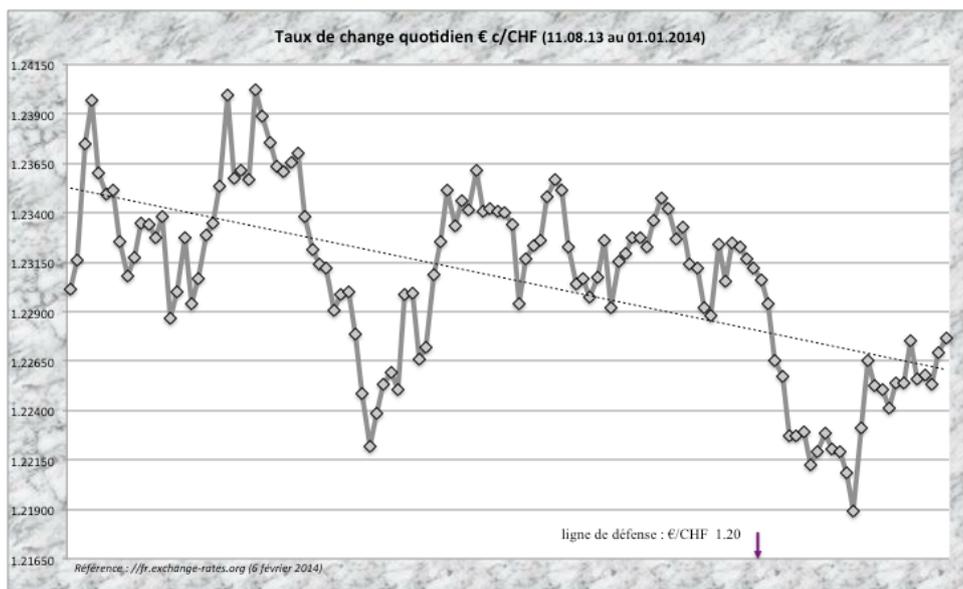
- Le marché des devises comprend une quantité Q_{Ω} de monnaies de divers pays dont le volume est sous le contrôle des Banques centrales. Q_{Ω} se répartit en diverses masses dont la distribution fluctue en fonction des multiples opérations d'arbitrage entre les monnaies nationales. En fait, l'offre de devise n'est pas une fonction croissante en volume par rapport à son prix. Le total des devises traité forme une variable exogène, et sa quantité échangée correspond à un simple changement de répartition acheteurs ⇔ vendeurs, conformément au schéma infra :



L'offre de devises étant sous contrôle, cette fonction est représentée sur le graphique No 11 par une droite verticale, soit AA' et BB'.

- Dans le cadre d'un déficit des échanges UE => CH permanent, la monnaie € sera en principe constamment sous pression à la baisse et le CHF à la hausse. La demande de CHF marquera une tendance à augmenter d'où une appréciation de cette devise et le glissement du curseur Q de BB' à AA'. Les courbes Y et Y' se déplaceront de Z, Z' dès le moment où la masse monétaire de € ou CHF augmentera en volume par des opérations réalisées par les BC concernées.
- En d'autres termes, les importations de l'UE provenant de la Suisse induisent une D_{CHF} contre la monnaie €, tandis que les exportations de cette zone vers la Suisse impliquent une $D_{€/CHF}$. Ces alternances de demande et d'offre €/CHF se traduisent par des oscillations de la cotation vers un attracteur, soit la PPA⁵.
- La fig. No 12 ci-après montre le comportement journalier du taux de change en question :

Fig. No 12 - Taux de change journalier €/CHF



En l'espace de 140 jours, on observe que le cours €/CHF a fluctué dans la fourchette de {1,219 à 1,243} autour de la moyenne de 1,23, fluctuations provoquées par les multiples transactions quotidiennes d'achat, vente des monnaies en cause.

- Sur le plan commercial, un consensus se forme donc au sujet du change entre ces deux monnaies lorsque les courbes coupent la droite BB', ou AA'.
- La conséquence de cette appréciation du CHF débouchera sur une hausse du prix des exportations suisses et une baisse du prix des importations en provenance de l'UE. Pour autant que les fonctions d'offre et de demande des produits/services suisses et européens soient sensibles aux prix (élasticité des prix) une correction devrait s'opérer dans le sens d'une réduction du déficit_€, respectivement de l'excédent_{CHF}.
- On observe sur le graphique (fig. No 12) que, sur la période du 11.8.2013 au 1^{er} janvier 2014, le franc suisse s'est apprécié que modérément, cela grâce au fait notamment que la BC helvétique a décidé d'installer une ligne de défense crédible au cours de €/CHF 1.2⁶, à partir du 6.9.2011.
- Le modèle que l'on vient de décrire est pertinent sur le moyen terme, mais sous la condition d'une flexibilité des prix, et d'un confinement des transactions à l'Economie réelle. Ces deux conditions ne sont cependant pas remplies, dans le sens que la relation : prix ↔ quantité échangés est souvent marquée du sceau de la rigidité, tandis que le marché des devises est sous l'influence des transactions à caractère purement financier, autant, sinon plus que celles relatives aux échanges.
- Ainsi, la cohérence du modèle est mise à mal dans le sens que le cours du change est susceptible de s'éloigner de son taux attracteur et de perturber par courtes séquences l'Economie réelle, d'autant plus dans le contexte d'une Economie ouverte comme la Suisse, par exemple.
- La volatilité du change dépend alors non pas du volume des importations, respectivement exportations, mais de l'importance des flux monétaires, ce que l'on peut exprimer :

$$\begin{aligned}
 I_e + F_{a(chf)} &= E_e + F_{v(chf)} && \Rightarrow \text{stabilité du change} \\
 I_e + F_{a(chf)} &> E_e + F_{v(chf)} && \Rightarrow \text{hausse du CHF et baisse de l'€} \\
 I_e + F_{a(chf)} &< E_e + F_{v(chf)} && \Rightarrow \text{baisse du CHF et hausse de l'€}
 \end{aligned}$$

=> si alternance > et < => oscillations du taux de change
 => si constante > ou < => hausse ou baisse du taux de change

2. Attracteur du change

Le taux de change est déterminé, comme on l'a vu, par le marché international et globalisé des devises. Toutefois, au fur et à mesure des transactions : achat => vente, une zone émerge où se concentrent les couples {Q, €|CHF} pour ce qui concerne ces deux monnaies par exemple. Se forme donc un consensus plus ou moins étroit, mais se référant à quels critères, là est toute la question. A ce titre, plusieurs tentatives d'explication ont été faites, savoir :

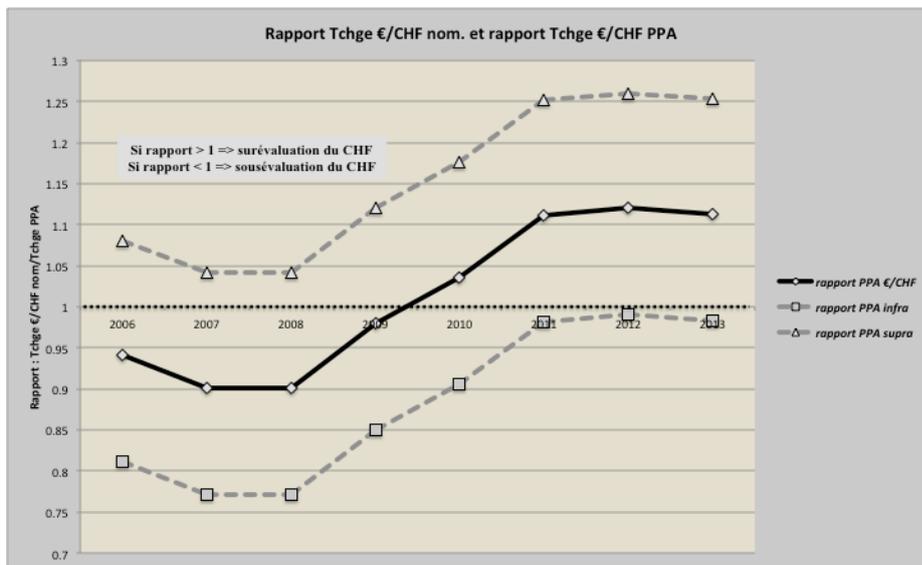
Théorie de la PPA (Cassel) - Soit la théorie de la parité du pouvoir d'achat, dans le sens que le taux de change tend à rapprocher les prix nationaux des pays en relations d'échanges. Chaque pays présente une structure de prix et de dépenses qui lui est propre et traduite par l'indice des prix à la consommation, ou à la production pour les plus courants. Le rapport deux à deux de ces indices permet alors de déterminer le taux de change d'équilibre entre deux monnaies, que l'on peut exprimer :

$$T_{\text{€/CHF}}^{\text{réel}} = T_{\text{€/CHF}}^{\text{nom}} \frac{IP_{\text{CH}}}{IP_{\text{€}}} \quad \text{IP = indice des prix}$$

d'où si Tréel > 1 le taux nominal est surévalué,
 si Tréel < 1 le taux nominal est sous-évalué.

A relever que contrairement à son énoncé, le calcul de la PPA est délicat à cause du choix des indices des prix, d'une part, et de leur caractère virtuel, d'autre part. Pour ce motif, la fig. No 13 infra comporte une courbe du rapport : $T_{\text{€/CHF}}^{\text{réel}} / T_{\text{€/CHF}}^{\text{nom}}$ et deux courbes infra et supra pour en souligner la marge d'incertitude.

Fig. No 13 - Taux de change €/CHF à la PPA



Si la théorie de la PPA était exacte, le rapport en question aurait dû s'approcher près de l'unité (ligne en pointillé).

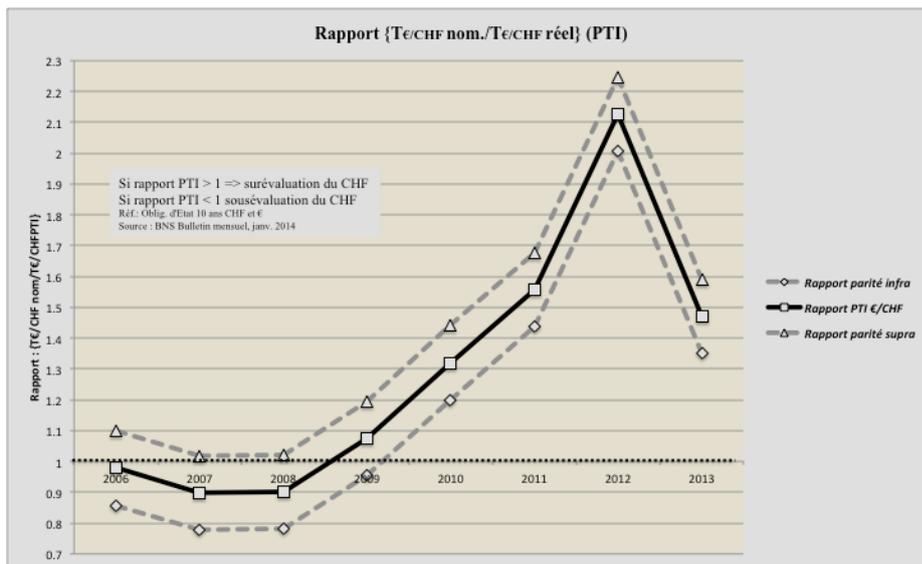
La lecture de cette figure concerne la période où le CHF était sous-évalué par rapport à l'€ jusqu'au milieu de 2010 pour devenir surévalué de l'ordre de 11% en

2011 jusqu'en 2013. Ce contexte constitue évidemment un handicap pour nos industries d'exportation, raison pour laquelle la BNS a institué un cours plancher du CHF à 1,2 dès sept. 2011.

Manifestement la théorie de la PPA ne fonctionne pas sur le court terme ; elle est à considérer comme étant un point d'attraction vers lequel convergent les cours des monnaies se traitant sur les marchés des devises. Un autre concept reste à examiner.

Théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI) - Selon cette théorie, le taux de change d'équilibre est atteint lorsque le rendement d'un placement en CHF est le même qu'un investissement identique exprimé en € ou en \$. A titre d'exemple, considérons un « emprunt d'Etat 10 ans » suisse et européen. La fig. No 14 montre qu'en prenant comme référence cette parité, alors le CHF était déjà surévalué dès le milieu de 2009, avec une forte poussée en 2012.

Fig. No 14 - PTI CHF, €



Sur le principe, la PTI⁷ ne dément pas la théorie de la PPA, mais avec des différences importantes malgré tout. L'une et l'autre ne détiennent donc pas la vérité absolue. En effet, la PPA s'adosse aux échanges de produits/ services, donc à la BalCom, tandis que la première est concernée par la Balance des paiements.

Les deux théories précitées ont été par la suite enrichies en perfectionnant leur approche (Frenkel, Branson, Dornbusch entre autres). Toutefois, malgré ces efforts, les modèles développés restent insuffisants leur prédictibilité est limitée, de plus à un horizon court. En effet, le caractère systémique

des anticipations des agents empêche l'élaboration de prévisions robustes, fragilisant ainsi la logique interne des dits modèles. Le cadre théorique de ces derniers a été élargi pour tenter de définir le taux de change d'équilibre permettant d'atteindre simultanément deux buts, soit l'équilibre intérieur de plein emploi et celui extérieur correspondant à un solde de la BalCom jugé approprié. Cet équilibre externe se traduit par le concept de soutenabilité de la dette assurée seulement si le taux de croissance du PIB est égal ou plus élevé que le taux d'intérêt assorti à la dette en question. Ce dernier modèle n'échappe pas, lui non plus, à la critique principalement à cause des mouvements financiers obéissant à des critères autres, par exemple : spéculatifs, différentiel des taux d'intérêt, de l'inflation, etc.

IV. La formation de la monnaie en économie ouverte

Les mécanismes de création de la monnaie ont été décrits au chap. I.10, mais dans un cadre fermé. En système ouvert, un échelon supplémentaire de complexité est franchi, puisque plusieurs banques centrales sont en interdépendance stricte. De plus, l'activité des banques s'est étendue à l'espace planétaire formant un réseau dense, étroitement lié notamment par des opérations de trésorerie quotidiennes. L'ensemble {BC, Système bancaire} contribue donc à la création de la monnaie scripturale circulant dans le monde, selon les mêmes modalités que celles vues en pages 8 et 14, chapitre No I.10.

La fig. No 15 qui suit fait état du système bancaire helvétique, intégré dans le monde.

Fig. No 15 - Système bancaire suisse - 2012

Banque Nationale Suisse - 2012				Banque Nationale Suisse - 2012			
Actifs	mios de Fr	Passifs	mios de Fr	Actifs	Pondération	Passifs	Pondération
Or et assimilable	50'772	Billets en circulation	61'801	Or et assimilable	10.2%	Billets en circulation	12.4%
Devises et assimilable	439'541	C/virement banques CH	281'814	Devises et assimilable	88.0%	C/virement banques CH	56.4%
Titres en CHF	3'757	Engagement envers Conféd.	9'008	Titres en CHF	0.8%	Engagement envers Conféd.	1.8%
Prêt fonds de stabilisation	4'378	C/virement banques étrang.	11'958	Prêt fonds de stabilisation	0.9%	C/virement banques étrang.	2.4%
Autres actifs	986	Autres engag. à vue	66'951	Autres actifs	0.2%	Autres engag. à vue	13.4%
		Autres engag. mon.étr. DTS	9'632			Autres engag. mon.étr. DTS	1.9%
		Autres passifs	193			Autres passifs	0.0%
		Prov. et fonds propres	58'075			Prov. et fonds propres	11.6%
Total	499'434	Total	499'434	Total	100.0%	Total	100.0%

Source : Bilanzpositionen der SNB per Ende Dezember 2012

système bancaire suisse - 2012				système bancaire suisse - 2012			
Actifs	mios de Fr	Passifs	mios de Fr	Actifs	Pondération	Passifs	Pondération
Liquidités et assimilable	396'349	Engag. envers banques	470'445	Liquidités et assimilable	14.6%	Engag. envers banques	17.3%
Créances sur les banques	438'466	Engag. envers clientèle	1'541'371	Créances sur les banques	16.1%	Engag. envers clientèle	56.7%
Créances sur clientèle	559'670	Obligations caisse	30'106	Créances sur clientèle	20.6%	Obligations caisse	1.1%
Créances hypothécaires	847'859	Centrale émission	359'447	Créances hypothécaires	31.2%	Centrale émission	13.2%
Ptf titres, métaux préc.	166'816	Autres passifs	145'099	Ptf titres, métaux préc.	6.1%	Autres passifs	5.3%
Autres actifs	309'266	Provisions	20'467	Autres actifs	11.4%	Provisions	0.8%
		Fonds propres	151'491			Fonds propres	5.6%
Total	2'718'426	Total	2'718'426	Total	100.0%	Total	100.0%

source : Die Banken in der Schweiz 2012-BNS statistiques

Commentaires :

- La BC est détentrice d'un volant important de devises, soit CHF439,5 mrds, à comparer avec le PIB 2012 de la Suisse de CHF 591,8 mrds. Dans ce montant sont intégrés les € achetés c/CHF pour défendre le cours plancher €/CHF 1.2. Le 98,2% des actifs de la BNS est constitué de la réserve d'or et assimilable, et des devises essentiellement le \$ et l'€ (75 % des devises).
- En contrepartie, CHF 61,8 mrds de billets sont en circulation principalement en Suisse, tandis que CHF 290,8 mrds sont constitués de dépôts suisses, et CHF 88,5 mrds sont formés de comptes de dépôt du RdM. Ces chiffres traduisent bien le caractère ouvert de notre Economie sur le RdM.
- Le système bancaire helvétique s'illustre aussi par une ouverture sur le RdM notamment par les rubriques : créances et engagements sur et vers les banques dont une grande partie sont étrangères.
- L'intermédiation pratiquée par ces établissements est encore forte, portant sur env. CHF 2'000 mrds, chiffre considérable en comparaison du PIB.
- Le système s'étend sur deux étages. Le premier est occupé par la BNS, laquelle est dédiée au marché monétaire ainsi qu'au 2^e étage. Le 2^e niveau est constitué des banques lesquelles devraient être vouées à l'Economie réelle par les crédits.

La fig. No 16 décrit une simple opération de paiement d'une facture exprimée en US\$ par un acheteur suisse (importateur).

Fig. No 16 - Simulation d'une opération de paiement d'une facture

<p>Situation : La société CH-Z importe des produits des Etats-Unis. Le montant de la facture est de \$ 500'000. A son échéance, CH-Z donne l'ordre à sa banque de virer le montant en question à son fournisseur.</p>
<p>Pour virer les fonds, la banque CH-A achète les \$ sur le marché des devises.</p> <ul style="list-style-type: none"> • achat de \$ 500'000 => viré dans une banque US; • paiement de la devise en CHF à la banque vendeuse.
<p>Mouvement dans le bilan de la banque CH-A</p> <ul style="list-style-type: none"> + actifs trésorerie : \$ 500'000 - actifs trésorerie : CHF 449'000
<p>Exécution de l'ordre de paiement du client CH-Z</p> <ul style="list-style-type: none"> • débit dépôt CH-Z CHF 450'000 • crédit dépôt \$ auprès banque US
<p style="text-align: center;">→ diminution de la capacité de crédit de la banque CH-A</p>
<p>Exécution du virement chez la banque US</p> <ul style="list-style-type: none"> • débit dépôt \$ Banque CH-A • crédit dépôt fournisseur de CH-Z
<p style="text-align: center;">→ augmentation de la capacité de crédit de la banque US</p>

On retiendra :

- Cette simple opération intéresse autant le système bancaire helvétique qu'américain. En effet, la Banque CH-A doit disposer de \$ pour les virer au vendeur US. Elle a la possibilité de les acheter pour son propre compte (ce qui est présentement le cas) ou les acquérir pour compte du client.
- Dès lors que le virement est exécuté, on observe que le système bancaire suisse voit sa capacité de crédits diminuée, alors que l'inverse se produit auprès des banques-US.
- Soit directement, ou par intermédiation, les banques-CH passeront entre autres par le marché interbancaire pour reconstituer leur trésorerie, tandis que les banques-US chercheront à placer leur excédent de capacité en prêts interbancaires ou alors en s'adressant à l'Economie intérieure.
- Les Banques centrales participent également à ce marché **monétaire**, par des opérations d'open market, ou par le rachat de bons du Trésor.

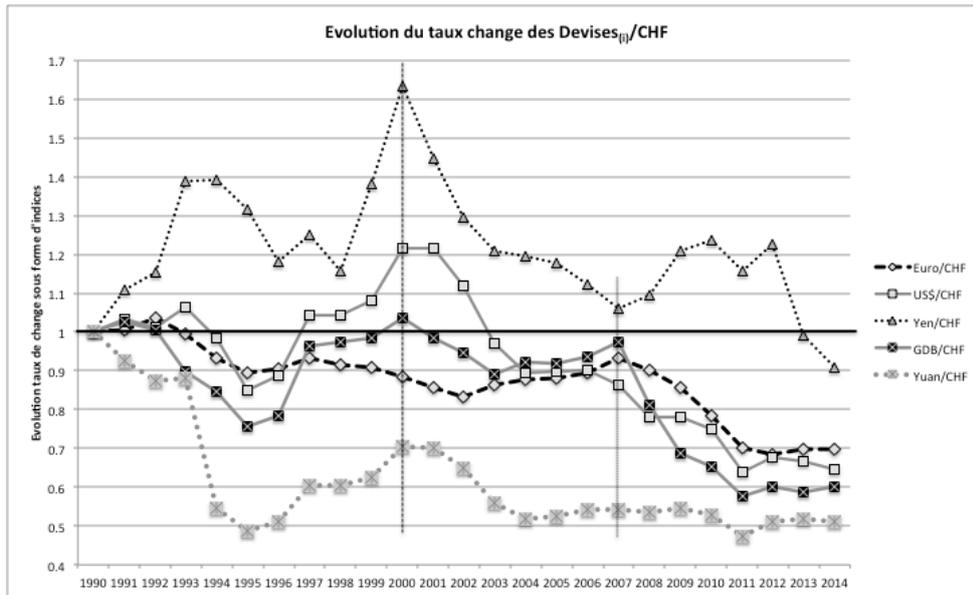
On relève, par cet exemple, que la globalisation des échanges ne peut se réaliser que par une extension de la finance au plan mondial. Ce qui est observable pour les échanges l'est encore plus en ce qui concerne l'Economie purement financière.

V. Parité fixe ou flottement du change

Aujourd'hui, la quasi totalité des économistes sont favorables au flottement du taux de change des monnaies, considérant que ce taux constitue une variable d'ajustement à long terme, au même titre que les prix. C'est toutefois oublier que pendant de nombreuses années les avis n'étaient pas unanimes, faisant l'objet d'âpres controverses entre les partisans d'une fixité des changes et son contraire.

La BC helvétique s'est fixé comme objectif de lier, avec une certaine flexibilité, le franc suisse à l'euro. Cette politique a fonctionné jusqu'en 2007 comme le montre l'indice €/CHF (base 1990) de la fig. No 17 infra.

Fig. No 17 - Indice du taux de change : €/CHF



A partir de 2008, on observe une forte appréciation du CHF face à l'€ à cause des événements que l'on connaît. Dès 2011, la BNS a été contrainte de fixer une ligne de défense du CHF au cours de 1.2, faute de quoi les industries suisses d'exportation se seraient trouvées à devoir évoluer

dans des eaux dangereusement agitées. La conséquence de ce soutien est visible au niveau des réserves monétaires à hauteur, pour les devises, de CHF 447'978 millions (fin janvier 2014), soit le 80% du PIB₂₀₁₃ de CHF 558'346 millions. Le risque d'une dépréciation de l'€ face au CHF n'est pas à exclure, si par hypothèse des menées spéculatives massives enfonçaient la ligne de défense en question. On observe également que, déjà en 2000, la dévalorisation des monnaies de référence était amorcée, suivie d'une période de calme relatif de 2004 jusqu'en 2007. A part le ¥ et le Yuan, les autres monnaies ont évolué de manière convergente face au franc suisse.

Les mouvements du taux de change sur les marchés des devises ont évidemment un impact direct sur les importations des pays concernés, ainsi que sur les actifs et passifs financiers libellés en monnaie étrangère. Ces effets font l'objet des simulations qui suivent.

La fig. No 18 montre l'incidence du change sur les importations de deux pays en relations commerciales. L'exemple simplifié se réfère à la Suisse et à l'UE seulement.

Fig. No 18 - Change et échanges

		Pays CH				Pays €			
Change €/CHF		1.2	CHF surévalué		0.833	€ sousévalué			
Change €/CHF		1.4	PPA		0.714	PPA			
Change €/CHF		1.6	CHF sousévalué		0.625	€ surévalué			
		Importations		Exportations		Importations		Exportations	
CHF surévalué	Volume	125	quantité	1348	quantité	1348	quantité	125	quantité
	Prix unitaire	975	€	250	CHF	250	CHF	975	€
	Valeur CHF, €	146'250	CHF	337'000	CHF	280'833	€	121'875	€
CHF sousévalué	Volume	125	quantité	1348	quantité	1348	quantité	125	quantité
	Prix unitaire	975	€	250	CHF	250	CHF	975	€
	Valeur à la PPA	170'625	CHF	337'000	CHF	240'714	€	121'875	€
CHF sousévalué	Volume	125	quantité	1348	quantité	1348	quantité	125	quantité
	Prix unitaire	975	€	250	CHF	250	CHF	975	€
	Valeur CHF, €	195'000	CHF	337'000	CHF	210'625	€	121'875	€

Commentaires :

- Lorsque le CHF est surévalué par rapport à l'€, les exportations de la Suisse vers l'UE s'élèvent en valeur à € 280'833, tandis que les importations de la Suisse en provenance de l'UE se chiffrent à CHF 146'250.
- En admettant que le cours €/CHF = 1.4 exprime la parité du pouvoir d'achat entre les deux entités considérées, on observe que :

Import. suisses CHF 146'250 < Import. suisses_{PPA} = CHF 170'625

Import. UE € 280'833 > Import. UE_{PPA} = € 240'714.

- Manifestement l'appréciation exagérée du CHF est handicapante pour les exportateurs_{CH}.
- Lorsque le CHF est sous-évalué, le contexte s'inverse, savoir :
- Import. Suisses CHF 195'000 > Import. suisses_{PPA} = CHF 170'625
- Import. UE € 210'605 < Import. UE_{PPA} = € 240'714.

Dans cette configuration, le CHF est avantagé par rapport à l'UE.

Sur le long terme, ces distorsions ont tendance à se réduire par le rapprochement du taux de change €/CHF vers la PPA. Cette tendance forte par le jeu de la concurrence mondiale et dans la mesure où ce taux n'est pas manipulé à dessein par la BC, est susceptible d'être contrariée sur le court terme par des chocs externes du type :

- Tensions politiques dans des régions sensibles et instables ;
- Rupture des mécanismes de stabilisation du système (par ex. le surendettement) ;
- Propagation du choc initial par les médias dans la population traumatisée et le plus souvent mal informée.

Dans de tels contextes, la variable d'ajustement : taux de change, contribue généralement à amplifier les chocs en question au lieu de les amortir. L'indiscipline des milieux politiques, économiques, financiers, est la cause la plus fréquente de ces chocs, fauteurs de problèmes récurrents.

Le flottement du change aura également un impact d'autant plus que, comme déjà dit, l'Economie financière tend à s'autonomiser des fondamentaux de l'Economie réelle. La fig. No 19 se réfère à un pays (CH) qui emprunte, respectivement prête en €.

Fig. No 19 - Taux de change et actifs, passifs financiers

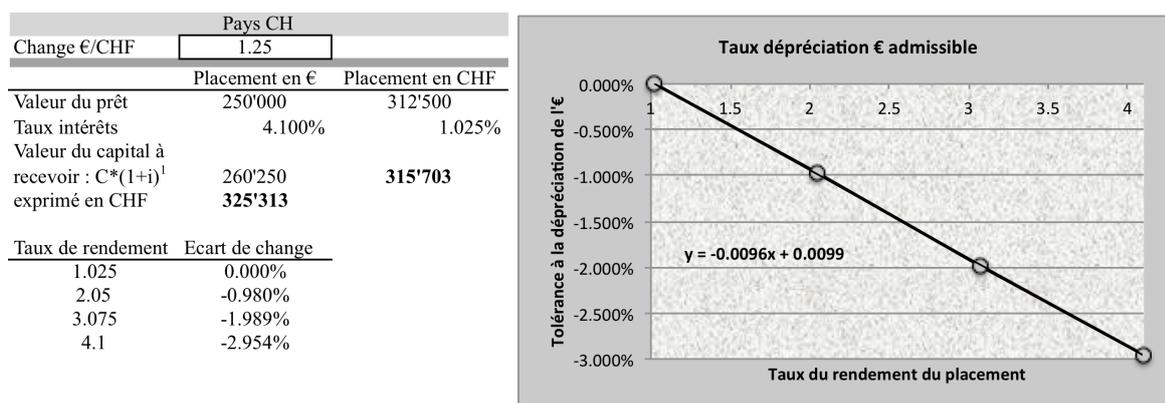
		Pays CH			
Change €/CHF		1.25	CHF surévalué		
Change €/CHF		1.5	PTi		
Change €/CHF		1.7	CHF sousévalué		
		Emprunt en €		Prêt en €	
		Coût en CHF	125'000	Valeur du prêt	250'000
				Taux intérêts	3.5%
CHF surévalué	Coût de l'emprunt	100'000	125'000	Valeur du capital à recevoir : C*(1+i) ⁵	296'922
	Taux intérêts	4.5%			312'500
	Coût du capital à rembourser : C*(1+i) ⁵	124'618	155'773		371'152
PTi	Coût du capital à rembourser : C*(1+i) ⁵	124'618	186'927	Valeur du capital à recevoir : C*(1+i) ⁵	296'922
					445'382
CHF sousévalué	Coût du capital à rembourser : C*(1+i) ⁵	124'618	211'851	Valeur du capital à recevoir : C*(1+i) ⁵	296'922
					504'767

Commentaires :

- Le scénario de l'emprunt en € montre qu'il est préférable de prendre un prêt en devise étrangère lorsque le CHF est surévalué, le coût de l'emprunt et de son remboursement étant inférieur à celui généré par la PTi.
- A relever que le risque de change supporté par le débiteur est élevé, dès lors que le CHF se déprécie. Ainsi, une baisse de la valeur du CHF de 16,7% (soit de €/CHF 1.25 à 1.5) induit une hausse du coût du remboursement de CHF 155'773 à CHF 186'927. En effet, 5 ans après et pour rembourser la dette avec les intérêts composés, le débiteur devra acheter les € 124'618 au cours de 1,5 et non pas 1,25.
- Par contre, si au moment de la restitution des fonds, ex post, le CHF s'est apprécié par rapport au taux de change, ex ante, la conséquence sera plus agréable pour l'emprunteur.
- Le scénario du prêt en € octroyé par le pays CH présente un rapport inverse, dans le sens que si le prêt en question a été fait au change de €/CHF 1,25 et qu'au moment de son remboursement (5 ans après), le montant reçu en € converti en CHF à 1,5 s'élève à CHF 445'382, il en résultera un gain de change.

La simulation supra montre bien qu'une variation non contenue du taux de change est susceptible de perturber aussi l'Economie financière. A ce propos, la fig. No 20 infra met en évidence que le différentiel d'intérêt entre un investissement en monnaie domestique (le CHF) et en monnaie étrangère (ici l'€) incorporant le risque de change n'assure pas une protection robuste en cas de dépréciation de l'€ face au CHF. A relever qu'un placement fait par un ressortissant suisse en Suisse, de € 250'000 au taux de 4,1% (soit 4 fois plus élevé que le taux CHF) supporterait une dépréciation de l'€ de seulement -3% environ.

Fig. No 20 - Taux de dépréciation de l'€ admissible



Cette simulation est révélatrice de l'importance du risque en question. Donc, aussi bien les créanciers que les débiteurs ont intérêt à ce que le change soit le plus stable possible. C'est bien cette interdépendance qui assure, sauf événement exceptionnel, la stabilité relative des taux de change.

Si le flottement des monnaies est très largement admis et pratiqué, il n'en demeure pas moins que la logique de la parité fixe se loge implicitement au sein de l'UE. En effet, la crise de 2007 a été le révélateur d'une évolution économique divergente plus ou moins sévère entre les membres de la zone euro. La variable d'ajustement, qui est le taux de change, n'a donc pu fonctionner. Conséquences : disparité de productivité débouchant sur des hausses de coûts de production, endettement structurel exagéré.

Le change flexible constitue une variable susceptible de perturber l'Economie réelle. Trancher pour l'un ou l'autre mode n'est pas décisif, chacun ayant ses avantages et inconvénients. L'exemple de la Suisse est à méditer.

Pour terminer, précisons que le présent chapitre a été limité délibérément à l'aspect réel de l'Economie pour rester dans le cadre de cet essai.

Notes

¹ **Produits dérivés** : sont des actifs financiers contenant des droits à terme ou des droits conditionnels résultant de contrats ou de promesse de contrat. Ils sont liés à des actifs (ou indices) sous-jacents qui en principe sont des actions (mais peuvent être également un taux d'intérêt, une devise, une matière première). La valeur du dérivé dépend alors de l'évolution de celle du sous-jacent, entre la conclusion du contrat et son dénouement.

Produits structurés : est composé le plus souvent d'une obligation associée à une option, qui est un produit dérivé. L'acheteur de l'option obtient le droit, et non pas l'obligation, d'acheter (call) ou de vendre (put) un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance (strike), pendant un temps donné ou à une date fixée. Ce contrat peut se faire dans une optique de spéculation ou d'assurance.

² d'où le nom de monnaie scripturale.

³ La balance des transactions courantes regroupe les échanges de marchandises, les échanges de services, les flux de revenus et les transferts courants entre un pays et le reste du monde. La balance des transactions courantes regroupe donc la balance commerciale (les marchandises) et la balance des invisibles (services, revenus et transferts courants).

⁴ Selon The Economist, le 21.9.13, la dette mondiale s'élevait au chiffre extravagant de \$ 51'600 milliards.

⁵ La PPA se traduit par la parité du pouvoir d'achat - voir plus loin.

⁶ Le cours €/CHF a atteint en 2007 le taux de 1,6427. En 2011, ce taux tombait à 1,2326 d'où une hausse importante des prix du CHF de 33%. C'est alors que la BNS décida de dresser une ligne de défense à 1,2.

⁷ Le coût de l'emprunt en eurodevise comprend le taux de base LIBOR (London Interbank offered Rate), auquel s'ajoute un « spread » (ou marge) de 1/8^e à 1,5% suivant la qualité du débiteur privé ou public. Cette qualité est définie par un « rating » conféré par les Agences de notation, lesquelles apprécient la solvabilité de l'emprunteur. En période d'inflation, les taux court terme sont plus élevés que ceux à long terme. Plus l'inflation se durcit plus l'investisseur raccourcit ses échéances de placements : pour profiter du rendement offert sur le moment, et pour suivre de près l'ascension des taux. En effet, l'inflation pénalise le long terme par son action d'érosion, d'où un report sur les placements court terme et une mobilité accrue des capitaux. En outre, compte tenu d'un contexte inflationniste, les agents s'attendent à un resserrement de la politique monétaire des BC, d'où une hausse probable des taux. Le DdeFP subit le comportement de l'OdeFP, d'où un déplacement forcé sur le court terme.

Annexe

I. Le Fonds Monétaire International (FMI)

Souvent critiqué, il est à noter que le FMI est aussi mal connu, autant ses objectifs que sa structure interne. Une présentation sommaire de cette institution est donc utile vu son rôle important au sein de la tourmente monétaire actuelle.

A.1 Origine et but

Les enseignements de la grande crise de 1929/30 et de la 2^{ème} guerre mondiale ont ouvert les yeux des dirigeants des nations sur la notion d'interdépendance à laquelle nul pays n'échappe, au fur et à mesure que les échanges s'intensifient. Il importait donc de réglementer les relations commerciales et financières internationales. C'est à cet impératif qu'a répondu le FMI, créé en juillet 1944 par 44 gouvernements, en même temps que la Banque mondiale et le GATT ; aujourd'hui le FMI compte 188 membres.

Les objectifs du Fonds sont les suivants :

- Le FMI veille à la stabilité du système monétaire international (traitement des paiements, des changes). En fait, le FMI constitue le dernier recours pour assurer la liquidité du système financier afin d'éviter une propagation globale des problèmes financiers d'un pays ou d'une banque centrale ;
- Promouvoir la coopération monétaire internationale ;
- Faciliter l'expansion et la croissance équilibrée du commerce mondial ;
- Mettre ses ressources à la disposition des pays confrontés à des difficultés de Balance des paiements ;
- Assurer une assistance technique, une surveillance des membres en fournissant des analyses propres à chaque pays.

Pour atteindre ces objectifs, ou tout au moins s'en approcher, le FMI agit :

- Par des prêts, le FMI donne aux Etats membres l'appui financier nécessaire pour rééquilibrer leur Balance des paiements. Ces prêts sont soumis à des conditionnalités.
- Le FMI procède à l'émission de « droit de tirage spécial » (DTS), monnaie virtuelle venant compléter les réserves de change des pays membres.
- Le FMI organise des conférences et offre des formations portant sur divers domaines : administration fiscale, gestions des dépenses publiques, politique monétaire et de change, réglementation et contrôle des banques et instituts financiers.
- Procède à l'allocation de DTS auprès des pays membres.
- Signe des accords permanents d'emprunts auprès de certains pays adhérents.

A titre anecdotique, relevons que le système des parités fixes a bien rempli son rôle de confinement jusqu'au moment où les USA, en mars 1973, décidaient unilatéralement d'abandonner l'or comme référence monétaire du US\$. Le FMI a dû ainsi réorienter son rôle en renonçant à l'or, réserve monétaire, et en créant des ressources nouvelles sous la forme de DTS.

A.2 Son organisation

Le FMI comprend actuellement 188 membres. En quelques mots son organisation est la suivante :

Conseil des Gouverneurs (organe décisionnel) : nommé par les pays membres et qui décide :

- Admission de nouveaux membres,

- Détermine les quotes-parts des pays,
- Décide des allocations de DTS,
- Délègue ses autres pouvoirs au Conseil d'administration.

Conseil d'administration (organe exécutif) : composé de

- 24 membres plus le Directeur général (+les suppléants),
- assisté de comités de soutien et responsable du fonctionnement du Fonds.

Droits de vote : La Suisse fait partie d'un groupe de pays qu'elle représente au Conseil d'administration (1 siège). Ce groupe dispose de 2,8% des voix.

A.3 Les ressources du Fonds

Chaque pays membre verse une quote-part du capital du FMI, déterminée en fonction de son poids économique. En principe, $\frac{1}{4}$ de la quote-part est versée en monnaies étrangères, tandis que les $\frac{3}{4}$ restants sont versés en monnaie nationale. Au 6 sept. 2013ⁱ le total des contributions s'élevait au montant de 360 milliards de US\$, et l'encours des prêts à US\$ 71 milliards.

Concernant la Suisse, sa quote-part est intégrée dans : « Position de réserve au FMI », selon le schéma comptable suivant :

Position de réserve au FMI (bilan BNS au 31 12 2013) (millions de CHF)		
Quote-part due au FMI	4'852.7	Engagement de verser à 1ère réquisition
		3'854.5
Prêt NAA	1'806.0	Montant sur compte de virement FMI auprès de la BNS
		Accords généraux d'emprunts (AGE, NAE)
		Appel de crédits du FMI pour prêts à pays en manque de trésorerie
Solde du compte		2'804.2
	6'658.7	6'658.7
Position au bilan BNS	2'804.2	
FMI		
Avoir en compte à vue		
Avoir du FMI auprès de la BNS	3'854.5	A première réquisition ce montant serait viré au FMI

Lors de la 14^e révision générale des quotes-parts, il a été convenu de les doubler pour les élever à US\$ 720 milliards (470 mrd de DTS). Dans le cadre des « nouveaux accords d'emprunts » un prêt de DTS 1'383.4 mios a été accordé à des emprunteurs par le truchement du FMI. En l'occurrence, il y a eu sortie de fonds financée par la BNS avec la garantie de la Confédération.

A.4. Les Droits de tirage spéciaux (DTS)

Les DTS ont été créés par le FMI en 1969. Il s'agit d'une monnaie virtuelle, qui contrairement à la monnaie réelle, ne comporte pas de créance contre le FMI. Elle est utilisable par les pays membres pour se procurer des devises en échange de DTS ou pour acquérir des DTS en vendant sa propre monnaie ou des devises ayant cours sur les marchés. Les DTS servent aussi d'unité de compte du FMI. Sa valeur est déterminée chaque jour par rapport à un panier de monnaie incluant le dollar, l'euro, le yen et la £, et s'exprime en US\$.

Chaque pays membre se voit allouer par le FMI des DTS, dotation calculée selon une formule intégrant des fondamentaux économiques. Le total de l'encours des DTS est de 204 milliards.

Concernant la Suisse, l'état des DTS est la suivante au 31 12 2012 :

Moyens de paiements internationaux	
Allocation par le FMI de DTS	4'613.4
	soit en DTS 3'380 mios
Utilisation de DTS par la BNS pour l'acquisition de devises	364.2
	c/partie sous réserves monétaires
Solde actif du bilan BNS	4'249.2 (*)
(*) l'allocation de DTS est gratuite et ne porte pas intérêts. Par contre, si solde actif > allocation => la BNS reçoit un intérêt sur l'excédent; solde actif < allocation => la BNS paie un intérêt sur le déficit.	
Contrepartie des DTS alloués par le FMI	
	4'613.4

Le taux d'intérêt est fixé sur la base de la moyenne pondérée d'obligations à court terme émises par les pays dont leur monnaie est prise en considération pour déterminer le cours du DTS.

Le schéma précité reflète bien le caractère monétaire des DTS, lesquels participent à la création des liquidités internationales. Les pays membres peuvent acheter ou vendre des DTS contre des devises sur la base d'accords volontaires avec le FMI. Depuis 2009, des pays désignés par le FMI, ont signé un accord s'engageant à acheter ou vendre un certain montant de DTS, sur réquisition de l'organisation.

A.5 Les accords généraux d'emprunt

Auprès de 11 pays (dont la Suisse), et sur la base d'un accord préalable, le FMI peut emprunter des montants libellés en monnaies des prêteurs. Le formalisme des mécanismes d'emprunt (c'est-à-dire leur activation) n'est pas exposé ici. Le total des lignes de crédit mises à disposition s'élève à 17 milliards de DTS. Concernant la Suisse, son engagement de prêter est de DTS 1 milliard.

A la suite de ces accords, et après la crise financière de 2008, un 2^{ème} front défensif a été imaginé sous la forme des nouveaux accords généraux d'emprunts (NAE). Ce sont 38 pays qui entrent dans cet accord, au montant maximum de DTS 370 mrd. La Suisse est engagée pour DTS 10,9 mrd. Le FMI va recourir aux NAE, à partir du moment où les ressources issues des quotes-parts sont insuffisantes. Les mécanismes de réveil des NAE ne sont pas explicités à cause de leur relative complexité.

A.6 Les prêts du FMI

L'une des fonctions (voir A.1) du FMI est de procurer des prêts aux pays en difficulté avec leur Balance des Paiements. Ces prêts permettent ainsi à ces pays de reconstituer en partie leurs réserves monétaires pour qu'ils puissent faire face à leurs obligations. Le FMI conclut un « accord de prêt » soumis à des conditions précises (programme de relance, mesures de restructuration de l'Economie et de son environnement, etc.). En principe, le prêt est à mis à disposition par tranches au fur et à mesure de l'avancement du programme prévu et approuvé par les deux parties.

La boîte à outils des prêts du FMI est bien garnie de divers instruments adaptés aux circonstances. Fréquemment critiqué, le FMI joue le rôle ingrat d'un créancier qui impose au débiteur, en contrepartie de son aide financière, des mesures de restructuration parfois draconiennes, dans le but de redresser une situation économique souvent catastrophique péjorée simultanément par plusieurs problèmes. Cette approche est ressentie comme une ingérence étrangère à peine supportable, alors que de telles exigences sont non seulement légitimes, mais incontournables pour qui souhaite vraiment sortir de l'impasse dans laquelle il est enlisé.

II. Cours du change

Le cours du change entre deux monnaies est l'expression du prix convenu entre deux ou plusieurs personnes, relatif à l'achat et la vente simultanée de ces dernières. Les transactions s'opèrent par téléphone sur toutes les grandes places financières, avec affichage instantané du cours pratiqué. La tendance est ainsi suivie de minute en minute, si bien que l'on aboutit à des cotations très serrées d'une place à l'autre et pour chaque monnaie.

Le marché des devises est donc parfaitement concurrentiel, où seule la loi de l'offre et de la demande contribue à la formation des prix. Celle-ci fait appel aux notions d'utilité et de rareté des devises concernées par le change. En résumé, les deux attributs en question sont sous l'influence de :

la rareté	l'utilité
(attribut de l'Offre)	(attribut de la Demande)
<ul style="list-style-type: none"> - variation du déficit/excédent de la BdesP <i>ex.: un déficit diminue la rareté de la monnaie du pays déficitaire</i> - multiplicateur monétaire de l'Euromarché - politique d'emprunts de l'Etat sur les marchés financiers intérieurs - modification de la préférence pour les marchés financiers intérieurs - politique monétaire intérieure restrictive ou expansive - variation de l'OdeFP intérieure par les banques - variation du poids monétaire des monnaies confrontées. 	<ul style="list-style-type: none"> - variation du solde de la BdesP <i>ex.: un déficit augmente l'utilité de la monnaie du pays excédentaire; par contre, l'utilité de la monnaie du pays déficitaire tend à diminuer</i> - le différentiel de l'intérêt modifie l'utilité de la monnaie dont les taux sont les plus attractifs - le différentiel d'inflation abaisse l'utilité de la monnaie dont le taux d'inflation est le plus élevé - l'effet refuge - le poids économique, politique - les désordres, les carences politiques

Les facteurs précités exercent une influence marquée sur les caractéristiques (c'est-à-dire leur élasticité) des fonctions d'offre et de demande monétaires, impliquant alors un changement de leur réactivité suivant les circonstances.

Note

ⁱ réf. : imf.org/external/np/exr/facts/glance.html