

## **2.1.2. La fixation du taux de change sur le marché**

### **La loi de l'offre et de la demande**

Comme tout marché concurrentiel, le marché des changes est régi par la loi de l'offre et de la demande. Les offres et les demandes de devises peuvent avoir pour origine les échanges internationaux de biens et services ou les mouvements internationaux d'actifs financiers.

L'exportation de biens et services par une nation entraîne généralement la vente de devises étrangères nécessaires à l'achat de la monnaie de cette nation. Par exemple, un exportateur américain désire être réglé en dollars ; l'importateur français doit alors acheter des dollars avec des francs (ou des euros). Il se produit donc une offre de francs et une demande de dollars. De la même façon, l'importation de biens et services tend à faire vendre la monnaie nationale en échange d'une devise étrangère. Les importations américaines en provenance de France engendrent une demande d'euros et une offre de dollars.

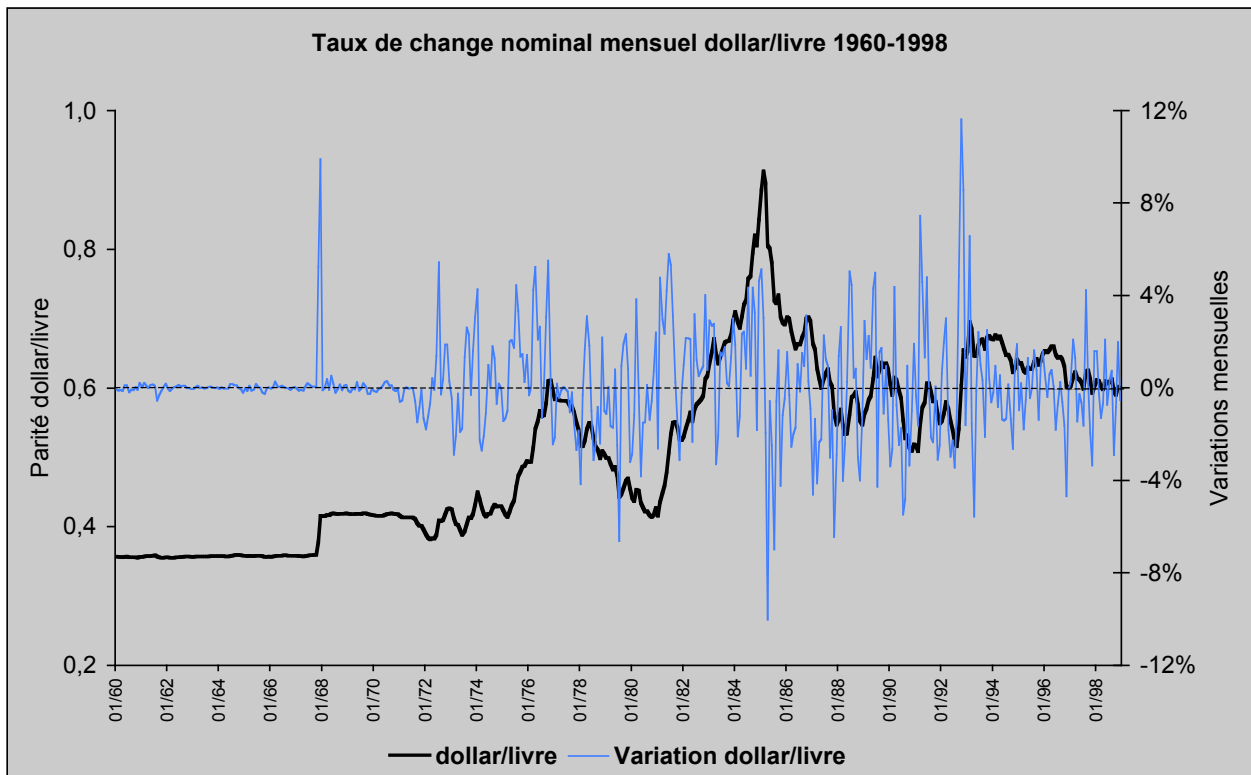
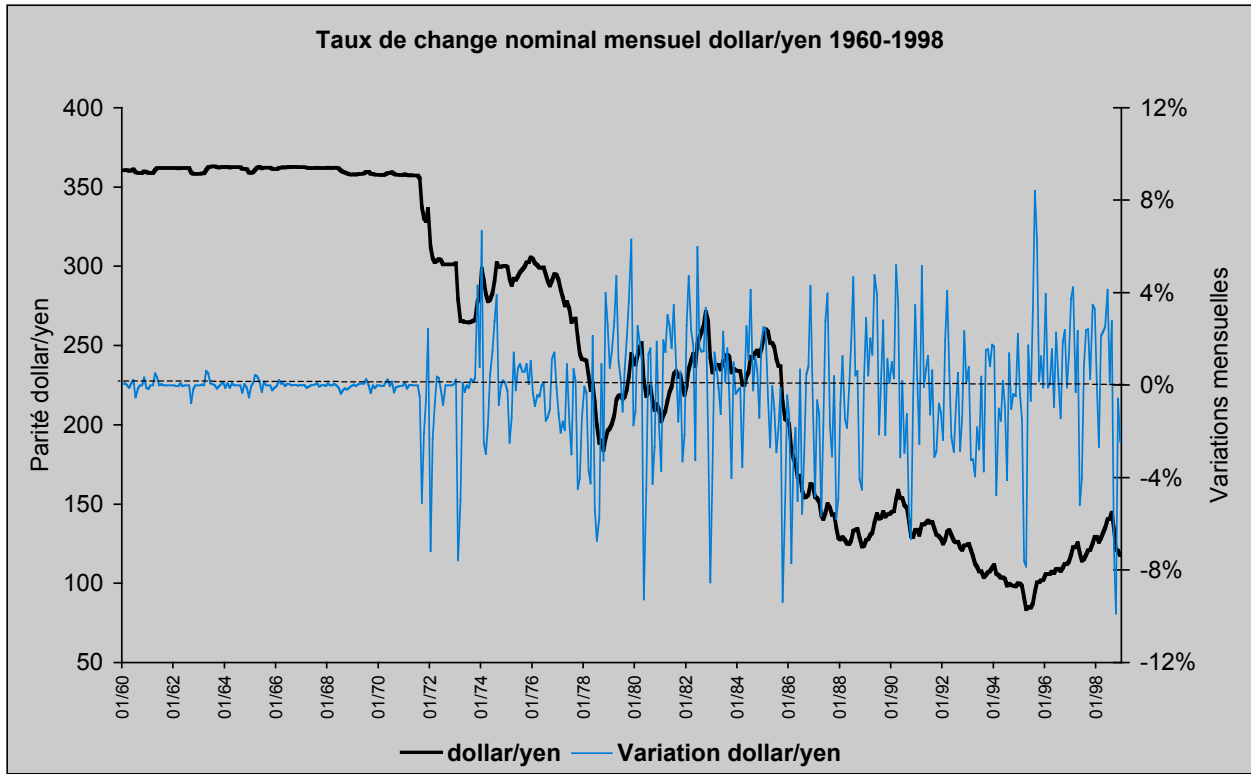
Le même raisonnement s'applique aux transactions portant sur des actifs financiers. Par exemple, pour des raisons de rendement, une compagnie d'assurance américaine souhaite substituer à des obligations libellées en dollars des obligations libellées en francs. La compagnie devra vendre des dollars et acheter des francs sur le marché des changes. Ainsi, des sorties de capitaux des Etats-Unis engendrent une demande de francs et une offre de dollars.

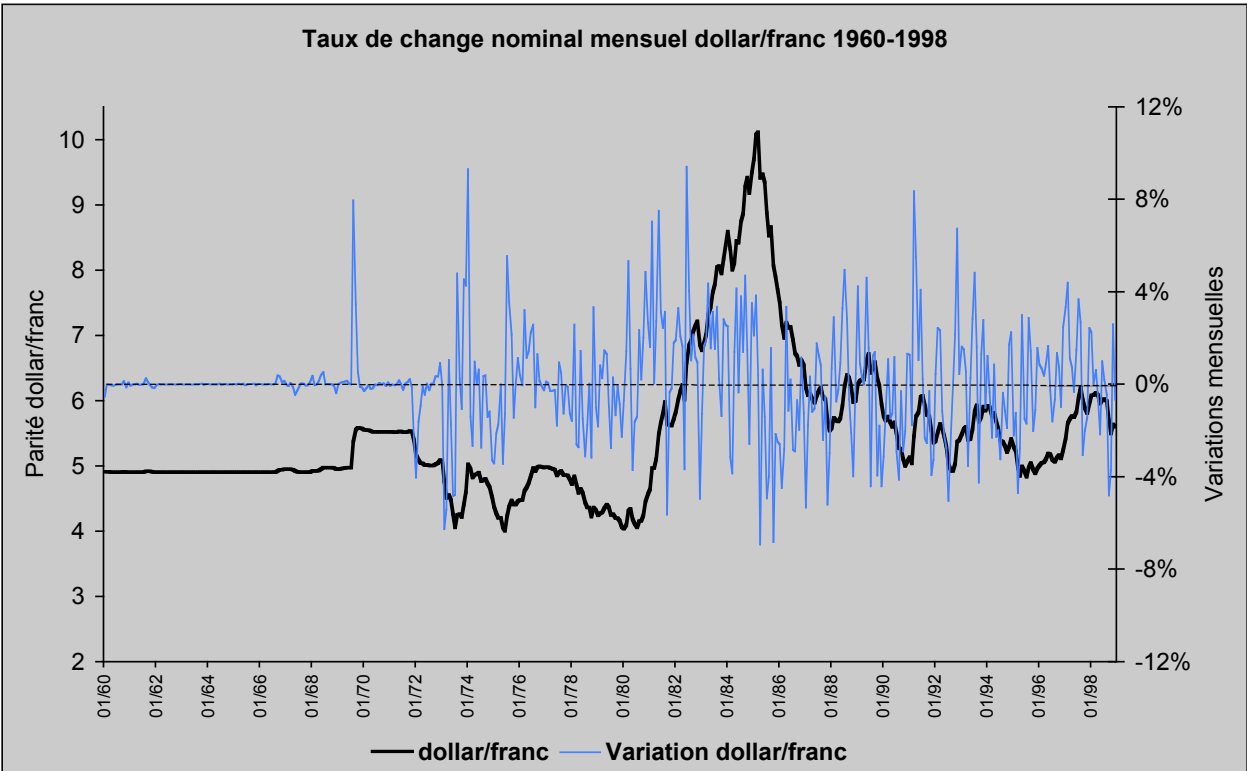
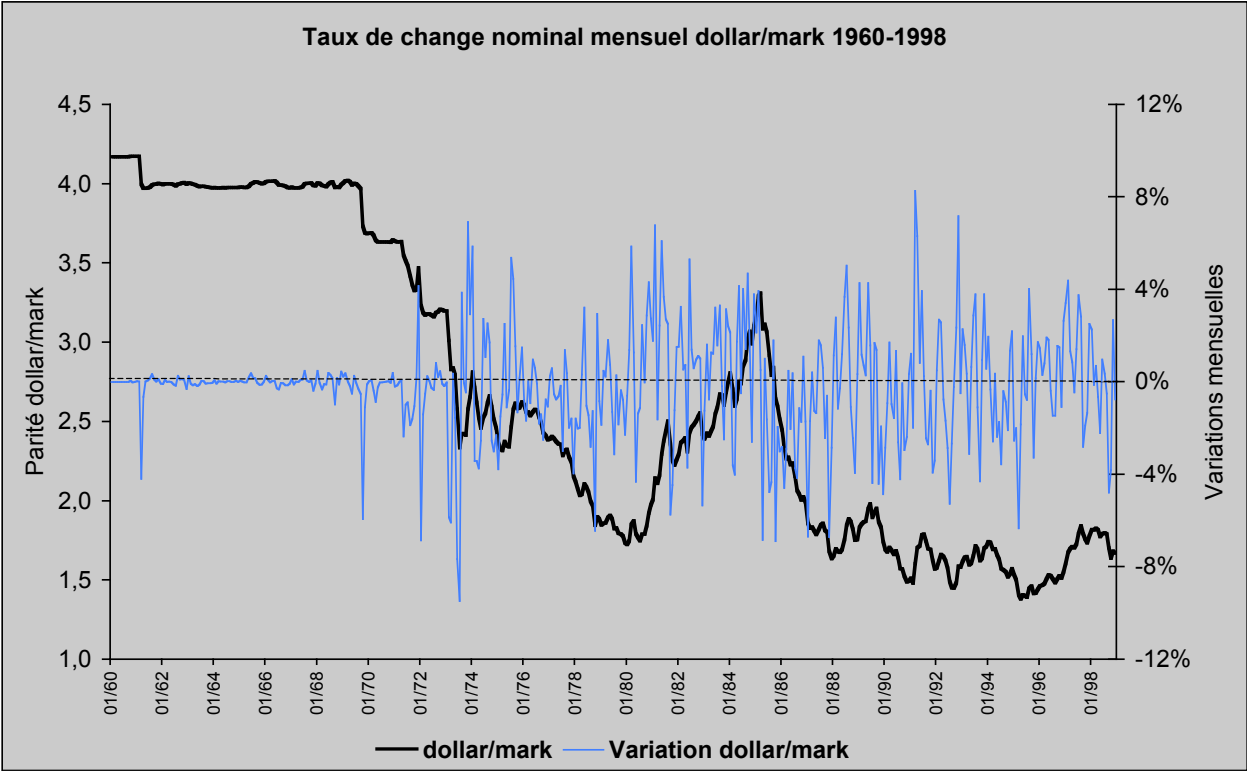
### **Taux de change flottants ou fixes**

Toutes ces transactions engendrent une offre et une demande de monnaie étrangère de la part des résidents d'un pays. L'offre et la demande déterminent le taux de change à l'intérieur de certaines contraintes imposées par la nature du système ou du régime de change prévalant dans le pays concerné. Le système le plus simple est celui des taux de change flottants, dans lequel il n'y a que peu ou pas d'intervention des gouvernements ou des banques centrales. Le taux de change d'équilibre courant varie selon la loi de l'offre et de la demande. C'est le système qui prévaut dans le monde depuis 1973. L'autre grand système est celui des taux de change fixes, dans lequel les autorités monétaires s'efforcent de maintenir le taux de change dans une bande étroite autour d'une parité officielle, même si le taux d'équilibre courant s'en écarte.

Dans un système de taux de change flottants, une baisse (hausse) de cours d'une monnaie sur le marché est qualifiée de dépréciation (appréciation). Dans un système de taux de change fixes, la baisse (hausse) de cours est décidée par les autorités officielles du pays émetteur de cette monnaie : une baisse (hausse) de la parité officielle est qualifiée de dévaluation (réévaluation). Le fonctionnement actuel du SMI est donc marqué par la flexibilité des changes. Cependant, en raison du poids croissant des flux financiers internationaux engendrés par la liberté des mouvements internationaux des capitaux volatils, cette flexibilité s'est transformée en instabilité. Les quatre graphiques suivants donnent l'évolution mensuelle et la variation mensuelle du cours côté à l'incertain du yen japonais, de la livre sterling, du

mark allemand et du franc français par rapport au dollar (données FMI, Statistiques Financières Internationales).





En près de quarante ans, le yen connaît une appréciation nominale de plus de 66 % et le mark d'un peu moins de 60 %. Par contre, le franc français et la livre sterling se sont dépréciés, respectivement d'un peu plus de 10 % et de plus de 60 %<sup>1</sup>. Ces évolutions ne se sont pas faites sans heurts.

Entre 1960 et 1970, ces quatre monnaies sont encore stables par rapport au dollar. Le régime de taux de change fixe de Bretton Woods n'autorise que des fluctuations étroites de 1 % autour de la parité officielle. Les dévaluations de la livre en 1967 et du franc en 1969 sont décidées par le Royaume-Uni et la France pour faire face aux déficits importants de leur compte courant. A partir des années 1970, les monnaies subissent des variations mensuelles à la baisse ou à la hausse de leur change, qui ont pu atteindre ou dépasser les 10 %. C'est le cas notamment entre 1980 et 1987, en raison de la forte appréciation du dollar, puis de sa dépréciation tout aussi brutale.

## **La réponse européenne au flottement des monnaies**

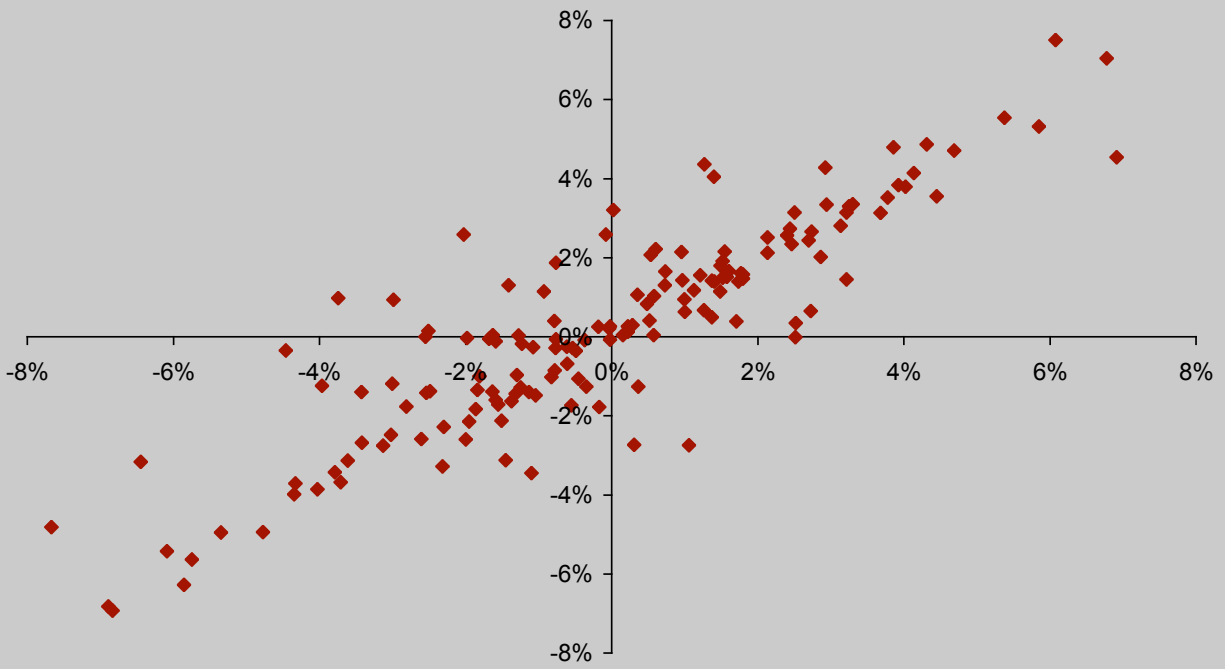
Vers la fin des années 1970, l'Europe met en place un véritable système monétaire régional, le système monétaire européen (SME). L'objectif est de parvenir à une certaine fixité des parités entre monnaies européennes pour protéger les échanges intra-européens des effets indésirables du flottement des monnaies. Dans la seconde moitié des années 1980, la discipline instaurée par le SME (ancrage au mark allemand) tend à réduire considérablement les variations de change au sein de l'Europe. Ainsi, à partir de 1986, la parité mark/franc est-elle plus stable que dans la décennie précédente!; franc et mark évoluent de concert par rapport au dollar.

Les pays de l'Union restées en dehors du SME, ou qui n'y ont participé que brièvement comme le Royaume-Uni, n'ont pas pu préserver la stabilité de leur monnaie vis-à-vis des monnaies du SME.

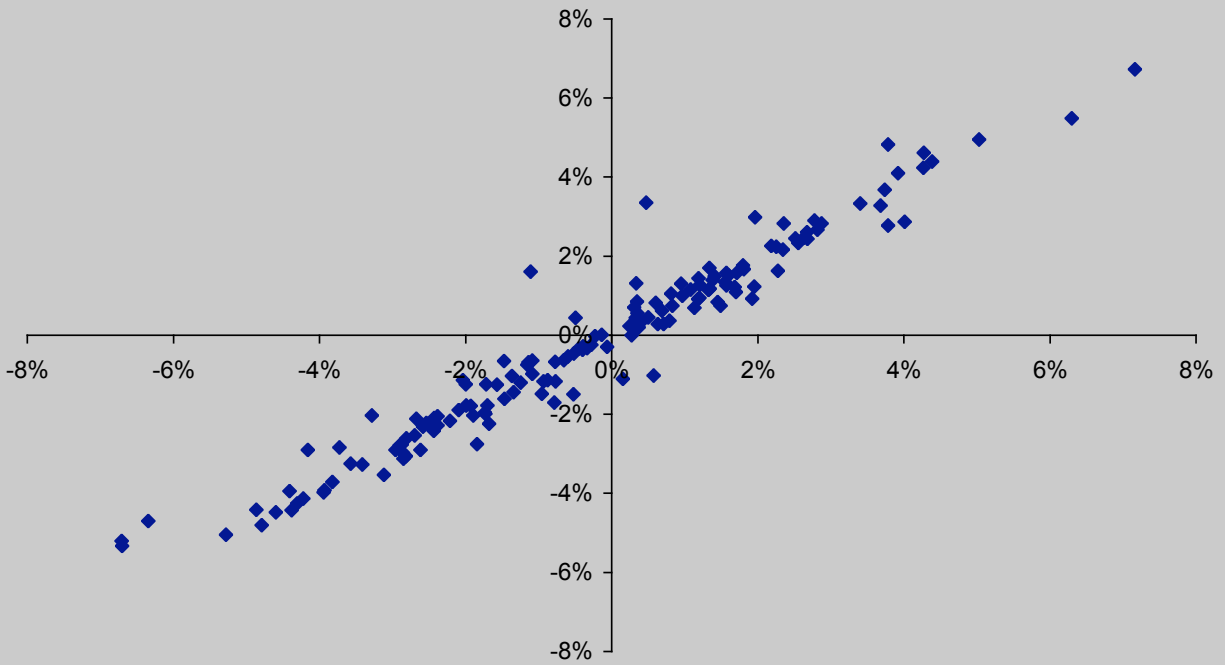
---

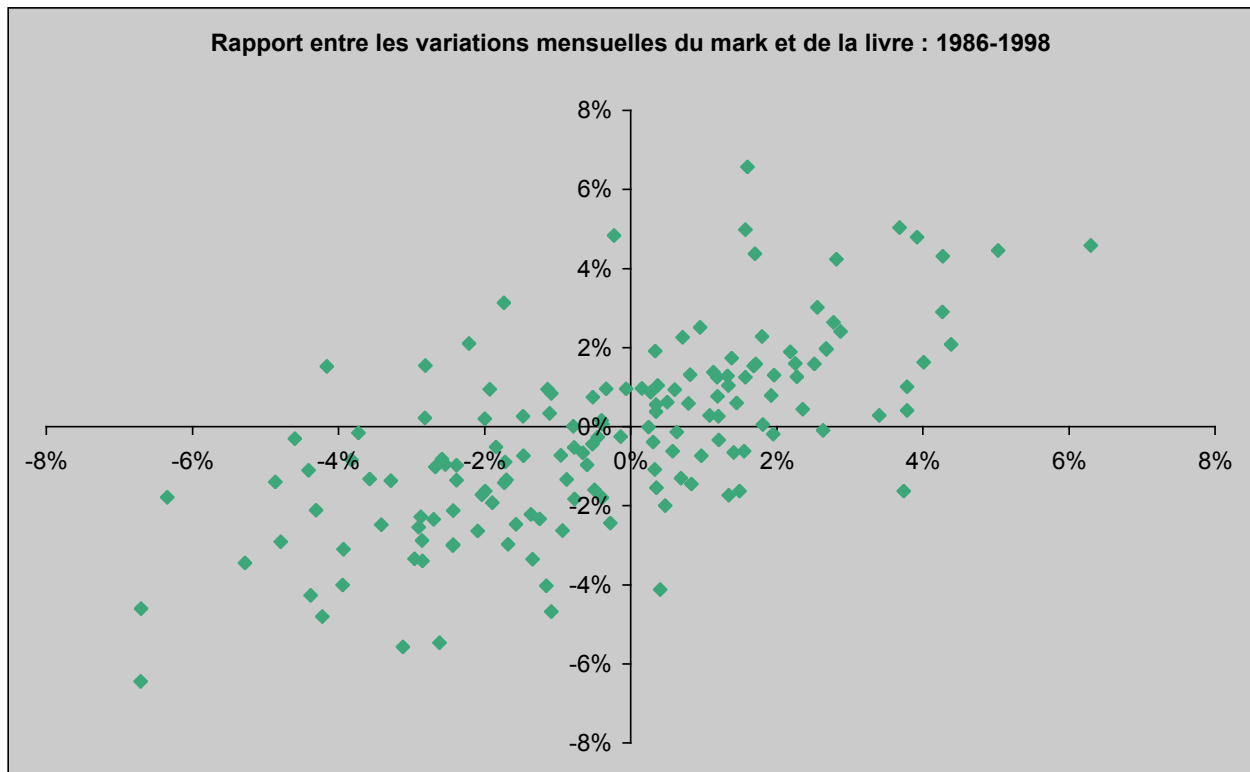
<sup>1</sup> Pour contourner le problème posé par les fluctuations à court terme des parités, les calculs se fondent sur l'écart relatif entre la moyenne des taux de la décennie 1988-98 et la moyenne de ceux de la décennie 1960-70. En effet, de 1960 à 1970, les parités n'évoluent pratiquement pas (régime de fixité des changes)!; et de 1988 à 1998, on n'observe pas pour les quatre monnaies étudiées une tendance marquée à la dépréciation ou à l'appréciation face au dollar.

**Rapport entre les variations mensuelles du mark et du franc : 1973-1985**



**Rapport entre les variations mensuelles du mark et du franc : 1986-1998**





## Les arbitrages

Le marché des changes est un marché de spéculation dominé par les arbitrages. On appelle arbitrages les opérations qui visent à réaliser un profit en tirant parti des différences momentanées de cours de change entre plusieurs places, mais aussi des écarts de taux d'intérêt sur les monnaies.

Les arbitrages sur les taux d'intérêt sont particulièrement importants dans les opérations internationales de placements financiers. On distingue deux types d'arbitrage : l'arbitrage sur taux d'intérêt couvert en change (ou parité d'intérêt couverte) et l'arbitrage sur taux d'intérêt non couvert en change (ou parité d'intérêt non couverte). Le premier est réalisé par les opérateurs qui cherchent simplement à se couvrir contre le risque de change ; le second, par ceux qui espèrent bénéficier d'une évolution favorable des changes.

Les opérations d'arbitrage jouent un rôle essentiel dans le fonctionnement des marchés car elles tendent le plus souvent à réduire les déséquilibres. En période calme, elles ont un effet stabilisant : les parités entre monnaies sont jugées normales et les mouvements sur les cours des changes restent temporaires. Cependant, en période de crise sur les marchés, elles peuvent être déstabilisantes si les parités entre monnaies apparaissent anormales (monnaies sur-évaluées ou sous-évaluées). Dans ce cas, les ajustements de parité sont amplifiés.