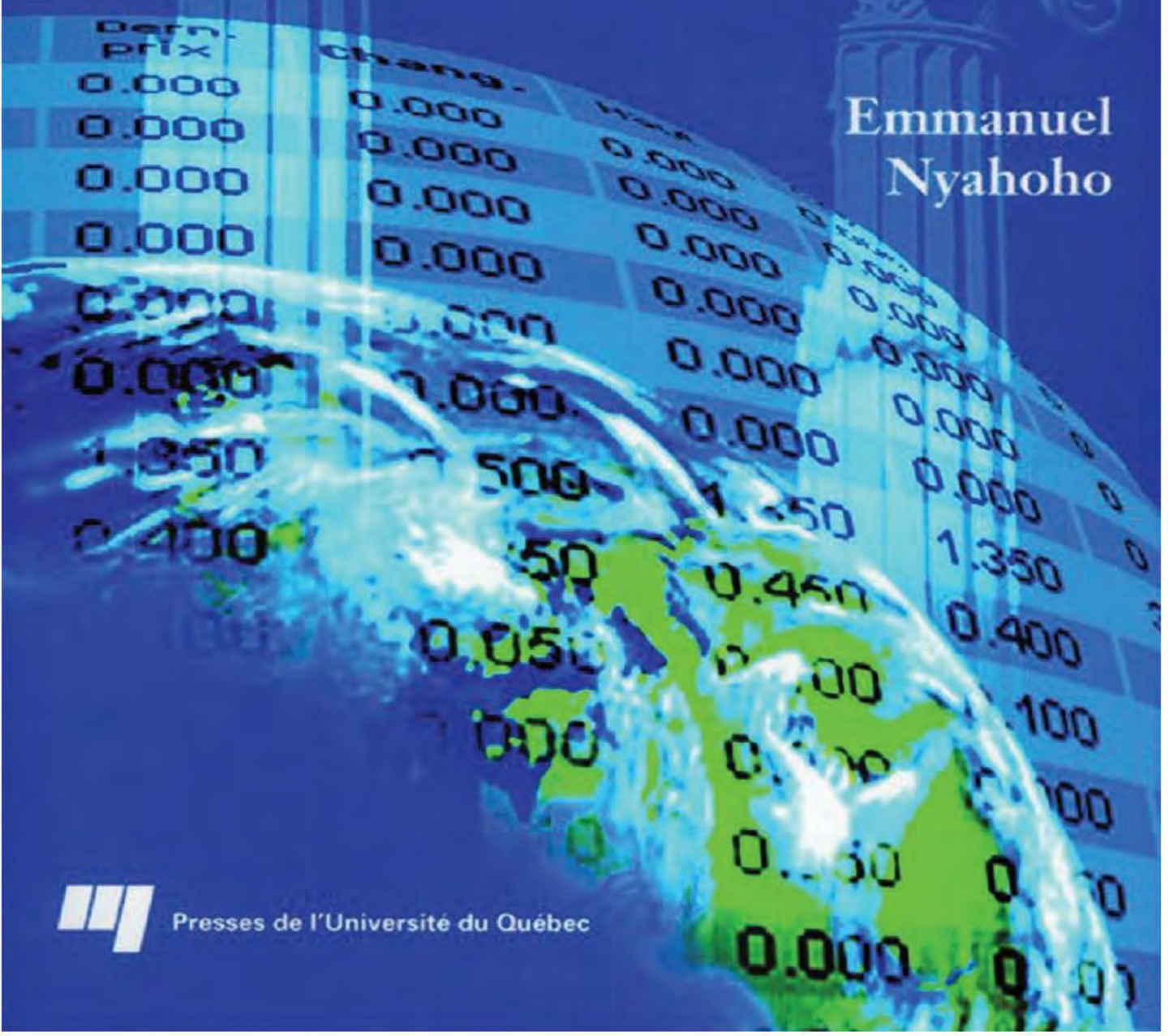
Finances internationales

2e édition

THÉORIE, POLITIQUE ET PRATIQUE



Emmanuel Nyahoho

Presses de l'Université du Québec

Finances internationales

THÉORIE, POLITIQUE ET PRATIQUE

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

PRESSES DE L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC
Le Delta I, 2875, boulevard Laurier, bureau 450
Sainte-Foy (Québec) G1V 2M2
Téléphone : (418) 657-4399 · Télécopieur : (418) 657-2096
Courriel : puq@puq.uquebec.ca · Internet : www.puq.uquebec.ca

Distribution :

CANADA et autres pays

DISTRIBUTION DE LIVRES UNIVERS S.E.N.C.
845, rue Marie-Victorin, Saint-Nicolas (Québec) G7A 3S8
Téléphone : (418) 831-7474 / 1-800-859-7474 • Télécopieur : (418) 831-4021

FRANCE

DIFFUSION DE L'ÉDITION QUÉBÉCOISE
30, rue Gay-Lussac, 75005 Paris, France
Téléphone : 33 1 43 54 49 02
Télécopieur : 33 1 43 54 39 15

SUISSE

SERVIDIS SA
5, rue des Chaudronniers, CH-1211 Genève 3, Suisse
Téléphone : 022 960 95 25
Télécopieur : 022 776 35 27

La *Loi sur le droit d'auteur* interdit la reproduction des œuvres sans autorisation des titulaires de droits. Or, la photocopie non autorisée – le « photocopillage » – s'est généralisée, provoquant une baisse des ventes de livres et compromettant la rédaction et la production de nouveaux ouvrages par des professionnels. L'objet du logo apparaissant ci-contre est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit le développement massif du « photocopillage ».

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2e édition

Finances internationales

THÉORIE, POLITIQUE ET PRATIQUE

Emmanuel Nyahoho

2002

Presses de l'Université du Québec
Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bur. 450
Sainte-Foy (Québec) Canada G1V 2M2

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Données de catalogage avant publication (Canada)

Nyahoho, Emmanuel

Finances internationales : théorie, politique et pratique

2e éd.

Comprend des réf. bibliogr.

ISBN 2-7605-1192-8

1. Finances internationales. 2. Système monétaire international. 3. Relations économiques internationales. 4. Balance des paiements. 5. Dettes extérieures. 6. Banques centrales. I. Titre.

HG3881.N92 2002 332'.042 C2002-941095-2

Nous reconnaissons l'aide financière du gouvernement du Canada par l'entremise du Programme d'aide au développement de l'industrie de l'édition (PADIÉ) pour nos activités d'édition.

Mise en pages : INFO 1000 MOTS INC.

Couverture : CARON & GOSSELIN COMMUNICATION GRAPHIQUE

1 2 3 4 5 6 7 8 9 PUQ 2002 9 8 7 6 5 4 3 2 **1**

Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés
© 2002 Presses de l'Université du Québec

Dépôt légal – 4e trimestre 2002
Bibliothèque nationale du Québec / Bibliothèque nationale du Canada
Imprimé au Canada

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Avant-propos

Cette nouvelle édition de *Finances internationales* entièrement mise à jour, explique les mécanismes monétaires et financiers liés au développement du commerce mondial. En effet, le retour au régime de flexibilité des taux de change dès la fin de 1971, doublé de la crise pétrolière et des variations prononcées des taux d'intérêt, ne cesse de raviver l'intérêt des uns et des autres pour la finance internationale. Le milieu d'affaire y voit l'occasion de mieux gérer le risque financier et d'en retirer une profitabilité. Les gouvernements assistent avec une certaine inquiétude au bourdonnement des activités financières, tout en étant partie prenante. Les banques centrales, prises individuellement, voient leur capacité d'intervention fort limitée. Les institutions internationales telles que le FMI et la Banque mondiale, après une cinquantaine d'années d'existence, se demandent si elles ne sont pas simplement dépassées par les événements.

Nous estimons que les livres actuellement disponibles n'offrent pas une explication suffisante et équilibrée de ces divers problèmes monétaires et financiers internationaux. En effet, les publications sur les relations monétaires internationales constituent le plus souvent des traités d'économie internationale touchant à la fois à la théorie pure du

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

commerce, aux politiques commerciales, à la macroéconomie ouverte, au mouvement des facteurs ou alors se concentrent sur des sujets précis tels les déterminants du taux de change ou le FMI.

Bon nombre de ces études, certes fort pertinentes, présentent le désavantage d'être assez denses, ou encore très spécialisées. Aussi, un lecteur désireux de comprendre rapidement les grands problèmes économiques et financiers au niveau international risque-t-il d'être ennuyé par les longs développements de théorèmes qui caractérisent la plupart des manuels économiques sur le sujet. Par ailleurs, au cours de la dernière décennie et à la faveur des fluctuations erratiques des taux de change, certaines études sur les relations financières internationales se sont distinguées par leur approche « de marché », visant pour l'essentiel à formuler des guides ou des recettes de participation aux marchés financiers, négligeant à dessein des éléments théoriques souhaitables pour une compréhension des enjeux.

Ainsi, ce manuel aborde le sujet des finances internationales selon une approche à la fois théorique et institutionnelle. Sans une bonne compréhension du cadre institutionnel, la théorie et la politique ne sauraient être véritablement évaluées. La théorie, elle-même, se révèle indispensable pour mieux expliquer le comportement observé des principaux agents. Aussi, nous avons pris soin de traiter de façon empirique chaque sujet ou chapitre, par un exposé des problèmes inhérents, des solutions jusqu'alors envisagées, ainsi qu'une revue des perspectives d'avenir. Au besoin, nous avons recours à des équations simples ou à des identités comptables ainsi qu'aux principes de base de la microéconomie et de la macroéconomie pour illustrer les concepts. Nous mettons l'accent sur l'application de théories aux problèmes de politiques économiques, plutôt que sur des démonstrations formelles de théorèmes. Nous essayons également de fournir, au moyen d'encadrés, des exemples pratiques de ces politiques ou de certaines réalités du marché financier.

Comme tout livre, celui-ci reflète des points de vue et l'espoir de son auteur. Il représente la somme des expériences comme enseignant-chercheur et observateur du marché.

Nous sommes redevables à un grand nombre de personnes qui nous ont aidé à comprendre l'économie et le marché financier et qui nous ont assisté dans la rédaction du livre Nous tenons à remercier les étudiants du programme d'administration internationale de l'ENAP qui ont déjà suivi ce cours et dont les commentaires ont permis d'améliorer le contenu de cet ouvrage. Nous remercions particulièrement Pascal Poinlane, Simon Charland, qui ont œuvré avec perspicacité, à titre d'assistant de recherche et Francine Lanouette du service de la bibliothèque de l'École qui nous a fourni toute la documentation recherchée. En outre, nous

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

devons souligner l'apport précieux de notre institution d'appartenance, l'École nationale d'administration publique (ENAP). C'est grâce à l'ambiance et à la qualité des services dont nous y avons toujours bénéficié ainsi qu'à l'aide financière reçue que ce projet a pu être mené à terme. Nous exprimons notre reconnaissance à Jean Roy, qui a effectué la lourde tâche de saisir ce texte ainsi que notre gratitude au personnel des Presses de l'Université du Québec qui s'est acquitté avec grand soin des tâches de correction, de mise en pages et de production. Il va sans dire que nous demeurons le seul responsable des erreurs et omissions qui peuvent subsister malgré une révision très minutieuse. Nous nous excusons d'avance de ce manquement et espérons pouvoir y remédier ultérieurement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Table des matières

Avant-propos vii

Liste des tableaux xix

Liste des figures xxv

Introduction 1

Chapitre 1 Balance des paiements 5

1. Structure et éléments d'analyse 6
   1.1. Le cadre conceptuel et les différents comptes 6
   1.2. Interprétation et quelques données de position 14
      1.2.1. Des déséquilibres de paiements 14
      1.2.2. La divergence statistique 25
      1.2.3. Les réserves officielles 27
      1.2.4. La position extérieure globale 33

2. Les théories d'ajustement de la balance des paiements 38
   2.1. Mécanisme des prix et du flux d'espèces métalliques : un processus d'ajustement par le marché 39
   2.2. La simplicité de l'approche monétaire 42

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.3. Approche des élasticités et la courbe en J 45
2.4. L'approche par l'absorption 50
2.5. Le modèle d'inspiration keynésienne 52
2.6. Conclusion 55

Résumé : La balance des paiements 55

Mots clés 58

Problèmes de révision 58

Bibliographie 61

Chapitre 2 Le marché des changes 65

1. Organisation et fonctionnement du marché des changes 66
1.1. Variété des régimes de changes et amples fluctuations . . 66
1.1.1. Régimes de taux de change 66
1.1.2. Les mouvements des taux de change 74
1.2. Intervenants et opérations sur le marché des changes . . 91
1.3. La spéculation et la parité des taux d'intérêt 101

2. Facteurs déterminants des taux de change 104
2.1. Les modèles économiques 106
2.1.1. Théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) . . 106
2.1.2. Le différentiel de taux d'intérêt et l'effet Fisher . . 114
2.1.3. L'approche monétaire du taux de change 119
2.1.4. Approche de portefeuille 124
2.1.5. Modèles d'efficience du marché 128
2.1.6. Théorie psychologique du taux de change 131
2.1.7. Attaques spéculatives et crises de change 134
2.2. Précis sur l'analyse technique 139
2.2.1. Rationalité et objectif 139
2.2.2. Présentation graphique et interprétation 142
2.2.3. Les moyennes mobiles et les filtres 152
2.2.4. Conclusion 161

Résumé : Le marché des changes 161

Mots clés 163

Problèmes de révision 164

Bibliographie 169

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Chapitre 3 Les marchés financiers internationaux 177

1. Motifs d'internationalisation et développement de l'euromarché 178
   1.1. Revirement de la conjoncture 178
   1.2. Expansion des réseaux bancaires à l'étranger 181
   1.3. Caractéristiques générales de l'euromarché 184
      1.3.1. Genèse 184
      1.3.2. Processus de création des eurodevises 187
      1.3.3. Particularités de l'euromarché 188

2. La taille du marché 190
   2.1. Typologie des produits 190
   2.2. Évolution du marché 193
      2.2.1. Vue d'ensemble 193
      2.2.2. Ampleur et nature des prêts internationaux 194
      2.2.3. Les obligations internationales 206
      2.2.4. Les actions internationales 215

3. Les innovations sur les marchés financiers internationaux et le mécanisme des swaps 217
   3.1. Explosion des instruments financiers 217
   3.2. Les marchés dérivés : développement et croissance phénoménale 221
      3.2.1. Les contrats à terme 221
      3.2.2. Les options 226
      3.2.3. Les swaps de devises et de taux d'intérêt 230

Résumé : La mondialisation des marchés financiers 243

Mots clés 244

Problèmes de révision 245

Bibliographie 247

Chapitre 4 La dynamique financière et le recentrage des politiques macroéconomiques 251

1. Coordination du contrôle et de la réglementation des services financiers 252
   1.1. Facteurs déstabilisants du système financier 252
   1.2. Proposition du Comité de Bâle pour le contrôle des activités bancaires 264
   1.3. Le phénomène de substitution ou de concurrence entre les devises 274

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2. Politiques fiscales et monétaires en économie ouverte 278
2.1. Concepts d'équilibre sur les marchés 279
2.2. Politiques de stabilisation en régimes de parité fixe 284
2.2.1. Efficacité des politiques monétaires 284
2.2.2. Efficacité de la politique fiscale 285
2.3. Politiques de stabilisation en régimes de taux flottants 287
2.4. Compatibilité et conflits entre les objectifs de gestion macroéconomique 289
2.5. Échec du monétarisme et les orientations prévisibles . . 294
2.5.1. L'analyse monétariste 294
2.5.2. La mise en échec du monétarisme 298

3. Sur la théorie des zones monétaires optimales 306
3.1. Les fondements théoriques face aux faits stylisés 308
3.1.1. La mobilité des travailleurs 309
3.1.2. Le degré d'ouverture de l'économie et sa taille . . . 315
3.1.3. Existence d'intégration financière et monétaire . . 317
3.1.4. Similarité ou convergence des politiques économiques 317
3.1.5. La flexibilité des prix et une structure industrielle différente 320
3.2. Les nouvelles bases de politiques monétaires : de la monnaie sans inflation 324
3.3. Synthèse 327

4. Conséquences de la volatilité des taux de change 328

Résumé 334

Mots clés 336

Problèmes de révision 337

Bibliographie 341

Chapitre 5 Le système monétaire international 355

1. Genèse et évolution du système monétaire international 356
1.1. La bonne règle du jeu de l'étalon-or 356
1.2. Le système de Bretton Woods pour un équilibre de la balance des paiements 360
1.2.1. Origine et objectifs 360
1.2.2. Mécanismes d'ajustement et facteurs de déstabilisation 362
1.2.3. Le cas spécial des États-Unis et le dilemme de « Triffin » 365

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1.2.4. Chute du Bretton Woods : abandon de la parité fixe 367
1.2.5. Les ressources et les facilités de crédits du Fonds 370
1.2.6. Les facilités de crédits du FMI 376

2. L'impossible marche des DTS vers le trône du dollar 385
2.1. Concept des unités monétaires composites 385
2.2. L'impossible marche des DTS vers le trône du dollar . . . 388
2.2.1. Création et composition 388
2.2.2. Émission et utilisation des DTS 391

3. L'Union monétaire européenne 399
3.1. Le Système monétaire européen (SME) 399
3.1.1. Définition et composition de l'écu 400
3.1.2. Mécanisme et symétrie des régies d'intervention du SME 406
3.2. Le traité de Maastricht 409
3.2.1. L'édifice de l'Union monétaire européenne 410
3.2.2. Les indicateurs économiques de convergence et la discipline budgétaire 416
3.2.3. La rationalité des critères de convergence 423
3.2.4. Les objectifs de politique monétaire 428
3.3. Synthèse 432

4. Les consultations bilatérales du FMI et la coordination des politiques économiques 435
4.1. Le menu des consultations du Fonds 437
4.1.1. Conseils aux pays industrialisés du G-7 439
4.1.2. Les réformes obligées dans les pays en développement 444
4.2. Études théoriques et empiriques de la coordination des politiques 445
4.2.1. Les barrières à la coordination 445
4.2.2. Les mesures conflictuelles d'impact de la coordination 447
4.2.3. Impact prometteur de la surveillance du FMI 449
4.3. Les voies à suivre ou à éviter 454

Résumé : Le Système monétaire international 461

Mots clés 463

Problèmes de révision 464

Bibliographie 468

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Chapitre 6 L'endettement extérieur 479

1. L'envergure de la dette des PVD 480
   1.1. Définition et particularités de la dette 480
   1.2. Le choc des chiffres 482

2. Les sources pléthoriques de la crise 483
   2.1. Perspective historique des défauts de paiements 483
   2.2. Les causes externes et l'instabilité des marchés financiers 491
   2.3. Les signes de crise structurelle plus spécifiquement intérieure 494
   2.4. Défaut de paiement du Mexique : un cas d'espèce 502

3. Programmes de réduction de la dette : vers une libéralisation des forces du marché 505
   3.1. La répudiation de la dette : mythe ou réalité 506
   3.2. Les initiatives pour un règlement de la crise : des prêts involontaires 507
      3.2.1. Le Club de Paris et le Club de Londres 508
      3.2.2. Les réactions au déclenchement de la crise 510
      3.2.3. Le plan Baker de 1985 : instauration du PAS 511
      3.2.4. L'accord de Toronto 514
      3.2.5. Le plan Brady, les conditions de Trinidad, de Houston et autres sommets 516
      3.2.6. Les dispositions des dettes : émergence du marché secondaire 521
      3.2.7. Perspectives 524

4. Programmes d'ajustement structurel : nécessité ou impasse 526
   4.1. L'adaptation de la pensée économique aux réalités des époques 527
      4.1.1. Les chocs conjoncturels des années 1970 et 1980 529
      4.1.2. Les nouveaux courants 532
   4.2. La mise en œuvre des programmes d'ajustement structurel 534
      4.2.1. L'apprentissage de la Côte d'Ivoire 534
      4.2.2. Le Brésil, l'Argentine et le Chili face à l'endettement et l'inflation : la solution orthodoxe et la soluton hétérodoxe . . 541
   4.3. Synthèse 552

5. Conclusion 555

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Résumé : L'endettement extérieur 557
Mots clés 559
Problèmes de révision 559
Bibliographie 563

Glossaire 569

Lexique anglais 611

Lexique français 617

Index onomastique 623

Index thématique 629

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Liste des tableaux

Tableau 1.1	Comptabilisation des comptes de la balance des paiements	7
Tableau 1.2	Structure de la balance des paiements	12
Tableau 1.3	Structure de la position extérieure globale	14
Tableau 1.4	Balance des paiements du Canada – Année 1999	15
Tableau 1.5	Balance des opérations courantes en pourcentage du PIB	22
Tableau 1.6	Solde du compte courant par pays – Année 1999	24
Tableau 1.7	Erreurs et omissions pour quelques pays	26
Tableau 1.8	Réserves officielles autres que l'or	32
Tableau 1.9	Réserves officielles en or	33
Tableau 1.10	Position extérieure globale – Canada	35
Tableau 1.11	Position extérieure de quelques pays	36

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Tableau 1.12	Stabilité de la structure des soldes courants des principaux pays de l'OCDE – 1972-1978	51
Tableau 2.1	Régime de changes au 31 décembre 1999	70
Tableau 2.2	Le marché des changes : cotation (vendredi, 1er février 2002)	94
Tableau 2.3	Activité sur le marché des changes	100
Tableau 2.4	Transaction des changes : composition par monnaie	101
Tableau 2.5	Croissance de la masse monétaire (M_1) et de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans certains pays du monde	110
Tableau 2.6	Évolution du taux d'escompte pour certains pays	115
Tableau 2.7A	Résultat d'estimation du modèle monétaire selon divers auteurs : cas de l'Allemagne	122
Tableau 2.7B	Résultats d'estimation du modèle monétaire du taux de change selon divers pays	123
Tableau 2.8	Moyenne mobile ordinaire : dollar canadien pour un dollar américain	153
Tableau 2.9	Moyenne mobile ordinaire : euro pour un dollar américain	154
Tableau 2.10	Moyenne mobile pondérée : dollar canadien pour un dollar américain	156
Tableau 3.1	Capitaux levés sur les marchés internationaux – dimension restreinte	195
Tableau 3.2	Capitaux levés sur les marchés internationaux – dimension globale	196
Tableau 3.3	Capitaux levés sur les marchés internationaux – dimension globale (par catégorie d'emprunteurs)	197
Tableau 3.4	Principaux pays emprunteurs des crédits bancaires internationaux à moyen terme	199
Tableau 3.5	Crédits bancaires internationaux par monnaie d'émission	200

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Tableau 3.6	Activité bancaire internationale	201
Tableau 3.7	Créances transfrontalières des banques	204
Tableau 3.8	Marges sur les eurocrédits	205
Tableau 3.9	Échéances moyennes des eurocrédits	205
Tableau 3.10	Répartition par monnaie des émissions d'obligations internationales	207
Tableau 3.11	Émission des obligations internationales en devises – année 1997	209
Tableau 3.12	Structures du marché par principaux instruments Les obligations internationales	211
Tableau 3.13	Émissions d'obligations internationales	212
Tableau 3.14	Émissions d'obligations internationales par catégorie d'émetteur	214
Tableau 3.15	Statistiques de la BRI sur les obligations et effets internationaux	214
Tableau 3.16	Obligations internationales et euronote	215
Tableau 3.17	Actions internationales	216
Tableau 3.18	Quelques instruments sur les marchés financiers	219
Tableau 3.19	Comparaison entre contrats à terme (*forward*) et contrats à terme normalisé (*futures*) sur des devises	225
Tableau 3.20	Impact des facteurs déterminants de la prime d'une option	228
Tableau 3.21	Contrats financiers dérivés négociés sur les marchés organisés	231
Tableau 3.22	Les lignes de swap bilatéral de la Federal Reserve	234
Tableau 3.23	Swap entre deux sociétés A et B	238
Tableau 4.1	Indicateurs d'expansion de l'activité financière	263
Tableau 4.2	Pondération des risques selon la catégorie d'élément d'actif figurant au bilan	267

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Tableau 4.3	Politiques de stabilisation et conflits entre les objectifs	293
Tableau 5.1A	Pourcentage cumulé des dévaluations – 1948-1967	363
Tableau 5.1B	Ampleur des dévaluations – 1948-1967	364
Tableau 5.2	Comparaison de l'accord Smithsonian avec les taux de change courant au deuxième trimestre de 1973	369
Tableau 5.3	Quotes-parts des pays membres dépassant 1 million de DTS au 30 avril 2001	375
Tableau 5.4	Facilités de crédit du FMI	380
Tableau 5.5	Accords approuvés au cours des exercices clos les 30 avril 1953 à 2001	383
Tableau 5.6	Classification sommaire des unités de compte artificielles	387
Tableau 5.7	Composition des DTS	390
Tableau 5.8	Valeur des DTS au 30 avril 2001	390
Tableau 5.9	Composition de l'écu	402
Tableau 5.10	Réaménagements des parités dans le SME depuis 1979	407
Tableau 5.11	Indices des prix à la consommation, pourcentages de variation par rapport à la période précédente	418
Tableau 5.12	Taux de chômage : définitions courantes	419
Tableau 5.13	Solde financier des administrations publiques, excédent (+) ou déficit (–)	420
Tableau 5.14	Dette brute des administrations publiques suivant la définition de Maastricht	421
Tableau 5.15	Critères de convergence de Maastricht et résultats des États membres	423
Tableau 5.16	Synthèse des résultats de surveillance du FMI, exercice 2001, Pays du G-7	442
Tableau 5.17	Interventions nettes en dollars sur une base semi-annuelle	452

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Tableau 5.18	Les principales propositions de réforme du Système monétaire international	459
Tableau 6.1	Dettes extérieures des PVD	484
Tableau 6.2	Flux net de ressources – dette de long terme	484
Tableau 6.3	Ratios de la dette par région géographique	485
Tableau 6.4	Structure de la dette par région géographique	486
Tableau 6.5	Composition de la dette à long terme par principales devises – année 1999	487
Tableau 6.6	Les 25 principaux pays les plus endettés	488
Tableau 6.7	Évolution du prix de certains produits de base	501
Tableau 6.8	Estimé des fuites nettes de capitaux	503
Tableau 6.9	Cours des titres de créances bancaires au marché secondaire	523

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Liste des figures

Figure 1.1	Évolution de la balance des paiements de 1983 à 1999	17
Figure 1.2	Solde du compte courant mondial et du compte financier mondial 1990-1999	26
Figure 1.3	Courbes de demande et d'offre d'exportation et d'importation	47
Figure 1.4	Hypothèse de la «courbe en J »	48
Figure 2.1	Évolution des taux de change – 1964-2002	74
Figure 2.2	Courbe de l'offre et de la demande de devises	92
Figure 2.3	Spéculation stabilisante	103
Figure 2.4	Spéculation déstabilisante	104
Figure 2.5	Courbe de la PPA	109
Figure 2.6	Évolution de la masse monétaire (M_1) et de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour certains pays	111

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Figure 2.7	Variation du taux de change selon l'écart inflationniste pour certains pays de l'OCDE	113
Figure 2.8	Différentiel des taux d'intérêt	114
Figure 2.9	Évolution du taux de change et des taux d'intérêt à court terme pour certains pays	116
Figure 2.10	Surajustement du taux de change	126
Figure 2.11	Équilibre de l'offre et de la demande de devises	141
Figure 2.12	Exemple de tendance à la hausse	144
Figure 2.13	Exemple de tendance à la baisse	144
Figure 2.14	Exemple de tendance latérale ou mouvement sans tendance	145
Figure 2.15	Cotes de clôture du dollar canadien pour un dollar américain	146
Figure 2.16	Cotes de clôture de l'euro pour un dollar américain	147
Figure 2.17	Support en diagonale	147
Figure 2.18	Résistance en diagonale	148
Figure 2.19	Congestion : types rectangle et triangle	148
Figure 2.20	Congestion : type triangle symétrique	150
Figure 2.21	Congestion : type triangle descendant	150
Figure 2.22	Congestion : type triangle ascendant	151
Figure 2.23	Congestion : type « tête et épaules »	151
Figure 2.24	Moyenne mobile ordinaire : dollar canadien pour un dollar américain	154
Figure 2.25	Moyenne mobile ordinaire : euro pour un dollar américain	155
Figure 2.26	Moyenne mobile pondérée : dollar canadien pour un dollar américain	158
Figure 2.27	Moyenne mobile pondérée : euro pour un dollar américain	158
Figure 3.1	Présence des banques étrangères	182
Figure 3.2	Banques nationales à l'étranger	183

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Figure 3.3	Expansion des marchés interbancaires internationaux	184
Figure 3.4	Représentation graphique d'un swap	232
Figure 3.5	Prêt adossé (*Back to Back Loan*)	235
Figure 3.6	Prêt parallèle	236
Figure 3.7	Swap de la Banque mondiale en 1981	237
Figure 4.1	Équilibre sur le marché des biens	280
Figure 4.2	Équilibre sur le marché monétaire	282
Figure 4.3	Équilibre de la balance des paiements	283
Figure 4.4	Efficacité de la politique monétaire en régime fixe	284
Figure 4.5	Efficacité de la politique fiscale en régime fixe	286
Figure 4.6	Efficacité de la politique monétaire en régime flexible	287
Figure 4.7	Efficacité de la politique fiscale en régime flexible	288
Figure 4.8	Configuration possible des objectifs macroéconomiques	290
Figure 4.9	Évolution de la vélocité – États-Unis	298
Figure 4.10	Échanges mondiaux rapportés au PIB mondial à prix et taux de change courants	332
Figure 4.11	Échanges mondiaux rapportés au PIB mondial à prix et taux de change de 1980	333
Figure 5.1	Mécanismes d'ajustement en régime d'étalon-or	358
Figure 6.1	Prix sur le marché secondaire pour certains pays	522
Figure 6.2	Courbe de Phillips – États-Unis	530

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Introduction

Les nations ont toujours entretenu et développé entre elles des relations économiques. L'isolationnisme partiel ne constitue qu'une exception, une période de transition entre deux systèmes ou simplement une parenthèse. Aucun pays ne peut exister en État autarcique. Ainsi, les frontières nationales politiques ne coïncident pas avec les frontières économiques, de sorte que les limites géographiques du flux des biens et services ne sont déterminées que par les coûts de transport ou par le mur du protectionnisme qui devient cependant perméable avec le temps.

Certes, des facteurs politiques, culturels et militaires ont pu façonner les relations internationales, mais il est indéniable que les considérations économiques prédominent dans ces relations. Une compréhension du paradigme du commerce international se trouve alors justifiée. Les premiers traités économiques sur le sujet ne visent rien de plus qu'à préciser les sources d'accumulation de la richesse par une nation avec les réponses variables dans le temps.

L'école des mercantilistes (du XVI^e siècle jusqu'au début du XVII^e) considère que la richesse d'un pays réside dans sa capacité d'exportation. Selon Fusfeld (1990), c'est l'homme d'affaires britannique Thomas Mun qui traduit le mieux la pensée de cette école quand il déclare que « le gouvernement britannique devrait par tous les moyens voir à stimuler le commerce des paiements, à encourager les exportations, à promouvoir une balance des paiements viable et à importer de l'or pour

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

augmenter sa masse monétaire ». Dès le début du XVIIIe siècle, les physiocrates ont leur version des faits : la richesse d'une nation provient de la terre, seule ressource productrice de surplus. On peut penser que cette théorie n'est pas sans influence sur les politiques d'expansion territoriale et de développement des fermes agricoles.

En 1776 fut publié le livre d'Adam Smith : *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations,* qui opéra une vraie révolution dans la pensée économique. Smith introduit les notions d'individualisme, de liberté et de mécanisme d'autorégulation du marché. En jetant les bases de l'analyse des « économistes classiques », Smith soutient que la richesse d'une nation se trouve dans ses ressources humaines. Par exemple, et plus précisément, c'est par l'entrepreneurship, le goût du profit et le travail qu'une mine est exploitée et mise en valeur, pour ensuite voir ses richesses exportées ; à défaut, la mine demeurerait dans son état initial : enfouie sous la terre.

La théorie du commerce international a ainsi évolué d'une approche protectionniste vers le libre-échange selon les règles des avantages comparatifs. L'unanimité paraît désormais faite parmi les économistes modernes quant aux vertus du libre-échange, du moins chez ceux qui œuvrent dans les milieux scolaires. Mais aux échanges réels de biens, de services et des facteurs de production correspondent des flux monétaires. Conséquemment, autant les pays sont interdépendants sur le marché des biens, autant ils le sont sur le marché monétaire. Les relations économiques internationales présentent alors un double aspect réel (biens, services, facteurs) et monétaire (système de paiements, de choix de devises). Cette dernière composante du commerce constitue ce qu'on appelle la finance internationale.

Au début des années 1970, le monde entier a été secoué par la chute du système monétaire international établi au Bretton Woods, au lendemain de la guerre, de sorte qu'on a aujourd'hui un régime de fluctuation des devises internationales. Cette instabilité des marchés financiers a été amplifiée par les deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979. Bon nombre de pays en voie de développement se sont retrouvés dans l'incapacité de faire face à leurs obligations de paiements, à tel point qu'on a eu l'impression qu'il y avait un risque imminent de défaillance du système financier. Depuis la crise économique de 1981-1982, les pays industrialisés semblent eux-mêmes opérer un virage vers le protectionnisme ; c'est particulièrement le cas des États-Unis. La constitution de blocs commerciaux avec ou sans union monétaire (Accord Canada–États-Unis, auquel se sont joints le Mexique, l'Union européenne…) ne laisse pas prévoir une simplification de l'ordre financier international.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

C'est en tenant compte de ces observations que nous avons jugé utile d'examiner le domaine de la finance internationale. Notre analyse est répartie sur six chapitres. Le premier expose les principales notions à connaître sur la balance des paiements et précise l'importance de leur déséquilibre comme source des problèmes financiers internationaux, à la suite de quoi nous abordons les principaux modèles de leur ajustement.

Le deuxième chapitre est consacré à l'analyse des facteurs déterminant la valeur d'une devise ainsi qu'aux approches prévisionnelles dont l'analyse technique. Le troisième chapitre traite, d'un point de vue historique et en référence à la plus récente actualité, de l'internationalisation des marchés financiers, de ses causes, de son ampleur et de ses impacts tant microéconomiques que macroéconomiques. Une description des caractéristiques des euromarchés est fournie. Nous passons en revue certains instruments financiers, en l'occurrence les produits dérivés dont l'usage est de plus en plus répandu. Le quatrième chapitre situe l'enjeu du contrôle du système financier international, notamment la capitalisation des banques. Il débouche sur les politiques de stabilisation en économie ouverte et met l'accent sur le monétarisme aux prises avec la nouvelle dynamique de comportement des marchés financiers.

Le cinquième chapitre est consacré aux modalités de fonctionnement du système monétaire international, nous retraçons brièvement son historique et dégageons ses perspectives de réformes. Une attention particulière est accordée à l'union monétaire européenne, dès sa conception par le traité de Maastricht jusqu'à sa mise en œuvre. Aussi, dans ce chapitre, nous procédons à une évaluation critique des efforts de coordination du G-7 et des activités de surveillance du FMI.

Le sixième chapitre touche à un des problèmes financiers actuels majeurs : celui de l'endettement extérieur des pays en voie de développement. Ses causes internes et externes, ainsi que les solutions jusqu'à maintenant envisagées, sont exposées. Dans ce chapitre, nous expliquons la rationalité des programmes d'ajustement structurel et passons en revue l'expérience de certains pays en développement dans leurs efforts d'orientation des politiques macroéconomiques pour effacer leur stock de dette et juguler l'inflation. Enfin, un glossaire et un lexique des termes (français-anglais) sont annexés au présent ouvrage pour faciliter sa compréhension.

Cette deuxième édition du manuel se distingue de la première par des ajouts et des modifications substantielles. D'abord, nous avons procédé à des corrections là où il le fallait. Nous avons ensuite révisé et mis à jour tous les tableaux statistiques et toutes les figures.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

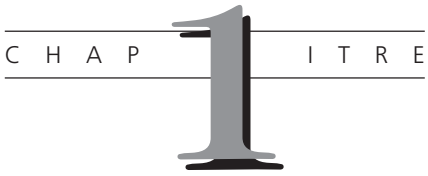
Puis, nous avons réorganisé la structure du manuel en traitant le chapitre sur le système monétaire international après celui des politiques macroéconomiques en économie ouverte.

Cette disposition se justifie du moment où nous avons intégré le chapitre portant sur les unités monétaires composites au système monétaire international. En effet, les deux principales monnaies composites (les DTS et l'écu) ont connu une évolution contrastée : l'écu s'est depuis transformé en euro, une monnaie unique ; les DTS (droits de tirages spéciaux), monnaie d'unité de compte du FMI, éprouvent de sérieuses difficultés au point où il est de plus en plus question de les abolir purement et simplement. Quoi qu'il en soit, ces deux unités monétaires font désormais partie intégrante du FMI et de l'union monétaire européenne. Par ailleurs, la démarche de l'Union européenne pour l'adoption d'une monnaie unique ne manque pas de relancer le débat sur les zones monétaires. Dans cette deuxième édition, un sous-chapitre est consacré à une évaluation critique sur la théorie des zones monétaires optimales. Ajoutons, enfin, que nous avons revu les concepts et les données sur la balance des paiements selon la cinquième édition de la directive du FMI pour l'élaboration de ce compte.

Nous estimons que ce manuel pourra être utilisé par des étudiants dans divers cours, dont en particulier ceux d'économie ou de finance internationale (en priorité), de développement économique, de macroéconomique, de politiques économiques… Rédigé dans un langage simple et sans abus de formules mathématiques, ce manuel est accessible à des étudiants de divers niveaux pour un meilleur entendement de l'environnement monétaire international et des modalités de participation aux marchés financiers.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés



Balance des paiements

Les échanges entre un pays et le reste du monde sont recensés au sein de la balance des paiements, laquelle constitue une des sources statistiques les plus utilisées dans le domaine de la finance internationale. Comme mesure comptable, la balance des paiements cherche à enregistrer toutes les transactions entre les résidents d'un pays et ceux des autres pays du monde au cours d'une période donnée, en général un an. Ainsi, les gouvernements se reportent à ce bilan comptable pour apprécier l'état de la compétitivité internationale de leur économie et pour déterminer les axes des politiques commerciales, fiscales, monétaires et industrielles.

Pour leur part, les firmes et les individus voient à travers l'état de la balance des paiements des signaux quant à l'orientation de ces politiques macroéconomiques et, surtout, des fluctuations probables des taux de change. On ne se surprend guère si l'évolution des comptes de la balance des paiements fait partie intégrante de l'analyse conjoncturelle portant sur l'activité économique. Comprendre et interpréter la structure de la balance des paiements s'avère donc essentiel pour une juste appréciation des enjeux financiers internationaux. C'est précisément l'objet de ce chapitre qui se développe en deux sections : 1) la structure et 2) les problématiques d'ajustement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1. STRUCTURE ET ÉLÉMENTS D'ANALYSE

Le FMI est l'organisme international qui élabore et diffuse des directives pour aider les statisticiens de chacun des pays membres à établir des statistiques de la balance des paiements afin, d'une part, de les rendre fiables et de les tenir à jour autant que possible et pour, d'autre part, faciliter la comparaison entre pays. Pour cela, le FMI publie, par intervalles, un *Manuel de la balance des paiements* qui expose le cadre conceptuel, la structure et la classification. Le présent chapitre s'appuie largement sur la plus récente édition de ce manuel.

1.1. Le cadre conceptuel et les différents comptes

La définition de la balance des paiements, ci-dessus présentée, appelle quelques précisions. Premièrement, la notion de résidence n'est pas déterminée selon la nationalité ou les critères juridiques, mais plutôt par le concept de pôle d'intérêt économique et de territoire économique[1]. En effet, une entité institutionnelle est dite résidente lorsque son pôle d'intérêt économique se trouve sur le territoire économique. Par exemple, les résidents du Canada (pays ou territoire économique) sont les personnes physiques de nationalité canadienne résidant au Canada depuis au moins un an, et également les personnes de nationalité étrangère résidant au Canada depuis plus d'un an[2]. On inclut aussi les personnes morales (entreprises) faisant affaire au Canada, à l'exception des représentants diplomatiques et consulaires. En d'autres termes, les citoyens étrangers, dont le centre d'intérêt économique est au Canada, sont des résidents. De même, les citoyens canadiens, dont le centre d'intérêt économique est dans un autre pays, ne sont pas considérés comme résidents du Canada pour les fins de la balance des paiements.

1. Une entité a un pôle d'intérêt économique dans un territoire économique à partir du moment où il existe un endroit, un domicile, un lieu de production ou des locaux à d'autres usages dans ce territoire à partir desquels elle exerce des activités économiques pendant une période de temps déterminée. Ici, on évoque la règle d'un an au moins, mais seulement à titre indicatif ; chaque pays ou territoire précise la durée minimale qu'il désire adopter.
2. Le territoire économique d'un pays est défini comme étant la zone géographique administrée par un gouvernement à l'intérieur de laquelle les personnes, les biens et capitaux circulent librement. Si chacun des États existants répond assez bien à ce critère, il n'en va pas de même pour les blocs régionaux que sont les marchés communs, à moins que ceux-ci soient administrés par un gouvernement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Deuxièmement, la convention de base pour l'établissement de la balance des paiements est « l'enregistrement en partie double », c'est-à-dire que toute transaction doit donner lieu à deux inscriptions de montants égaux, l'un inscrit au crédit avec un signe positif et l'autre au débit, étant alors affecté d'un signe négatif. De cette procédure de comptabilisation, il s'ensuit que le solde de toutes les transactions est nul. Mais en réalité, les organismes chargés des compilations statistiques utilisent différentes sources, ce qui fait en sorte qu'il existe un écart entre le poste de crédit et de débit, désigné par « erreurs et omissions ». Nous reviendrons plus loin sur cette notion d'écart.

Troisièmement, la notion même de crédit et de débit peut être mieux saisie en se reportant au bilan d'une entreprise. En effet, comme principe de base, lorsqu'un pays exporte un bien ou service, cette transaction est créditée pendant qu'une importation va du côté des débits.

TABLEAU 1.1
Comptabilisation des comptes de la balance des paiements

Crédit	Débit
1. Exportation de marchandises	1. Importations de marchandises
2. Exportations de services – dépenses de voyages des étrangers dans le pays	2. Importations de services – dépenses de voyages à l'étranger
3. Revenus d'investissements effectués à l'étranger	3. Investissements effectués à l'étranger
4. Vente des obligations à l'étranger	4. Achat des obligations étrangères

La balance des paiements se décompose en quatre principales catégories : le compte courant, le compte capital et les opérations financières, le compte des réserves et les erreurs et omissions. Examinons à tour de rôle chacun des comptes.

Le compte courant regroupe les transactions suivantes : biens et services, revenus de placement ou d'investissement et transferts courants. La rubrique des biens se réfère aux marchandises et le solde de leurs transactions internationales (exportations moins les importations) est appelé la *balance commerciale*. Les services recouvrent plusieurs catégories dont, entre autres : transports (marchandises et passagers), voyages, services de communication entre résidents et non-résidents (services postaux, télécommunications), services de bâtiment et travaux publics dont le génie conseil, les services d'assurance, les services financiers, les services d'informatique, les redevances et droits de licence, les

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

autres services aux entreprises (négoce international, autres services liés au commerce), les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs et, enfin, les services fournis ou reçus par les administrations publiques non classées ailleurs. Bien que cette nomenclature des services apparaisse a priori quelque peu variée, peu de pays rapportent des données à un niveau aussi détaillé. On observe en effet que l'enregistrement des services pose plusieurs problèmes dont : *i*) la définition (les mêmes dénominations ne recouvrent pas toujours les mêmes activités) ; *ii*) les problèmes de transactions mixtes (valeur non connue directement mais agrégée à d'autres transactions) ; *iii*) les problèmes d'identification des flux bruts (les transactions entre sociétés liées sont réglées par un mécanisme de compensation) (OCDE, 1998).

La catégorie des revenus de placement recouvre la rémunération des salariés (revenu des travailleurs frontaliers, saisonniers et autres travailleurs non résidents tel le personnel des ambassades), le revenu d'investissement dont les recettes et paiements au titre d'investissement direct ou de portefeuille (dividendes, bénéfices de filiales, sociétés associées et succursales, revenus d'intérêts de placement) effectués à l'étranger ou que les non-résidents tirent du pays.

En ce qui concerne les transferts, on distingue deux types : le transfert courant et le transfert en capital – ce dernier est comptabilisé au compte de capital et opérations financières. Qu'entend-on par transfert courant ?

> Ce sont tous ceux qui ne font pas intervenir *i*) le transfert de propriété d'un actif fixe, *ii*) le transfert de fonds lié ou subordonné à l'acquisition ou à la cession d'un actif fixe, ni *iii*) la remise sans contrepartie d'une dette par un créancier (toutes ces opérations sont des transferts de capital) (FMI, 1993, p. 43).

Les transferts courants sont subdivisés en deux groupes : *i*) ceux des administrations publiques (dons alimentaires, vêtements, médicaments, espèces à d'autres gouvernements, cotisations à des organisations internationales, transactions entre le gouvernement et les non-résidents telles : impôts, cotisations syndicales, prestations sociales, pensions de régime de retraite) ; et *ii*) les autres transferts (envois de fonds des travailleurs immigrants, dons alimentaires, médicaments, contributions aux organisations charitables, religieuses…).

La deuxième grande catégorie de la balance des paiements est celle du compte capital et des opérations financières. La première partie de ce groupe, soit le compte capital, comprend deux principales sous-catégories : transferts de capital, acquisition ou cession d'actifs non financiers, non produits. À titre de rappel, il y a transfert de capital

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

lorsque « *i*) un actif fixe est cédé ou *ii*) lorsqu'un engagement financier est annulé par accord mutuel entre le débiteur et le créancier sans que ce dernier reçoive la moindre contrepartie » (FMI, 1993, p. 89).

La distinction entre transfert courant et transfert de capital n'est pas pour autant aisée en raison des perceptions différentes de chacune des parties à la transaction. Les transferts en capital sont classés selon le secteur : *i*) administrations publiques (remise de dettes, dons pour l'investissement, impôts sur les transferts de capital – impôts et droits de succession ; *ii*) autres secteurs (remise de dette, transferts des immigrants). La sous-catégorie « acquisitions ou cessions d'actifs non financiers non produits » comprend autant des actifs corporels (terre, ressources du sous-sol) que des actifs incorporels (brevets, droits d'auteur, marques commerciales). Il importe de noter que l'utilisation de ces actifs donne lieu à une écriture au poste de revenu du compte courant, alors que leur acquisition ou cession amène une écriture au poste du compte capital.

Le compte des opérations financières est plus complexe et plus difficile à cerner. En règle générale, toute transaction permettant d'avoir un droit monétaire sur un pays étranger est créditée ou débitée. Par exemple, un résident américain dépose 10 000 $ dans son compte auprès de la banque Barclay à Londres. Ce montant est débité dans le compte des opérations financières des États-Unis alors que le Royaume-Uni l'enregistre comme un crédit (entrée de capital). Trois principales rubriques figurent dans le compte des opérations financières : investissement direct (ID), les investissements de portefeuille et les autres investissements. D'abord, l'investissement direct implique un contrôle de la société alors que celui de portefeuille ne confère que des titres de participation ou de créance. L'investissement direct résulte de plusieurs sources dont : la création de succursales ou de filiales, l'achat ou la vente d'actions, l'achat immobilier, le financement des déficits ou des prêts entre les sièges sociaux et les filiales. L'enregistrement de l'ID distingue l'économie à l'étranger et l'étranger dans l'économie. Quant à l'investissement de portefeuille, il est présenté sous deux grandes divisions : les avoirs et les engagements. Chacune de ces divisions comprend des éléments de titres de participation (actions, parts, certificats d'actions étrangères), titres de créance (obligations, investissement émis sur le marché monétaire – bons du trésor, billets de trésorerie, acceptations bancaires, certificats de dépôts négociables), les produits dérivés (options, contrats à terme, bons de souscription – warrants –, swaps de devises et de taux d'intérêt).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

À leur tour, les titres de participation et de créance sont ventilés par secteur du créancier résident, dans le cas des avoirs, et du débiteur quand il s'agit des engagements. On y retrouve quatre secteurs : autorités monétaires[3] (banque centrale), administrations publiques, banques et autres secteurs.

La rubrique appelée « autres investissements » couvre toutes les opérations sur actifs et passifs financiers qui ne figurent pas au compte des investissements directs ni aux investissements de portefeuille. Plus précisément, ces « autres investissements » recouvrent les crédits commerciaux (crédit accordé par des fournisseurs et des acheteurs pour les transactions de biens et services, ainsi que les avances payées pour des travaux en cours), les prêts à court et à long termes incluant l'utilisation des crédits du FMI et ses prêts. Ce poste « autres investissements » comprend aussi la rubrique « monnaie fiduciaire et dépôts ». La monnaie fiduciaire regroupe les billets de banque et les pièces de monnaie en circulation (un élément de l'agrégat monétaire M_1). Les dépôts se subdivisent en dépôts transférables (ceux qui peuvent être échangés librement par chèque, virement ou au pair sur demande) et les autres dépôts (toutes créances attestées par une preuve de dépôt, dont les dépôts à terme).

Enfin, la rubrique « autres avoirs et engagements » du poste « autres investissements » rassemble toutes les transactions qui ne figurent pas dans les crédits commerciaux, les prêts et la monnaie fiduciaire et les dépôts, comme les souscriptions au capital des organisations internationales non monétaires – à ne pas confondre avec les cotisations, lesquelles figurent au poste de « transfert courant ».

Le compte des réserves, ou les réserves officielles, sous le contrôle des autorités monétaires (banque centrale) a, entre autres fonctions, de corriger les déséquilibres des paiements et de servir de moyen d'intervention sur les marchés de change afin d'influencer l'évolution des taux de change[4]. Ce compte est constitué de l'or monétaire, des DTS (droits

3. L'autorité monétaire d'une économie désigne la banque centrale, qui voit entre autres à l'émission de la monnaie, la détention et la gestion des réserves internationales. Le secteur public recouvre les unités gouvernementales (États, provinces, cantons), les caisses de sécurité sociale, les institutions sans but lucratif principalement financées ou contrôlées par le gouvernement et les sociétés parapubliques.

4. Les avoirs de réserve sont interchangeables, à savoir par exemple que l'or peut être converti en devises et vice versa. L'or monétaire est celui qui appartient aux autorités. Il est considéré que les autorités monétisent de l'or quand elles accroissent leurs avoirs en or monétaire en acquérant de l'or marchandise et qu'elles démonétisent de l'or quand elles vendent de l'or.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de tirage spéciaux), de la position de réserve du FMI, des avoirs en devises, prenant diverses formes dont notamment les monnaies, les dépôts bancaires, les obligations et les autres titres d'emprunt, les produits dérivés et les investissements du marché monétaire.

Enfin, le dernier élément de la balance des paiements est l'« erreur et omission ». Il reflète le caractère difficilement estimable des comptes, en particulier le compte capital et les opérations financières, et le non-respect du système d'écriture en partie double. Il est loisible de s'interroger sur la rationalité de cette modalité d'écriture. D'abord, il importe de souligner que, conformément à son appellation, le compte balance des paiements vise à enregistrer un bilan des paiements des résidents d'une économie à des étrangers et des recettes de l'étranger.

La particularité de la balance des paiements, par rapport au bilan des entreprises, est que les transactions internationales ne sont pas nécessairement facturées dans la devise nationale. Au niveau international, le vendeur désire être payé dans sa monnaie domestique alors que l'acheteur voudrait également régler sa facture dans sa propre devise. En conséquence, toute transaction internationale entraîne un marché de taux de change. Par ailleurs, sur le plan strictement domestique, les gouvernements peuvent se permettre d'accumuler des déficits qu'on se lègue de génération en génération. Dans le contexte international, les gouvernements se comportent comme des ménages devant veiller à un certain équilibre entre leurs revenus et leurs dépenses. Si l'étranger doute de notre capacité de remboursement, nous ne pouvons pas indéfiniment acheter chez lui à crédit. De surcroît, un déficit dans les transactions internationales doit être réglé dans une devise acceptable pour les deux parties. Ainsi, la balance des paiements, comme l'expression l'indique, doit simplement balancer, c'est-à-dire que la somme des crédits et des débits doit s'annuler. Le problème, dans la balance des paiements, n'est pas de savoir si elle balance, mais plutôt de savoir si l'équilibre des composantes est maintenu.

En principe, comme l'expliquent assez bien Williamson et Milner (1991, p. 177), tout crédit apparaissant sur une des lignes 1 à 8 du tableau 1.2 de la balance des paiements, et ne donnant pas lieu à une contrepartie de débit, devrait induire une hausse de réserves de la banque centrale, soit un surplus à la ligne 10. Mais dans la pratique, la banque centrale sait pertinemment si elle achète ou non des réserves. En d'autres mots, les variations dans les réserves ne dérivent pas seulement des déséquilibres de la balance des paiements, mais reflètent les politiques poursuivies par la banque centrale, notamment celles visant la stabilisation des taux de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.2
Structure de la balance des paiements

I Compte courant
1. Marchandise
   Solde : *Balance commerciale*
2. Services
3. Revenus
4. Transferts courants
   Solde : *Balance du compte courant*

II Compte capital et opérations financières
5. Compte capital
6. Investissements directs
7. Investissements de portefeuille
8. Autres investissements
   Solde : *Balance du compte capital et opérations financières*

III Erreurs et omissions
9. Erreurs et omissions
   Solde : *Balance globale*

IV Avoirs de réserves
10. Variation des réserves

Comment expliquer que la balance des paiements s'équilibre par le biais des variations des réserves officielles et en vertu du système de comptabilité à double entrée ? Voici un exemple de transaction. À supposer qu'un résident canadien achète auprès de son concessionnaire une auto Toyota Camry pour un montant de 30 000 $. Le résident acquitte sa facture en émettant un chèque tiré sur son compte de la Banque Royale. La société japonaise Toyota devient propriétaire du chèque qui se trouve au Canada. L'écriture comptable de cette transaction pour le Canada se résume comme suit :

	crédit	**débit**
Importation de voitures		30 000 $
Autres investissements (dépôts)	30 000 $	

En effet, dès l'instant où l'exportateur japonais (Toyota) prend possession du chèque émis par son client canadien, il agit comme un investisseur au sens où il effectue un dépôt au Canada. Ainsi, la simple

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

importation de voitures par le Canada donne lieu à une double écriture du même montant, l'une au débit et l'autre au crédit. Advenant que la firme Toyota contacte sa banque au Japon (par exemple Dai-ichi Kangyo Bank) pour échanger ces dollars canadiens en yen, cette transaction ne modifiera en rien l'état des comptes, si ce n'est un changement de propriétaire. Plus précisément, c'est Dai-ichi Kangyo Bank qui devient le propriétaire du chèque, toujours placé au Canada. Éventuellement, Dai-ichi Kangyo Bank voudra convertir ce chèque en yen en s'adressant à la Banque centrale qu'est la Banque du Japon, laquelle devient alors la propriétaire du chèque qui s'ajoute aux réserves officielles du Japon. Dans ce cas, l'état de la balance des paiements du Canada se modifie ainsi :

	crédit	**débit**
Autres investissements (dépôts)		30 000 $
Engagement des autorités monétaires canadiennes envers les autorités monétaires étrangères	30 000 $	

Donc, l'importation canadienne initiale de la voiture amène un accroissement des dollars canadiens auprès des Banques centrales. Ceci montre que toute transaction internationale autorise deux constats : *i*) la somme de la colonne crédit est équivalente à celle du débit ; *ii*) les réserves officielles peuvent varier. Si, par construction, la balance des paiements devait balancer, pourquoi alors utiliser les termes de déficit, surplus ou simplement de déséquilibre ? Ces termes caractérisent l'état de la balance des paiements avant l'inclusion des réserves officielles.

Un autre état de compte aussi relié, qu'il ne faut toutefois pas confondre avec la balance des paiements, est celui de la position extérieure globale, communément appelée la « position des investissements internationaux » ou encore le « bilan des investissements internationaux ». Alors que la balance des paiements est un concept de flux, celui de la position extérieure globale est un concept de stock cherchant à mesurer la détention par des résidents d'une économie d'actifs financiers étrangers ainsi que la détention par des étrangers d'actifs financiers de cette économie dans une période donnée.

De cette façon, on peut évaluer si un pays est un créditeur net ou un débiteur net vis-à-vis du reste du monde. Le lien entre les deux états de compte passe par le compte capital et opérations financières, ainsi que par les avoirs de réserves. Plus précisément encore, la position

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

extérieure globale traduit l'état du stock des avoirs (actifs) et des engagements (passifs) financiers extérieurs. Le tableau 1.3 présente la structure de la position extérieure globale[5].

TABLEAU 1.3
Structure de la position extérieure globale

A	**Actifs**
	1. Investissements directs à l'étranger
	2. Investissements de portefeuille
	3. Autres investissements
	4. Avoirs de réserves
B	**Passifs**
	5. Investissements directs de l'étranger
	6. Investissements de portefeuille
	7. Autres investissements
	Solde : *position extérieure globale nette*

Une position extérieure globale nette est égale à la différence entre le stock des avoirs financiers et le stock des engagements. Une position nette positive (négative) est qualifiée de créditrice (débitrice). Dans son manuel, le FMI (1993, p. 116) estime qu'« il est plus pertinent de ne considérer comme faisant partie de la dette que les composantes de la position extérieure globale autres que le capital social (tous les engagements autres que les titres de participation et le capital social correspondant à des investissements directs, y compris les bénéfices réinvestis). »

1.2. Interprétation et quelques données de position

1.2.1. Des déséquilibres de paiements

Un regard sur l'état de la balance des paiements du Canada pour l'année 1999 (tableau 1.4) indique que le compte courant est déficitaire d'un montant de 2,28 milliards de dollars. Ce déficit est la résultante d'un compte créditeur à la balance commerciale de près de 22,76 milliards et

5. La position d'investissement international ou le bilan des investissements internationaux reflète la position extérieure globale à l'exclusion des avoirs de réserves.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d'un compte débiteur au niveau de la balance des invisibles (services, revenu et transferts courants) d'un montant de 25,04 milliards, dont en particulier le compte de revenu.

TABLEAU 1.4
Balance des paiements du Canada – Année 1999
(en milliards de dollars américains)

Compte	Crédit	Débit	Solde	
***a*) Compte courant**				
Marchandises	242,82	220,6		
Balance commerciale			*+22,76*	
Services	34,85	38,92	–4,07	
Revenu	21,28	42,92	–21,64	
Transferts courants	3,65	2,98	0,67	
Balance compte courant			*–2,28*	*–2,28*
***b*) Compte capital**	3,89	0,459	3,43	
Balance compte capital			*3,43*	*3,43*
***c*) Compte financier**				
Investissement direct à l'étranger		17,84		
Investissement direct au Canada	25,13			
Investissement Portefeuille – Avoirs		15,44		
Investissement Portefeuille – Engagements	3,69			
Autres investissements – Avoirs	8,40			
Autres investissements – Engagements		5,80		
Balance compte financier			*–1,87*	*–1,87*
***d*) Erreurs et omissions nettes**	6,65			6,65
Balance globale (somme de a, b, c, d)	350,36	344,409	*5,93*	*5,93*
Réserves			*–5,93*	*–5,93*
Balance de paiements				*0*

Source : FMI (2000d). *Balance of payments statistics yearbook*, Washington, p. 154-160. Les données positives indiquant des entrées sont comptabilisées au crédit, les données négatives indiquant des sorties sont comptabilisées au débit. Dans le compte financier, un investissement direct à l'étranger (IDE) peut être comptabilisé au crédit ou au débit dépendamment du signe de sa valeur.

Les étrangers ou les non-résidents, au sens de la balance des paiements, ayant réalisé des investissements directs au Canada ou détenant des titres de créance tels les bons du Trésor du gouvernement central ont toujours rapatrié vers leur économie d'appartenance plus de revenus que les résidents canadiens n'en tirent de ces opérations des pays

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

étrangers. En effet, le poste revenu du compte courant affiche un solde négatif d'environ 20 milliards de dollars par année tout au long de la dernière décennie.

Quant au solde des services, il s'explique par l'état défavorable non seulement du compte des voyages pour des raisons d'ordre climatique, mais également par la catégorie des « autres services privés aux entreprises ». Plus précisément, toujours au cours de l'année 1999, le Canada enregistre un crédit (exportations) de 18,35 milliards de dollars contre un débit (importations) de 19,50 milliards pour les transactions d'« autres services privés aux entreprises », soit une importation nette de 1,15 milliard. Bref, tout effort d'explication du solde du compte courant devrait d'abord consister à distinguer chacune des composantes de ce compte, quitte ensuite à intégrer les réflexions développées dans un cours d'économie internationale faisant appel aux principes des avantages comparatifs.

Le compte capital fait état de surplus de 3,43 milliards de dollars pour l'année 1999. Ce compte est traditionnellement positif pour le Canada et résulte presque exclusivement des transactions au niveau du « transfert de capital » puisque celles du poste « acquisition ou cession d'actifs non financiers non produits » sont négligeables. Le compte financier indique un débit net de 1,87 milliard de dollars pour l'année 1999. Rappelons que depuis au moins 1990, le compte financier du Canada affiche un solde net positif sauf pour trois années de rupture (1995, 1996 et 1999). On observe d'ailleurs que depuis 1994 les sorties d'IDE du Canada vers les autres économies dépassent les entrées, à l'exception de l'année 1999.

Pour résumer, la balance globale (somme du compte courant, capital et financier) du Canada pour l'année 1999 aurait été négative de 0,72 milliard de dollars, n'eût été des erreurs et omissions évaluées à la hausse à 6,65 milliards. Conséquemment, la balance globale incluant les erreurs et avant la variation des réserves s'établit à un niveau positif de 5,93 milliards. Il en résulte une variation des réserves d'un montant de 5,93 milliards affecté d'un signe négatif pour indiquer leur augmentation et ramener la balance des paiements à zéro.

De façon générale, un compte courant négatif est le reflet d'un manque de compétitivité internationale de l'économie dans la production des biens et services ou un surendettement. Aussi, il convient de souligner que les transactions au niveau du compte capital (acquisition ou cession d'actifs non financiers non produits) et du compte des opérations financières (notamment IDE et portefeuille) se traduisent par des paiements ou des recettes de dividende et de revenu d'intérêt, lesquelles se comptabilisent dans le poste revenu du compte courant. Le compte

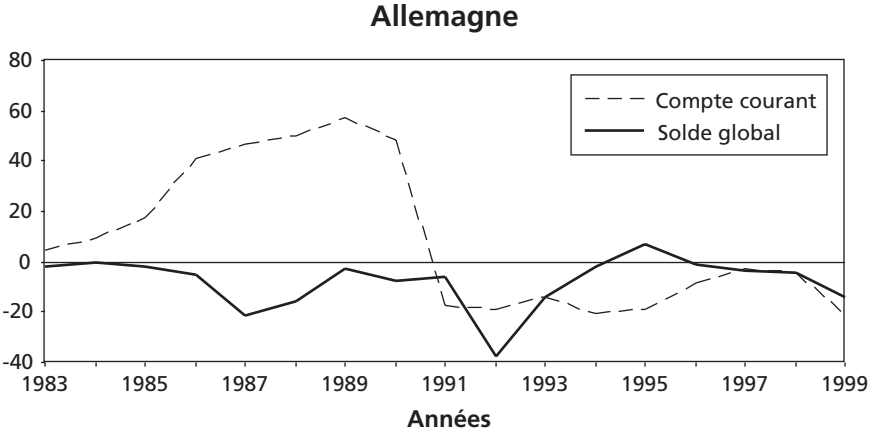
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

« courant » en arrive à signifier « définitif » même si la notion peut être contraire ou du moins sans relation avec son entendement premier et commun ; « définitif », donc dans une année. Cette notion de temporalité définitive l'oppose au compte capital et financier qui, lui, est capital et comporte des effets récurrents : un surplus dans le compte capital et financier implique une obligation de rembourser ultérieurement.

Dans une perspective comparative, l'état de la balance des paiements des États-Unis épouse une logique opposée à celle du Canada. Tout d'abord, tandis que le Canada présente une balance commerciale positive et celle des services et revenus négative, les États-Unis enregistrent une balance commerciale négative et une balance presque positive au niveau des services et revenus. Aussi, le transfert courant des États-Unis est fortement déficitaire, sans doute en raison de leurs implications dans divers coins du globe. En conséquence, et pour l'année 1999, le compte courant des États-Unis est déficitaire d'un montant de 331,0 milliards de dollars, mais fortement compensé par un compte financier de 323,3 milliards.

Signalons aussi que depuis au moins le début des années 1980, les États-Unis enregistrent le déséquilibre le plus aigu de l'économie mondiale en terme de déficits des paiements courants à l'image de leur poids économique. Entre 1981 et 1987, la dégradation est quasi continue et la situation ne s'améliore que vers la fin des années 1980, pour à nouveau se détériorer (figure 1.1).

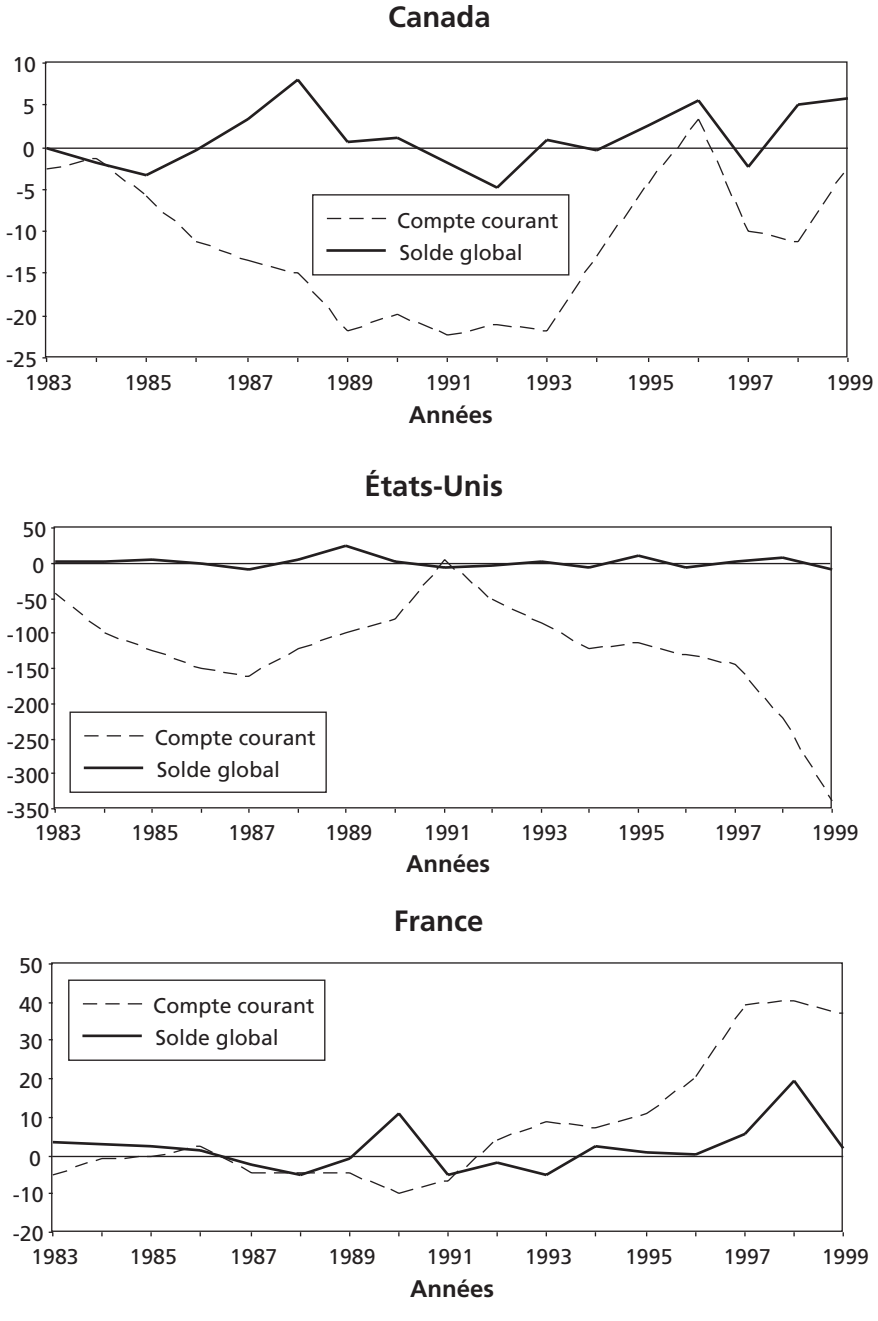
FIGURE 1.1
Évolution de la balance des paiements de 1983 à 1999
(en milliards de dollars américains)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

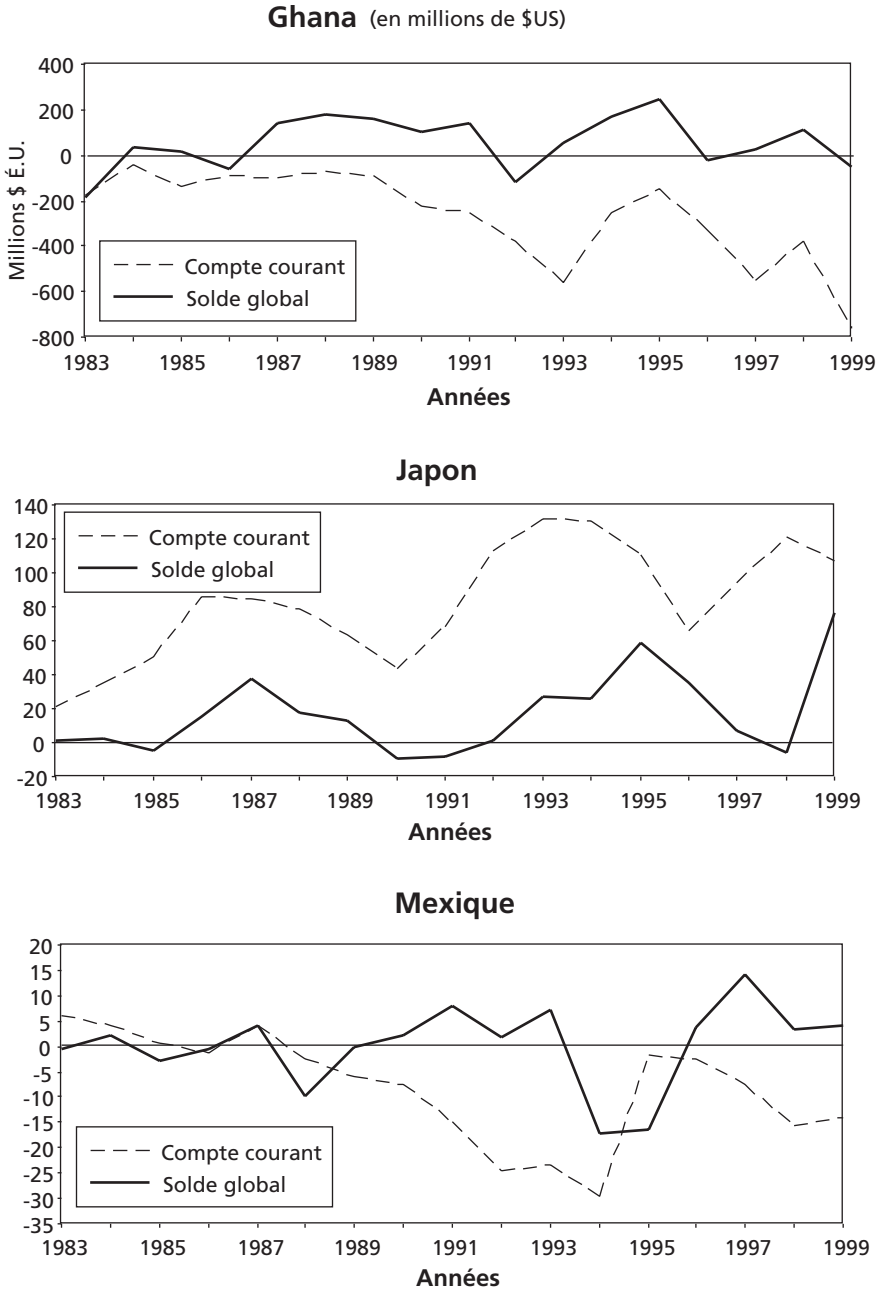
FIGURE 1.1 (*suite*)
Évolution de la balance des paiements de 1983 à 1999
(en milliards de dollars américains)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 1.1 (*suite*)
Évolution de la balance des paiements de 1983 à 1999
(en milliards de dollars américains)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Sans doute ne dispose-t-on pas encore des chiffres relatifs au début des années 2000, mais les estimations de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2000, p. 287) indiquent que le déficit du compte courant des États-Unis dépassera le cap des 400 milliards de dollars avant la fin de 2002. C'est la faiblesse de l'économie américaine et le déplacement, vers les nouveaux pays industrialisés, de la production de biens de consommation, laquelle production n'est pas compensée par une balance positive des invisibles, qui consacrent le déséquilibre du compte courant. La forte consommation a provoqué une croissance constante des importations. Cependant, l'entrée massive de capitaux à la faveur de taux d'intérêt élevés, seul moyen de contrôler les anticipations spéculatives et l'inflation, ont permis de financer la dette américaine la plus considérable des pays de l'OCDE. La tendance à la hausse du compte financier a constamment permis de réduire le déficit de la balance du compte courant. En effet, de 1980 à 1985, les États-Unis ont vu leur devise s'apprécier de façon spectaculaire sur les marchés de change. La politique monétaire restrictive de la FED et les taux d'intérêt élevés ont compensé l'effet défavorable sur le marché financier d'une balance commerciale déficitaire et d'une dette nationale exponentielle. Dès 1987, on observe une nette tendance à la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi qu'un repositionnement de la valeur du dollar vers le bas par rapport aux autres principales devises mondiales.

Vers la fin des années 1990 jusqu'au milieu de 2000, le marché des changes est caractérisé par une faiblesse de l'euro contre le dollar et une remontée du yen. De fait, en dépit de son déficit record du compte courant, les États-Unis attirent des capitaux étrangers qui permettent de soutenir le dollar. Selon le FMI (2000a, p. 6), c'est la confiance dans les gains de productivité aux États-Unis, ajoutée aux meilleures perspectives de profit des entreprises, qui contribuent à relancer le marché boursier aux États-Unis qui devient, par le fait même, un marché attirant pour les investisseurs étrangers.

Le tableau 1.5 présente des données de la balance des paiements courants en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) pour les pays de l'OCDE. De cette liste, on observe la situation de surplus longtemps maintenue par le Japon, les Pays-Bas, la Belgique et la Suisse. À l'autre extrême, c'est-à-dire parmi les pays déficitaires, figurent, outre, bien entendu, les États-Unis, l'Australie, la Pologne et le Portugal. Au sein de l'Union européenne se dégagent des comportements variés : les pays du Nord ont tendance à présenter un compte courant souvent positif contrairement aux pays du Sud (Grèce, Portugal et Espagne). La situation de l'Allemagne devrait retenir l'attention.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Profitant du dynamisme du commerce mondial, l'Allemagne a su développer sensiblement ses ventes à l'étranger à travers tout un faisceau d'industries fort compétitives et de réputation mondiale. Toutefois, depuis 1990, dernière année de surplus du compte courant, la situation déficitaire ne semble pas constituer un phénomène transitoire mais prend plutôt un caractère permanent. De fait, la lenteur de la reprise de la conjoncture économique mondiale du début de la décennie conjuguée à la pression de l'unification territoriale ont fait en sorte que l'Allemagne passe d'une économie tirée par les exportations à une économie tirée par la consommation intérieure. Le tableau 1.6 regroupe les pays selon l'état de leur compte courant de l'année 1999.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.5
Balance des opérations courantes en pourcentage du PIB

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Australie	–3,7	–4,7	–5,5	–5,7	–3,7	–4,5	–6,2	–5,2	–3,6
Autriche	0,3	–0,3	–0,1	0,3	–0,2	–0,2	0,2	0,7	0,0
Belgique [a]	–0,3	0,2	1,1	2,6	1,8	2,1	1,7	1,5	1,8
Canada	–0,8	–0,4	–1,6	–3,0	–3,2	–3,0	–3,9	–3,4	–3,8
République tchèque	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Danemark	–2,4	–3,1	–4,6	–5,3	–2,9	–1,4	–1,3	0,9	1,4
Finlande	–2,3	–0,1	–1,4	–1,0	–1,9	–2,5	–5,0	–5,1	–5,4
France	–0,9	–0,1	–0,1	0,3	–0,5	–0,5	–0,5	–0,8	–0,5
Allemagne	0,8	1,6	2,8	4,4	4,0	4,3	4,7	3,2	–0,1
Grèce	–4,4	–5,1	–8,1	–3,6	–2,3	–1,7	–4,0	–4,6	–2,1
Hongrie	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Islande	–1,9	–4,5	–3,8	0,5	–3,4	–5,3	–1,7	–2,1	–4,0
Irlande	–5,8	–5,3	–3,7	–3,1	–0,2	–0,0	–1,5	–0,8	0,7
Italie	0,2	–0,8	–1,0	0,3	–0,3	–0,8	–1,3	–1,5	–2,1
Japon	1,8	2,8	3,7	4,3	3,5	2,7	2,2	1,5	2,0
Corée	–1,8	–1,4	–0,8	4,3	7,4	7,9	2,4	–0,8	–2,8
Mexique	4,8	2,5	0,8	–0,8	2,8	–1,3	–2,7	–2,9	–4,7
Pays-Bas	3,5	4,8	3,2	2,4	1,8	2,9	4,0	2,7	2,4
Nouvelle-Zélande	–4,4	–8,6	–7,3	–6,4	–5,0	–1,0	–3,8	–3,2	–2,8
Norvège	4,1	5,4	4,8	–6,2	–4,8	–4,1	–0,1	2,6	3,7
Pologne	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Portugal [b]	–6,0	–2,5	1,5	3,3	1,0	–2,0	0,3	–0,3	–0,8
Espagne	–1,7	1,1	1,6	1,6	–0,0	–0,1	–2,7	–3,5	–3,6
Suède	–0,8	0,7	–1,0	0,0	–0,0	–0,3	–1,6	–2,6	–1,9
Suisse	3,8	4,6	5,2	5,0	4,4	4,9	3,9	3,8	4,6
Turquie	–2,9	–2,4	–1,5	–1,9	–0,9	2,0	0,9	–1,7	0,1
Royaume-Uni	0,6	–0,1	0,1	–0,6	–1,4	–3,8	–4,6	–3,5	–1,5
États-Unis	–1,1	2,4	–2,8	–3,3	–3,4	–2,4	–1,8	–1,3	0,1
Zone Euro	–0,1	0,5	0,8	1,7	1,1	1,0	0,8	0,1	–1,1
Union européenne	–0,1	0,3	0,5	1,2	0,6	0,2	–0,2	–0,5	–1,2
Total de l'OCDE	–0,2	–0,6	–0,7	–0,3	–0,4	–0,3	–0,5	–0,6	–0,3

a) Inclut le Luxembourg jusqu'en 1994.

b) Rupture entre 1995 et 1996, due au passage à la méthodologie du *Cinquième manuel de la balance des paiements* du Fonds monétaire international (les transferts de capitaux provenant de l'Union européenne sont exclus du compte courant à partir de 1996).

Source : OCDE (2000). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 68, décembre, Paris, Tableau 52, p. 288.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

								Estimations et prévisions		
1992	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**
–3,7	–3,3	–5,1	–5,4	–3,9	–3,1	–5,0	–5,8	–4,8	–4,4	–4,0
–0,4	–0,8	–1,6	–2,6	–2,3	–3,1	–2,5	–2,8	–3,0	–2,5	–2,0
2,5	4,1	4,2	4,1	4,2	4,8	4,1	3,9	4,2	5,1	–6,0
–3,6	–3,9	–2,3	–0,8	0,6	–1,6	–1,8	–0,4	1,8	2,2	2,2
–	1,3	–1,9	–2,6	–7,4	–6,1	–2,4	–2,0	–3,9	–5,0	–5,4
2,6	3,3	1,8	1,0	1,8	0,7	–0,6	1,8	1,4	2,2	2,7
–4,7	–1,3	1,1	4,0	3,9	5,5	5,7	5,4	5,5	6,5	8,0
0,4	0,8	0,5	0,7	1,3	2,7	2,6	2,6	2,3	2,3	2,4
–0,7	–0,5	–1,1	–0,8	–0,3	–0,1	–0,2	–0,9	–0,9	–0,6	–0,0
–2,8	–1,4	–0,7	–3,0	–4,2	–4,1	–3,2	–4,2	–4,6	–4,6	–4,4
–	–9,0	–9,5	–5,5	–3,8	–2,1	–4,9	–4,3	–3,2	–4,1	–4,2
–2,3	0,8	1,9	0,8	–1,8	–1,7	–6,9	–6,9	–9,1	–10,0	–9,2
1,0	3,7	2,7	2,6	2,8	2,4	0,9	0,7	0,9	0,3	–1,0
–2,4	0,8	1,2	2,3	3,2	2,8	1,8	0,6	–0,9	–0,7	–0,6
3,0	3,1	2,8	2,2	1,4	2,2	3,2	2,5	2,8	2,7	3,0
–1,2	0,3	–1,0	–1,7	–4,4	–1,5	12,8	6,0	2,5	1,7	2,3
–6,7	–5,8	–7,1	–0,5	–0,7	–1,9	–3,8	–2,9	–3,4	–3,8	–4,2
2,1	4,1	4,9	6,2	5,6	7,5	6,3	5,3	5,1	5,2	5,1
–3,5	–2,4	–3,8	–5,0	–6,1	–6,7	–4,1	–6,7	–5,7	–4,7	–4,0
3,5	3,0	3,0	3,3	6,5	5,6	–1,3	3,9	15,4	20,5	19,7
–	–5,2	1,0	0,7	–2,3	–4,0	–4,4	–8,0	–7,6	–7,1	–6,0
–0,2	0,4	–2,4	–0,1	–4,0	–5,2	–6,5	–8,9	–10,6	–11,5	–12,0
–3,6	–1,2	–1,3	0,0	0,0	0,4	–0,2	–2,1	–3,3	–3,7	–3,8
–2,9	–1,3	1,2	3,0	2,8	3,1	2,8	2,5	2,4	1,6	1,1
6,2	8,2	6,7	6,9	7,4	10,0	9,8	11,6	12,7	12,7	12,9
–0,6	–3,6	2,2	–1,5	–1,3	–1,3	1,1	–0,9	–4,6	–4,2	–3,4
–1,7	–1,7	–0,2	–0,5	–0,1	0,8	–0,0	–1,2	–1,5	–1,9	–1,9
–0,8	–1,2	–1,7	–1,5	–1,6	–1,7	–2,5	–3,6	–4,3	–4,5	–4,3
–0,9	0,4	0,2	0,7	1,1	1,5	1,2	0,4	–0,0	0,1	0,4
–1,0	0,1	0,2	0,6	1,0	1,5	1,0	0,2	–0,2	–0,2	0,0
–0,3	0,1	–0,1	0,2	0,0	0,2	–0,0	–0,8	–1,2	–1,3	–1,2

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.6
Solde du compte courant par pays – Année 1999
(en milliards de dollars américains)

Pays excédentaires		Pays déficitaires	
Plus de 10 milliards de dollars		**Plus de 10 milliards de dollars**	
Japon	106,9	États-Unis	–331,5
France	37,2	Brésil	–25,1
Suisse	29,1	Australie	–22,9
Russie	24,9	Allemagne	–19,3
Corée	24,5	Royaume-Uni	–17,7
Singapour	21,2	Mexique	–14,2
Pays-Bas	17,3	Espagne	–12,6
Chine	15,7	Pologne	–12,5
Malaisie	12,6	Argentine	–12,3
Thaïlande	12,4	Portugal	–10,2
Belgique-Luxembourg	11,7		
Hong Kong	10,5	**Entre 1 et 10 milliards de dollars**	
		Autriche	–4,3
Entre 1 et 10 milliards de dollars		Nouvelle-Zélande	–4,3
Philippines	7,9	Inde	–2,8
Finlande	6,9	Canada	–2,3
Italie	6,3	Hongrie	–2,1
Suède	6,0	Iran	–1,9
Indonésie	5,8	Pérou	–1,8
Koweït	5,0	Oman	–1,7
Venezuela	3,7	Égypte	–1,6
Danemark	2,2	Croatie	–1,5
Libye	2,1	Panama	–1,3
Turkménistan	1,6	Roumanie	–1,3
Ukraine	1,6	Turquie	–1,3
		Lituanie	–1,2
		République slovaque	–1,1
		Guatemala	–1,0
		République tchèque	–1,0

Source : FMI (2000d). *Balance of Payments statistics yearbook*, Washington, p. 10 à 13

On constate que les nouveaux pays industrialisés (NPI) d'Asie (Hong Kong, Corée, Malaisie, Thaïlande, Singapour) s'ajoutent au Japon et à certains pays de l'Union européenne dans la liste des pays excédentaires.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1.2.2. La divergence statistique

Les erreurs et omissions de la balance des paiements sont majeures et peuvent atteindre des dizaines de milliards de dollars, comme aux États-Unis, en Allemagne et au Japon (tableau 1.7). Il est d'ailleurs difficile d'imaginer que le compte courant mondial soit statistiquement différent de zéro puisqu'au surplus d'un pays correspond un déficit pour un autre pays. Tel n'est pas le cas comme l'indique la figure 1.2. L'une des explications de ces divergences statistiques veut que la rapidité et la complexité des échanges de biens et services échappent aux appareils statistiques nationaux. La formation des blocs commerciaux, accélérant la libre circulation des biens et services, rend de plus en plus désuètes les procédures de comptabilisation basées sur les déclarations douanières. Sur le marché des capitaux, les facilités de transactions offertes par les nouvelles technologies ne permettent pas de distinguer les opérations purement domestiques des opérations internationales. Il semble aussi que les revenus d'intérêt gagnés à l'étranger soient rarement rapportés aux autorités statistiques, que ces intérêts soient plus souvent crédités dans un compte bancaire OFFSHORE et qu'ils ne traversent même pas les frontières.

Dans leur étude sur la divergence statistique de la division de la balance des paiements de Statistique Canada, Barzyk et Laliberté (1992) rapportent qu'« au début des années 1980, le déséquilibre était si grave (approximativement 103 milliards de dollars américains, 250 fois plus élevé qu'en 1975) que le Fonds monétaire international (FMI) mettait sur pied un groupe de travail en 1984 afin d'examiner ce problème. » Les deux auteurs précisent que l'étude du FMI sur le compte courant mondial, publiée en 1987, attribuait une grande partie de la divergence aux invisibles. Par exemple, les revenus de placements qui reflètent une croissance élevée d'investissements étrangers sont reconnus par les pays débiteurs, mais généralement ignorés par les pays créditeurs.

Autre source de divergence, les transferts officiels entre pays où les crédits rapportés par les pays receveurs étaient nettement inférieurs à ce qui était rapporté par les pays donateurs. L'étude ne précise pas comment la divergence devrait être partagée, mais la majorité des crédits de revenus manquants sont attribuables aux pays industrialisés.

Un autre rapport du FMI (février 1992), sur l'évaluation des flux internationaux de capitaux, mentionne que certains pays ne rapportent pas les revenus réinvestis par les entreprises d'investissement direct, que la couverture des secteurs non bancaires est de faible qualité et qu'il est

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

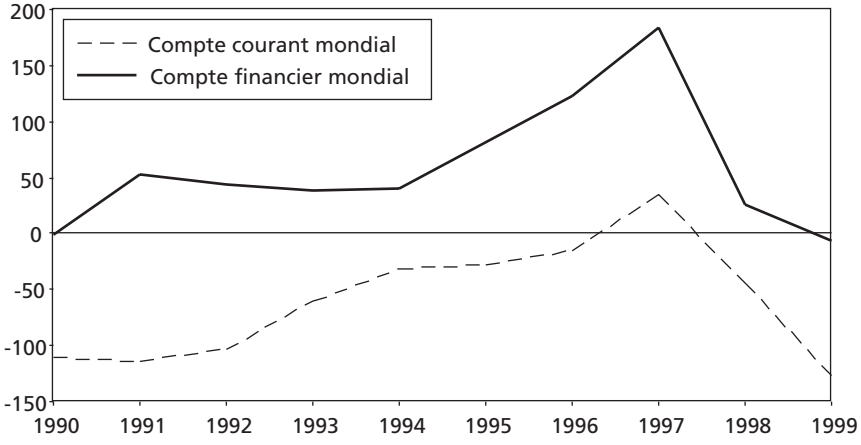
devenu difficile de suivre les investissements de portefeuille à cause de la libéralisation des marchés de capitaux, des innovations financières et du changement du comportement des investisseurs.

TABLEAU 1.7
Erreurs et omissions pour quelques pays
(en milliards de dollars américains)

	1990	1995	1999
États-Unis	24,92	–4,20	11,63
Canada	–1,90	3,40	6,60
France	0,26	–3,30	1,30
Allemagne	15,26	–15,10	39,20
Japon	–21,40	13,78	17,00
Mexique	1,23	–4,25	–0,82
Corée	–2,00	–1,24	–3,50
Ghana	0,08	–0,07	0,30
Brésil	–0,30	1,45	0,74

Sources : FMI, *Balance of Payments statistics yearbook*, divers numéros, Washington.

FIGURE 1.2
Solde du compte courant mondial et du compte financier mondial 1990-1999 (en milliards de dollars américains)



Sources : FMI, *Balance of Payments statistics yearbook*, divers numéros, Washington.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Par ailleurs, l'analyse de Barzyk et Laliberté indique que la divergence du Canada est relativement modérée comparativement à celle des autres pays industrialisés, et ce, pour les raisons suivantes :

> Il existe plusieurs explications pour le degré de qualité apparemment plus élevé des données du Canada, comme le démontre la comparaison des divergences. Au point de vue de sa structure, le système statistique du Canada est centralisé et possède une autorité légale, définie en vertu de la *Loi sur la statistique* pour obtenir l'information, ce qui facilite ainsi la tâche des statisticiens. De plus, les spécialistes de la balance des paiements du Canada effectuent les enquêtes directement, recueillant l'information auprès de plusieurs types de répondants, y compris les sociétés, les organismes gouvernementaux, les banques et autres institutions financières de même que les particuliers. Cela permet un contrôle direct sur les bases de microdonnées. Les États-Unis et le Royaume-Uni, de leur côté, obtiennent les données sur les opérations bancaires et le portefeuille comme des agrégats auprès de leur Banque centrale et leur ministère des Finances. Sans accès direct aux microdonnées, il est plus difficile de remettre en question des opérations précises, de les valider et de les confronter à d'autres sources de données. En plus des données recueillies par les enquêtes, les spécialistes de la balance des paiements du Canada utilisent largement des données administratives et des données de source étrangère.

1.2.3. Les réserves officielles

On distingue deux grandes catégories de réserves officielles : *i*) les réserves en or et *ii*) les réserves autres que l'or. Ces dernières sont composées des devises et des avoirs au compte du FMI à savoir les DTS et la position de réserve[6]. Examinons brièvement quelques caractéristiques de l'évolution des réserves autres que l'or, quitte à revenir sur le cas de l'or.

6. L'expression « position de réserve du FMI » désigne le montant que chaque pays membre détient au compte des ressources générales du FMI et traduit les fluctuations de ses tirages. Cette position de réserve est constituée des achats dans la tranche de réserve qu'un pays membre peut effectuer et du montant de toutes les créances qu'il détient sur le FMI et qui lui sont remboursables sans formalité. Pour simplifier, la position de réserve correspond à la différence entre les quotes-parts et les avoirs du FMI dans la devise du pays, augmentée des prêts octroyés par le FMI (créances sur le FMI). Par exemple, pour le Canada au 28 février 2001, les quotes-parts s'élèvent à 6 369,2 millions de DTS, les avoirs du FMI en dollars canadiens montent à 4 461,8 millions de DTS, et sans aucune écriture de prêts du FMI, d'où il découle une position de réserve de (6 369,2 – 4 461,8 DTS) = 1 907,4 millions de DTS. Voir le chapitre 5 pour plus de détails sur le sujet. Les avoirs officiels en DTS, c'est-à-dire au compte de tirage spécial, traduisent l'utilisation par le FMI de son propre stock de DTS pour des paiements aux pays membres. Cet avoir est égal à la somme des allocations de DTS (basées sur

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La structure et la répartition géographique des réserves officielles ne sont pas uniquement déterminées par les tensions sur le marché des biens, services et capitaux, mais également par une série de facteurs dont en particulier les fluctuations des taux de change ainsi que les modalités d'intervention des banques centrales. Selon les estimations du FMI (2001), les réserves globales autres que l'or ont régulièrement augmenté durant les années 1960 et 1970, passant d'environ 40 milliards de DTS en 1969 à 321,8 milliards de DTS en 1980. La crise économique de 1981-1982 résulte en une chute significative des réserves. Depuis lors, la reprise de leur croissance annuelle ne semble pas devoir s'interrompre. En novembre 2001, la valeur des réserves autres que l'or atteint 1 530 milliards de DTS, en hausse de 11,9 % par rapport à l'année 1999 (voir tableau 1.8). La répartition géographique des réserves autres que l'or est fortement éclatée. Si traditionnellement les pays industrialisés ont détenu la plus grande partie des réserves mondiales autres que l'or, ce n'est plus le cas depuis 1995 où ce sont les pays en voie de développement (PVD) qui concentrent maintenant autour de 57 % de ces réserves. Les nouveaux pays industrialisés d'Asie (Taiwan, Corée du Sud, Singapour et Hong Kong) et la Chine manifestent de fortes propensions à détenir des réserves tout comme d'ailleurs les pays émergents de l'Amérique latine (tableau 1.8). Les États-Unis devraient attirer l'attention par leur niveau de réserves relativement faible compte tenu de leur poids économique et de leur rang de leader du commerce dans le monde. En effet, en novembre 2000, les réserves autres que l'or des États-Unis, évaluées à 43 milliards de DTS, représentaient presque la moitié de celles d'un pays en développement comme Taiwan ou Hong Kong. Sans doute le Federal Reserve ne manifestera pas d'empressement à intervenir massivement sur le marché des changes afin de soutenir sa devise contrairement à des pays d'Asie et d'Amérique latine qui semblent être engagés sur la voie de la « dollarisation » partielle ou complète de leurs politiques de change.

Les devises (monnaies étrangères) représentent depuis 1990 environ 94 % des réserves autres que l'or. Fait remarquable, la part des DTS, déjà faible, tend à diminuer au fil des années[7]. La composition des devises selon la monnaie met en évidence la place privilégiée du dollar américain. Selon le FMI (2000b, p. 121), les avoirs officiels composés de dollars ont sensiblement augmenté au cours des années 1990, passant de 50,6 %

---

la quote-part) et les transactions sur DTS. Les opérations sur DTS sont positives (négatives) si le pays en acquiert davantage (s'en défait). Le chapitre sur les DTS donne des détails explicatifs sur leur origine et leurs diverses utilisations.

7. Voir le chapitre sur le FMI pour plus d'explications sur l'évolution des DTS.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

à 66,2 % en 1999. Cette hausse importante des réserves en dollars est encore plus marquée au sein des pays industrialisés où l'on observe que le pourcentage évalué à seulement 45,5 % en 1990 passe à 68,3 % en 1999. Deux explications quant à cette prépondérance du dollar dans les réserves peuvent être avancées. Premièrement, comme le rapporte le BRI (1992, p. 115) :

> On a observé en 1991 des signes de retour aux tendances des décennies précédentes pour le placement des réserves : les avoirs en dollars ont progressé plus vite que ceux qui sont libellés dans les autres monnaies et les valeurs, dont les bons du Trésor, ont été préférées aux dépôts bancaires. La prépondérance du dollar s'explique en partie par le fait que la progression des liquidités internationales a été surtout sensible dans les pays en développement qui privilégient la monnaie américaine.

La deuxième explication fait appel à l'effet de change : l'appréciation (dépréciation) d'une monnaie par rapport au dollar contribue à relever (diminuer) la valeur en dollar des réserves officielles en cette monnaie. Ainsi, on distingue la variation des réserves due à l'effet prix et celle reliée à l'effet quantité. Or, depuis au moins le début des années 1990, la variation des réserves en dollars due à l'effet quantité est nettement positive d'une année à l'autre, ce qui confirme l'assertion du BRI citée plus haut. Quant à l'effet prix du dollar, il est par moment positif ou négatif selon l'année. À la dernière observation disponible, en 1999, les réserves officielles en dollars ont augmenté de 79 milliards de DTS dont 61 milliards reliés à l'effet quantité et 18 milliards à l'effet prix.

L'euro, introduit en 1999, est devenu, après le dollar, la deuxième devise la plus importante dans les réserves officielles, représentant 13 %, suivi de loin par le yen (5 %) et la livre sterling (4 %) – selon les estimations du FMI (2000b, p. 121).

Passons maintenant au cas des réserves officielles en or. D'abord, la disponibilité de l'or vient de son extraction et de la mobilisation du stock existant sous forme de recyclage et de vente par des investisseurs. La revue *Courrier économique et financier* (2000, p. 6-11) nous apprend que l'offre primaire d'or demeure particulièrement rare. En effet, entre 1800 et 1850, la quantité d'or extraite se situe en moyenne à 25 tonnes par année. Vers 1900, la production augmente sensiblement pour atteindre 400 tonnes par année grâce à l'exploitation des gisements découverts en Afrique du Sud, en Australie et en Californie. La production d'or primaire monte à 850 tonnes en 1950 et passe à 1 500 tonnes en 1970. Depuis, la production sud-africaine semble régresser, mais la mise en valeur de nouveaux gisements aux États-Unis, en Australie et au Canada permet de relever la production mondiale qui se situe à 2 555 tonnes en 1998. À titre comparatif, la même année, 17 000 tonnes d'argent et

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

14 millions de tonnes de cuivre ont été produites. Parmi les principaux pays producteurs d'or, on note pour l'année 1998 l'Afrique du Sud (18,5 %), les États-Unis (14,2 %), l'Australie (12,2 %), le Canada (6,4 %) et la Russie (5,0 %).

Quant à l'usage de l'or, c'est autant une matière première industrielle (bijouterie, application dans l'électronique, la décoration…) qu'un instrument financier. C'est ce dernier usage qui nous intéresse ici. De longue date, l'or, en tant que matière première très rare, a servi de monnaie. L'architecture du système monétaire international réserve à l'or un rôle d'ancrage entre les devises nationales ; on parle ainsi d'étalon-or, étalon de change-or et, depuis le Bretton Woods s'étendant de 1944 à 1971, d'étalon-dollar, lequel adopte le dollar américain comme monnaie internationale, dollar à son tour lié à l'or selon une parité de 35 $ l'once. En vertu du système de Bretton Woods, les banques centrales pouvaient utiliser le dollar américain ou l'or pour financer les déficits de la balance des paiements. Il y a donc une incitation implicite pour les autorités monétaires à détenir une proportion significative de leurs réserves en or. Depuis l'abandon, ou plutôt la chute forcée du Bretton Woods dès le début des années 1970, le rôle de l'or s'est progressivement effacé, mais ce métal garde une place importante dans les réserves officielles, surtout pour les pays industrialisés. Ainsi, la quantité d'or monétaire totale (en million d'onces) évaluée à 1 113 en 1969 accuse depuis une tendance à la baisse passant de 964 millions d'onces en 1999 et à moins de 950 en janvier 2000 (FMI, 2001, F38 à F42). En terme de valeur, les réserves officielles en or se caractérisent par d'amples fluctuations au gré de l'évolution du prix de l'or difficilement prévisible.

Par exemple, en 1980 une once d'or (au prix du marché de Londres) se transigeait à un niveau jamais atteint auparavant soit 462,20 DTS (589,50 $US) ; elle chute régulièrement pour tomber, en 1992, à 242,36 DTS (333,25 $US) ; une légère reprise en 1993 suivie d'une nouvelle chute verra la valeur se stabiliser autour de 210,00 DTS (environ 274,00 $US). Le prix de l'or est influencé non seulement par l'offre primaire (extraction), mais aussi par l'offre secondaire (disposition des stocks existants), celle-ci étant de plus en plus importante. Sur la base d'évaluation au prix du marché de Londres, le FMI (2000b, p. 119-123) attribue en mars 2000, une valeur de 197,42 milliards de DTS aux réserves en or, soit environ 12,3 % des réserves totales. Cette part des réserves en or se situait à environ 22,0 % six ans auparavant, en 1994. Selon le FMI (2000b, p. 119), « la part des réserves en or a peu à peu régressé puisqu'elle est passée de 50 % du total en 1980 à 13 % en 1999 ».

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La distribution géographique de l'or monétaire révèle que la part détenue par les pays industrialisés est relativement élevée (environ 84 %). Ainsi, l'or constitue une part importante des réserves au sein des pays industrialisés pendant que les pays en développement privilégient les devises. Les États-Unis détiennent encore la plus grande quantité d'or, laquelle se situait en novembre 2000 à 262,0 millions d'onces, suivis par l'Allemagne et la France avec 111,5 millions d'onces chacun (voir tableau 1.9). Assez curieusement, le Japon, la deuxième économie mondiale après les États-Unis, ne dispose que de 24 millions d'onces, soit le tiers de la Suisse et un peu moins que les Pays-Bas. On constate donc que la détention des réserves en or est le reflet des préférences de chacune des autorités monétaires. Gardons à l'esprit que les grands pays producteurs d'or (Afrique du Sud, Australie, Canada, Brésil…), à l'exception des États-Unis, ne sont pas de grands détenteurs de réserves en or.

Selon la revue *Courrier économique et financier* (2000, p. 8-9), les banques centrales et les organismes internationaux sont acheteurs nets d'or jusqu'à la fin des années 1980. Toutefois, depuis 1989, ces institutions sont des vendeurs nets d'or à chaque année. Plus particulièrement, comme le rapporte la revue, « la perspective de la création de l'UEE (Union économique européenne) a suscité sur le marché de l'or la crainte de voir un certain nombre de banques centrales se défaire d'une partie de leurs réserves puisque l'élimination des risques de change entre les pays participants aurait pour effet de réduire leurs besoins en réserve. »

Ce pronostic se vérifie assez bien pour un pays comme la Belgique dont les réserves en or ont chuté, passant de 25,0 à 8,3 millions d'onces entre 1994 et janvier 2001. Mais les autres pays de l'Union, dont la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne, ont maintenu, sinon augmenté, leurs réserves en or tout au long des années 1990.

Pour conclure ce chapitre, la remarque de la Banque des règlements internationaux (BRI, 1990) est digne de mention : « La mondialisation continue des marchés des capitaux et les possibilités de financement externe qui l'accompagnent ont eu tendance à réduire la signification générale du rapport entre l'accroissement des réserves et celui du commerce international. »

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.8
Réserves officielles autres que l'or (en milliards de DTS)

Pays ou groupe de pays	1990	1995	1999	Nov.2000
PAYS INDUSTRIALISÉS	**414,1**	**487,7**	**586,3**	**647,0**
dont : Japon	55,2	123,3	209,0	271,4
Allemagne	47,7	57,2	44,5	43,6
États-Unis	50,8	50,3	44,1	42,5
Royaume-Uni	25,2	28,3	26,1	32,4
France	25,8	18,1	28,9	29,9
Espagne	36,0	23,2	24,1	23,9
Canada	12,5	10,1	20,5	23,9
Suisse	20,5	24,5	26,5	23,8
Italie	44,2	23,5	16,3	19,7
PAYS EN DÉVELOPPEMENT	**241,0**	**500,7**	**780,3**	**883,5**
dont : **Pays d'Europe**				
Pologne	3,1	9,9	18,0	20,0
Russie	–	9,7	6,2	18,7
Turquie	4,2	8,4	17,0	14,8
République tchèque	–	9,3	9,3	9,6
Hongrie	0,7	8,0	8,0	8,4
NPI d'Asie				
Taiwan	50,9	60,7	77,4	84,4
Corée du Sud	10,4	22,0	53,9	72,8
Singapour	19,5	46,2	56,0	60,5
Hong Kong	17,3	37,2	70,1	81,3
Autres pays en développement				
Chine	20,8	50,7	114,9	129,8
Inde	2,5	12,0	23,8	28,8
Mexique	6,9	11,3	23,1	27,0
Brésil	6,9	11,3	23,1	27,0
Thaïlande	9,3	24,2	24,8	24,7
Malaisie	6,8	16,0	22,2	23,1
Indonésie	5,2	9,2	19,3	21,8
Argentine	3,2	9,6	19,1	17,5
Israël	4,4	5,4	16,4	17,0
Chili	4,3	9,5	10,5	11,1
Égypte	1,9	10,9	10,5	10,2
ENSEMBLE DES PAYS	**655,10**	**988,14**	**1366,60**	**1530,10**
Composition par catégorie d'actifs				
Devises	93,3 %	94,3 %	94,6 %	95,9 %
Avoirs au compte du FMI	**6,7 %**	**5,7 %**	**5,4 %**	**4,1 %**
dont : Position de réserve	3,6 %	3,7 %	4,0 %	2,9 %
DTS	3,1 %	2,0 %	1,4 %	1,2 %
Or (en millions d'onces)	939,2	906,1	964,5	950,0
$US pour 1 DTS	1,4227	1,4865	1,3725	1,2820

Source : FMI, *Statistiques financières internationales*, divers numéros, Washington.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.9
Réserves officielles en or (en millions d'onces)

Pays ou groupes de pays	1990	1995	1999	Nov.2000
Pays industrialisés	**795,8**	**755,0**	**810,4**	**797,0**
dont : États-Unis	262,0	261,7	261,7	261,6
Allemagne	95,2	95,2	111,5	111,5
France	81,8	81,8	97,2	111,5
Italie	66,7	66,7	78,8	78,8
Suisse	83,3	83,3	83,3	78,3
Pays-Bas	43,9	34,8	31,6	29,3
Japon	24,2	24,2	24,2	24,5
Espagne	15,6	15,6	16,8	16,8
Royaume-Uni	18,9	18,4	20,5	15,7
Canada	14,8	3,4	1,8	1,2
Pays en développement	**143,4**	**154,8**	**154,1**	**153,1**
dont : Chine	12,7	12,7	12,7	12,7
Russie	–	9,4	13,3	12,1
Inde	10,7	12,8	11,5	11,5
Liban	9,2	9,2	9,2	9,2
Philippines	3,0	3,6	6,2	7,2
Arabie Saoudite	4,6	4,6	4,6	4,6
Turquie	4,1	3,8	3,7	3,7
Indonésie	3,1	3,1	3,1	3,1
Égypte	2,4	2,4	2,4	2,4
Thaïlande	2,5	2,5	2,5	2,4
Brésil	4,6	4,6	3,2	1,7
Ensemble des pays	**939,2**	**906,1**	**964,5**	**950,1**
Prix de l'or :				
$US l'once (Londres)	385,0	386,7	290,2	269,1
DTS pour l'once	270,62	260,18	211,47	209,91

Source : FMI, *Statistiques financières internationales*, divers numéros, Washington.

1.2.4. La position extérieure globale

Le tableau 1.10 présente des données sur la position extérieure globale du Canada. Au cours des dix dernières années, autant le total des actifs que le total des passifs de ce bilan connaissent une tendance à la hausse témoignant ainsi de l'intégration croissante du marché des capitaux. Plus précisément, les investissements directs à l'étranger effectués par les canadiens ont plus que doublé dans la période 1990 à 1999. Les investissements canadiens de portefeuille à l'étranger vont tripler durant cette période, passant de 35 milliards de dollars américains en 1990 à près de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

113 milliards en 1999. Du côté des passifs ou des engagements de l'IDE au Canada, on enregistre un taux modéré de croissance, de 113 milliards de dollars américains en 1990 à 166 milliards en 1999. Par contre, les titres de créance, dont les bons du Trésor, détenus par les non-résidents du Canada ont tendance à augmenter de façon significative. On constate d'ailleurs que le déficit est assez prononcé au niveau de l'investissement de portefeuille. Il en découle une position globale nette négative dans les limites de 200 à 250 milliards de dollars américains tout au long des années 1990 et qui, loin de diminuer, semble s'accentuer.

Il faut rappeler ici que le développement économique du Canada est en grande partie attribuable à l'investissement direct étranger, d'abord d'origine britannique, pour la mise en place des infrastructures, puis par la suite, américain pour l'exploitation des ressources minières et forestières ainsi que la création de filiales de production manufacturière. Ainsi, on comprend que le Canada ait traditionnellement bénéficié d'une entrée nette positive d'IDE. Cependant, depuis le milieu des années 1970, cette tendance est inversée. En effet, les statistiques disponibles indiquent que l'investissement direct canadien à l'étranger en pourcentage de l'IDE au Canada est passé de 22 %, entre 1926 et 1972, à 56 % en 1983 et qu'il atteint maintenant 107 %. Il semble bien que des opportunités d'affaires à l'étranger sont offertes aux firmes canadiennes. Des leaders tels Northern Telecom, Alcan et McMilan Blodel s'empressent de disposer de filiales de production en dehors du Canada. Ce processus de transfert des unités de production à l'étranger, réalisé par des firmes des secteurs minier et manufacturier, se trouve aujourd'hui renforcé par l'internationalisation des services, notamment dans le secteur bancaire.

Une position extérieure globale négative et associée à une situation débitrice devrait-elle soulever de l'inquiétude ? Il est vrai que le compte de la position extérieure fournit des indications sur le danger potentiel d'un retrait momentané ou de sortie de capitaux sur la balance des paiements. En fait, plus les passifs sur l'investissement de portefeuille sont élevés, plus grande est la probabilité d'un retrait de revenus d'intérêt, grevant ainsi le compte courant. Ce danger de sortie de capitaux est moins important quand il s'agit de l'IDE dont les variations répondent à des logiques économiques à long terme. D'un autre côté, un passif élevé au titre d'investissement de portefeuille et de l'IDE témoigne de la bonne confiance que les investisseurs étrangers placent dans l'économie nationale.

À bien des égards, la position extérieure globale nette ne devrait pas exagérément attirer l'attention. C'est plutôt l'évolution des diverses composantes de ce bilan et de ses impacts sur le compte courant qui méritent d'être pris en considération pour une juste appréciation des enjeux.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.10
Position extérieure globale – Canada (en milliards de dollars américains)

	1990	1992	1995	1999
ACTIFS	**227,50**	**234,85**	**320,27**	**459,83**
Investissements directs à l'étranger	**84,80**	**87,87**	**118,10**	**178,35**
Capital social et bénéfices réinvestis	65,80	71,77	102,14	152,82
Autres capitaux	19,00	16,10	15,96	25,53
Investissement de portefeuille	**34,60**	**45,38**	**61,70**	**113,41**
Titres de participation (autres secteurs)	25,90	35,20	47,91	88,18
Titres de créance (autres secteurs)	8,80	10,17	13,79	25,22
Instruments du marché monétaire	–	–	–	–
Produits financiers dérivés	–	–	–	–
Autres investissements	**89,40**	**89,70**	**125,25**	**139,35**
Crédits commerciaux (autres secteurs)	3,20	3,11	4,02	3,86
Prêts	24,30	22,31	31,66	38,86
Gouvernement	–	15,34	15,66	20,79
Banques	–	6,63	7,96	10,99
Autres secteurs	–	0,34	8,04	7,07
Monnaie fiduciaire et dépôts	51,80	44,87	59,01	69,26
Autres avoirs	10,10	19,40	30,56	27,37
Réserves	**18,60**	**11,91**	**15,22**	**28,73**
Or monétaire	0,735	0,48	0,177	0,087
DTS	1,526	1,04	1,18	0,527
Position de réserve au FMI	0,517	1,01	1,24	3,17
Devises étrangères	15,80	9,38	12,62	24,95
PASSIFS/ENGAGEMENTS	**445,10**	**469,38**	**563,44**	**667,93**
Investissement étranger au Canada	**112,80**	**108,50**	**123,18**	**166,27**
Capital social et bénéfices réinvestis	97,30	89,36	102,37	148,72
Autres capitaux	15,50	19,14	20,81	17,55
Investissement de portefeuille	**202,70**	**234,56**	**311,05**	**343,32**
Titres de participation (autres secteurs)	17,80	14,08	27,17	50,06
Titres de créance	185,00	220,50	283,89	293,26
dont : Obligations et notes	162,10	192,10	249,81	272,26
Instruments de marchés monétaires	22,70	28,40	34,07	21,00
Produits financiers dérivés	–	–	–	–
Autres investissements	**129,50**	**126,30**	**129,20**	**158,34**
Crédits commerciaux (autres secteurs)	2,90	3,23	3,89	5,21
Prêts	34,50	38,01	35,75	39,86
dont autres secteurs	–	35,97	33,17	38,31
Monnaie fiduciaire et dépôts	82,80	75,92	80,01	103,73
dont banques	82,60	75,63	79,73	103,56
Autres passifs	9,20	9,13	9,49	9,54
dont autres secteurs	–	7,40	8,02	8,54
POSITION GLOBALE NETTE	**–217,60**	**–234,53**	**–243,17**	**208,09**

Source : FMI, *Balance of Payments statistics yearbook,* divers numéros, Washington.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.11
Position extérieure de quelques pays (en milliards de dollars américains)

	États-Unis		Corée du Sud		Japon		Allemagne		France	
	1990	**1999**	**1990**	**1999**	**1990**	**1999**	**1990**	**1999**	**1990**	**1999**
Actifs	**2291,7**	**7173,0**	**28,6**	**60,6**	**1858,0**	**3013,6**	**1100,0**	**2369,6**	**736,3**	**1713,3**
Investissement à l'étranger	731,8	2615,0	2,1	7,6	201,4	248,8	126,0	422,3	110,1	343,0
Investissement de portefeuille	342,3	2583,0	0,17	1,0	595,8	1242,4	197,8	802,8	81,0	562,7
Titres de participation	197,6	2027,0	–	–	–	285,3	42,74	507,6	40,2	178,7
Titres de créances	144,7	557	0,17	1,0	–	957,0	155,0	385,2	40,8	384,0
Autres investissements	1043,0	1838,0	11,5	26,3	980,9	1230,3	706,6	961,0	476,4	630,7
Crédits commerciaux	13,7	29,4	–	–	–	54,7	123,5	76,1	–	81,6
Prêts	82,0	1808,7	0,54	1,540	252,1	868,9	406,0	845,3	431,7	538,1
Autres	947,3	–	1,94	5,8	84,3	206,1	26,5	39,6	44,8	11,0
Réserves	174,7	136,5	14,8	25,7	79,7	287,7	69,6	93,5	68,7	68,1
Passifs	**2498,7**	**8647**	**20,6**	**69,8**	**1528,5**	**2184,5**	**751,1**	**2270,6**	**758,0**	**1751,3**
Investissement étranger	539,6	2800,7	4,8	7,7	9,8	46,1	65,7	253,1	85,0	239,8
Investissement de portefeuille	948,1	3996,1	2,5	29,7	396,0	1164,4	251,8	1070,7	215,3	774,3
Titres de participation	243,8	1523,2	0,7	11,8	90,3	833,4	74,9	381,2	54,8	433,1
Titres de créance	704,3	2362,8	1,8	17,9	305,6	791,5	176,8	689,5	160,4	341,2
Obligations et notes	704,3	2362,8	1,8	17,9	–	270,7	176,3	624,9	160,4	243,8
Autres investissements	1011,0	1960,3	13,2	32,4	1122,7	969,8	433,6	946,9	457,8	624,8
Position extérieure globale nette	**–207,0**	**–1473,7**	**8,0**	**–9,2**	**329,4**	**829,1**	**348,9**	**99,0**	**–21,7**	**–38,0**

Les données les plus récentes pour la Corée remontent à 1994.

Source : FMI, *Balance of Payments statistics yearbook, Divers numéros, Washington, FMI.*

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

À titre comparatif, la position extérieure des États-Unis sur l'investissement direct représente aussi, en 1990, une logique d'évolution un peu contraire à celle du Canada. En effet, alors que l'IDE aux États-Unis est d'à peine 74 % de celui effectué par les résidents américains à l'étranger, ce ratio augmente sensiblement pour atteindre 82 % en 1996 et 107 % en 1999. Le marché américain non seulement accueille-t-il les biens et services, mais il est devenu un lieu privilégié d'investissement direct.

La position nette d'investissement de portefeuille est très négative pour les États-Unis, reflétant une plus grande détention de bons du Trésor par les non-résidents. De fait, la dette énorme du gouvernement central américain n'étant pas monétisée, elle a été financée par l'émission de bons du Trésor que les investisseurs ont jugé utiles de détenir. Pour leur part, le Japon et l'Allemagne ont tendance à afficher une position extérieure nette positive contrairement à la France (voir tableau 1.11). Il convient de souligner qu'une des sérieuses limites à l'interprétation de la position extérieure globale est relative à l'exactitude des données. En effet, et tout particulièrement pour le compte des investissements directs (ID), les données ne sont pas toujours rapportées, d'où un problème de sous-estimation. Par ailleurs, l'enregistrement comptable des ID, sur la base de la valeur au marché, ne se compare pas véritablement à celui effectué sur le principe de la valeur aux livres.

Or, selon les directives du FMI (1993, p. 95), on apprend que « bien que le présent Manuel […] affirme le principe du prix du marché comme base d'évaluation, il est admis que dans la pratique on se sert souvent des valeurs comptables portées aux bilans des entreprises d'investissement direct (ou des investisseurs) pour calculer la valeur du stock des investissements directs. » Donc, la pratique divergente entre pays rend les données d'ID difficilement comparables. De plus, le critère de 10 % spécifié par le FMI, pour classer l'investissement direct, n'est pas uniformément observé par les pays membres. Toujours selon le FMI (1993, p. 93)

> Bien que le critère de 10 % soit spécifié dans le Manuel, certains pays peuvent choisir d'y ajouter deux nuances qui impliquent un certain élément de subjectivité. Premièrement, si l'investisseur direct détient moins de 10 % (voire 0 %) des actions ordinaires ou des droits de vote dans l'entreprise mais qu'il a un pouvoir de décision effectif dans la gestion, l'entreprise peut être considérée comme une entreprise d'investissement direct. Deuxièmement, si l'investisseur détient 10 % ou plus des actions de la société mais qu'il n'a pas de pouvoir de décision dans la gestion, l'entreprise peut ne pas être incluse dans les entreprises d'investissement direct.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ainsi, selon une étude réalisée pour la Bundesbank allemande et rapportée par les Nations unies (1999, p. 44), entre 1984 et 1994, 18 pays de l'OCDE ont compilé leurs flux d'IDE vers l'Allemagne pour un montant total de 81 milliards de dollars américains, alors que la balance des paiements de l'Allemagne indiquait des flux entrants d'IDE de 21 milliards, soit presque 4 fois moins que les statistiques compilées par les autres pays de l'OCDE. Une des raisons de cette différence est que l'Allemagne (tout comme l'Italie et le Royaume-Uni) considérait qu'il y a IDE lorsque l'investisseur étranger détient au moins 20 % des actions ordinaires ou des droits de vote d'une compagnie établie sur le territoire allemand.

Depuis 1999, l'Allemagne a adopté le seuil de 10 % à l'instar du Canada et des États-Unis. Selon l'OCDE (1999, p. 376-446), au cours de l'année 1999 presque tous les pays de l'OCDE observent ce seuil de 10 % pour la définition de l'IDE, à l'exception de la Belgique-Luxembourg, de la Grèce, des Pays-Bas et du Japon (qui n'ont pas jusqu'à présent fixé un seuil minimum), de la Nouvelle-Zélande qui observe la règle des 25 % et de l'Italie avec son seuil de 20 %. De plus, les bénéfices réinvestis ne sont pas pris en compte dans l'évaluation de l'ID par bon nombre de pays dont le Danemark, l'Italie, le Japon et l'Espagne.

Notons enfin que le FMI ne présente guère de données sur la position extérieure globale pour de nombreux pays en développement ni dans sa publication sur la *Balance des paiements* ni sur *Les statistiques financières internationales*.

Il ressort de cette brève présentation que la balance des paiements est un bilan comptable assez complexe qu'il importe d'interpréter avec beaucoup de réserve. L'existence du poste « erreurs et omissions » conjugué aux méthodes de comptabilisation variables selon les pays n'enlèvent pas pour autant l'intérêt et l'utilité d'un tel bilan sur les transactions internationales. Certes, la tentation est forte de mettre l'accent sur un compte particulier, tels la balance commerciale ou le solde des investissements directs en vue de formuler des politiques correctives, mais il y a lieu aussi de s'intéresser aux effets secondaires de ces politiques. Il se pose alors la question des voies et des moyens pour corriger les déséquilibres de la balance des paiements. C'est ce sujet que nous allons maintenant aborder.

2. LES THÉORIES D'AJUSTEMENT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La nécessité de maintenir un équilibre dans la balance des paiements a donné lieu à de multiples travaux visant pour l'essentiel à évaluer l'impact macroéconomique des variations d'uncompte. Quatre principales options

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

se présentent afin de procéder à un ajustement de la balance des paiements : *a*) une variation desréserves ; *b*) une variation du taux de change ; *c*) un contrôle du commerce et des flux de capitaux et *d*) une combinaison des trois précédentes options à des degrés divers. Chacune de ces mesures a des répercussions tant sur les plans domestique qu'externe.

Les réserves officielles diminuent ou augmentent au gré du déficit ou du surplus de la balance des paiements, mais on peut se demander si un pays a suffisamment de réserves sur lesquelles jouer. Quel est le niveau optimal de réserves que l'on doit avoir, compte tenu de leur coût de détention, du moins en coût d'opportunité ? Quel serait l'impact des variations de réserves sur la politique monétaire du pays, et vice versa ? Une des solutions de correction d'un déséquilibre du compte courant ou, plus précisément, de la balance commerciale, est d'opérer une dévaluation de la monnaie. Cette politique est-elle efficace quelles que soient les conditions de la demande et de l'offre ? Est-elle aussi de nature à relancer l'inflation ? Enfin, les mesures protectionnistes, en limitant les échanges internationaux sous toutes leurs formes (biens, services, capital…), peuvent-elles, tout au contraire, amplifier le déséquilibre initial et freiner la croissance économique ? Voilà autant de questions auxquelles divers modèles d'ajustement ont cherché à donner une réponse.

2.1. Mécanisme des prix et du flux d'espèces métalliques : un processus d'ajustement par le marché

Supposons que le Canada enregistre, au cours d'une période donnée, un déficit dans sa balance des paiements. La Banque du Canada vendrait alors ses devises étrangères ou ses réserves d'or pour payer la facture et l'offre de monnaie au Canada diminuerait, faisant baisser les prix. Les biens et services canadiens deviendraient alors plus compétitifs à l'étranger et les exportations augmenteraient, permettant de diminuer ou d'annuler le déficit encouru. Lorsqu'il y aurait surplus, la Banque du Canada verrait augmenter ses réserves officielles par l'entrée des devises étrangères, d'où une hausse de la masse monétaire domestique. Il s'ensuivrait une relance des prix, comprimant les exportations et faisant disparaître le surplus initial. Ce processus d'ajustement automatique de la balance des paiements est appelé le *mécanisme des prix et du flux d'espèces*. Comment a-t-on pu arriver à envisager un tel mécanisme de correction des déséquilibres de la balance des paiements ? C'est Kindleberger (1987) qui, à notre avis, a le mieux présenté le cheminement de la pensée économique à cet égard. Nous reprenons donc brièvement son analyse.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

L'auteur part de l'identité comptable de la balance des paiements :

$$X - M - LTC - STC - G = 0, \quad (1.1)$$

où X = exportations,
M = importations,
LTC = capitaux à long terme,
STC = capitaux à court terme,
G = variation des réserves (l'or, entre autres).

Les premiers économistes, dont les mercantilistes, considèrent que le commerce international est surtout constitué de mouvement de biens, de sorte que l'identité (1.1) devient :

$$X - M - G = 0. \quad (1.2)$$

L'identité (1.2) convainc les mercantilistes que la position d'équilibre de la balance des paiements est :

$$X - M = G. \quad (1.3)$$

Ainsi, les mercantilistes voient l'exportation comme une source de richesse et l'importation comme une source de pauvreté. Plus les exportations augmentent, plus on importe de lor. La politique commerciale devrait alors favoriser les exportations et décourager les importations. James Stewart (1712-1780) partage ce point de vue et prône à la fois la spécialisation et la protection des industries naissantes. Il faut dire que cette théorie d'accumulation de la richesse a été appliquée par la plupart des nations jusqu'au début du XIX^{e} siècle. L'attaque faite aux mercantilistes provient de l'émergence de l'école des classiques. David Hume (1711-1776) estime que l'identité comptable de la balance des paiements s'établit comme suit[8] :

$$X - M = 0 = G. \quad (1.4)$$

8. Voir dans Fusjeld Daniel, *The Age of the Economist*, 6^{e} édition, Scott, Foresman and Company, 1990. L'auteur cite également un poème écrit par Bernard de Mandeville (1670-1733) et paru en 1704, intitulé « The Fable of the Bees » (La fable des abeilles) pour chanter les vices et non les vertus des facteurs d'avancement des civilisations. Le poème se lit ainsi :

Thus Vice nurs'd ingenuity,
Which Joined with time and Industry,
Had carry'd Life's conveniencies,
It's real Pleasures, Comforts, Ease,
To such a Height, The Very Poor
Liv'd better than the Rich before,
And nothing could be added more.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cette équation entend que, même si un pays accumule des surplus et importe de l'or, ses pièces disparaissent par usure, par perte ou pour toutes sortes de raisons. Cette explication semble s'appuyer sur des faits. « Dès le XVIIIe siècle, le flux des métaux précieux venant du Nouveau Monde (les Amériques) était réparti – par le canal d'une Espagne endettée et en faillite – vers Gênes, Bruges, Anvers, Amsterdam et Londres » (Kindleberger, 1987). Joël Cornette (1991) rapporte que les entrées massives dor en Espagne, dues à la découverte des Amériques, ont entraîné des « fortunes et ruines brutales, hausses des prix sans raison apparente, endettement de l'État, arrivée massive des étrangers en quête de travail et le profit, luxe ostentatoire avoisinant avec la misère la plus noire[9] ».

David Hume conclut que « la monnaie ne constitue pas l'enjeu du commerce, mais l'instrument qui fait tourner la roue ». Mais la relation (1.4) de Hume est aussi incomplète. En fait, l'attaque la plus virulente de la position des mercantilistes est le développement de l'équation des échanges (MV = PT, M = stock de monnaie, V = vélocité ou vitesse de circulation de la monnaie, P = niveau des prix et T = production réelle). Selon cette école, la vélocité V est constante ainsi que la production de plein-emploi, de sorte qu'une hausse de M se répercute inévitablement sur les prix. Conséquemment, une entrée de devises étrangères vient gonfler le stock de monnaie domestique et relance l'inflation. Aussi, l'introduction des mouvements de capitaux remet-elle en cause l'identité perçue par Hume.

L'identité fondamentale n'est pas X – M = G, mais plutôt X – M – LTC – STC – G = 0. Et ce n'est qu'au début du siècle que l'on commence à s'interroger sur l'importance des flux de capitaux.

Alors le vice nourrissait l'ingéniosité,
Qui, avec le temps et le développement de l'industrie,
Apportait les commodités de la vie,
Les plaisirs réels, les conforts, l'aisance
À un tel niveau que le plus pauvre
Vivait mieux que le riche d'auparavant
Et rien ne pouvait s'ajouter en plus.
(Traduction de l'auteur.)

Cette fable, ajoutée à l'attaque de David Hume contre les mercantilistes, ouvre la voie à l'économie de marché.

9. Vers la fin du XVIe siècle, la situation paradoxale de l'Espagne avec les entrées massives d'or américain révèle et oblige, dit Cornette, les hommes à penser à un nouveau rapport avec les fortunes : l'argent ne fait pas le bonheur.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le problème des *transferts* ne tarda pas à se poser, à cause des coûts des réparations imposées à l'Allemagne après la Première Guerre (Ohlin, 1929 ; Johnson, 1956 ; Keynes, 1929). En effet, les paiements effectués par l'Allemagne montraient que l'entrée des capitaux constitue un choc exogène et n'est pas induite par le compte courant. Un débat s'ensuivit sur le sens de causalité du compte capital et du compte courant. La revue de la littérature effectuée à ce sujet par Kindleberger indique que les opinions sont partagées. Pour Keynes, les capitaux sont fluides et les opérations courantes sont visqueuses, de sorte que les capitaux ne s'ajustent pas à la balance commerciale. Viner et Machlup prétendent le contraire, c'est-à-dire qu'une entrée de devises est la conséquence d'une balance commerciale excédentaire. L'Allemagne payait les réparations de guerre avec le surplus de ses exportations. Cet argument est pour le moins peu convaincant, car la suite de l'histoire indique plutôt une monétisation de la dette de l'Allemagne, laquelle a eu de fâcheuses incidences inflationnistes.

Aujourd'hui, plus des deux tiers des transactions internationales touchent le mouvement des capitaux. En deux semaines, le flux des capitaux est l'équivalent de celui des biens et services en une année. Dans ces conditions, on ne peut que partager le point de vue de Keynes, à savoir que les flux de capitaux sont autonomes et obéissent à des règles qui leur sont propres.

En résumé, nous avons expliqué en quoi consiste le mécanisme des prix et de flux d'espèces métalliques. Précisons que ce mécanisme d'ajustement de la balance des paiements ne requiert pas l'intervention des banques centrales et s'effectue selon les lois de l'offre et de la demande. On suppose implicitement que les prix sont flexibles, qu'il y a concurrence parfaite sur le marché des biens et sur celui des capitaux et qu'il n'y a pas d'entraves au commerce. C'est en somme le paradigme du marché libre. Examinons l'approche monétaire de la balance des paiements, une école qui a eu, au cours des années 1970 et 1980, le vent dans les voiles et qui, cependant, a vu sa cote diminuer depuis lors.

2.2. La simplicité de l'approche monétaire

Dans son plaidoyer pour l'économie de marché, Friedman (1990) établit un parallèle entre l'inflation et l'alcoolisme. En buvant, un alcoolique ressent d'abord du plaisir, après quoi il souffre des effets secondaires de sa consommation excessive d'alcool. De même, lorsqu'un pays s'engage dans un processus inflationniste par une hausse de la masse monétaire, les ménages en profitent grâce à l'abondance de l'emploi. Mais, tôt ou tard, la spirale inflationniste devient intenable et anéantit les premiers

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

effets favorables de cette politique expansionniste. L'auteur finit par concevoir que la monnaie est la source fondamentale du déséquilibre sur les marchés. Les politiques monétaires inappropriées engendrent les cycles économiques. Cette perception a été appliquée à l'analyse de la balance des paiements.

Johnson (1977) explique clairement l'objectif poursuivi par le monétarisme en déclarant :

> Le but de l'approche monétaire est de développer une théorie de la balance des paiements fondée sur le fait que la balance des paiements est un phénomène monétaire dans une économie monétaire internationale qui exige une analyse en termes de concepts monétaires et tout particulièrement le concept de monnaie en tant que stock et des ajustements monétaires comme des ajustements des stocks actuels vers des stocks désirés, plutôt qu'en termes de flux monétaire comme résidu de flux réels déterminés par les prix relatifs et les revenus.

En d'autres termes, tout déséquilibre dans la balance des paiements est de source monétaire. Polak (1977), ancien directeur du FMI et adepte de l'école monétariste, est l'auteur dont le modèle d'analyse s'avère le plus souvent cité. L'auteur reprend la théorie quantitative de la monnaie où la vélocité est constante. Plus précisément, l'analyse de Polak établit un modèle structurel de l'économie avec peu de variables explicatives, tel que :

$M_t = mY_t$ propension marginale à importer fixe. (1.5)

$Y_t = (1/k)\ MO_t$ théorie quantitative de la monnaie. (1.6)

$MO_t = \Delta RN_t + \Delta CD_t + MO_{t-1}$ ajustement du stock de monnaie. (1.7)

$\Delta RN_t = X_t + CM_t - M_t$ identité de la balance des paiements. (1.8)

M_t = importations,

X_t = exportations,

m = propension marginale à importer,

k = inverse de la vélocité ($MO_t(1/k) = Y_t$),

MO = masse monétaire,

RN_t = réserves nettes ou avoirs extérieurs,

CM_t = emprunt à l'extérieur,

CD_t = crédit domestique.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dans ce modèle, les seules variables exogènes sont les exportations (X_t), le crédit domestique (CD_t) et l'emprunt à l'étranger (CM_t). Les variables dépendantes que sont les importations (M_t), le revenu (Y_t) et la masse monétaire (MO) se définissent en fonction des variables explicatives.

En substituant (1.8) dans (1.7), on obtient :

$$MO_t = X_t + CM_t - M_t + \Delta CD_t + MO_{t-1}; \tag{1.9}$$

on substitue (1.5) dans (1.9) :

$$MO_t = X_t + CM_t - mY_t + \Delta CD_t + MO_{t-1}; \tag{1.10}$$

on substitue (1.6) dans (1.10) :

$$kY_t = X_t + CM_t - mY_t + \Delta CD_t + kY_{t-1},$$
$$Y_t = (1/(k + m))[X_t + CM_t + \Delta CD_t + kY_{t-1}]. \tag{1.11}$$

Dérivons la relation pour la masse monétaire. De (1.10), on peut écrire :

$$MO_t = X_t + CM_t - (m/k)MO_t + \Delta CD_t + MO_{t-1},$$
$$MO_t = [(1/(1 + m/k))][X_t + CM_t + \Delta CD_t + MO_{t-1}]. \tag{1.12}$$

Il ne nous reste qu'à trouver l'expression de M_t en substituant (1.11) dans (1.5), d'où :

$$M_t = (m/m + k)(X_t + CM_t + \Delta CD_t + kY_{t-1}),$$
$$M_t = (m/m + k)(X_t + CM_t + \Delta CD_t) + (k/m + k)M_{t-1}. \tag{1.13}$$

Récrivons l'équation (1.8) d'identité de la balance des paiements :

$$\Delta RN_t = X_t + CM_t - M_t,$$
$$= X_t + CM_t - [(m/m + k)(X_t + CM_t + \Delta CD_t) + (k/m + k)M_{t-1}],$$
$$\Delta RN_t = (X_t + CM_t)(k/m + k) - (m/m + k)\Delta CD_t - (k/m + k)M_{t-1}. \tag{1.14}$$
$$\Delta RN_t = \alpha_0 - \alpha_1 \Delta CD_t, \tag{1.15}$$

où $\alpha_0 = (X_t + CM_t)(k/m + k) - (k/m + k)M_{t-1}$,

$\alpha_1 = (m/m + k)$.

L'équation (1.15) est la base de l'approche monétaire qui exprime la relation inverse entre les avoirs extérieurs et l'expansion du crédit domestique. Ainsi, toute politique monétaire expansionniste amène une contraction des avoirs extérieurs. Cette conclusion mérite tout de même d'être considérée en rapport avec le paradigme du modèle postulé au départ. Le lecteur peut facilement remarquer par (1.14) que l'on suppose qu'une expansion du crédit domestique n'influence ni la vélocité (k), ni la propension marginale à importer (m), ni les exportations (X).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ces hypothèses assez fortes sont loin de coller aux réalités. Il n'est pas exclu de penser qu'une politique monétaire expansionniste, mais néanmoins bien orchestrée, pourrait conférer un avantage compétitif aux entreprises exportatrices en leur fournissant des capitaux nécessaires à leur expansion. Bref, sans trop verser dans la dissertation, on se retrouve devant le dilemme des prescriptions de politiques à partir des relations structurelles entre des variables macroéconomiques, relations elles-mêmes basées sur des hypothèses qui ne font pas l'unanimité.

Aussi est-il assez malaisé de relier systématiquement le déséquilibre dans la balance des paiements et les politiques monétaires. Une chute des exportations peut être simplement le reflet d'une demande déficiente à l'étranger sans aucun rapport avec la politique monétaire domestique. De même, une hausse subite des importations peut être attribuable à un phénomène inflationniste provenant de l'étranger (par exemple, les chocs pétroliers).

2.3. Approche des élasticités et la courbe en J

Parmi les facteurs de compétitivité, le prix joue un rôle de premier plan. La flexibilité des prix permet de corriger les déséquilibres tant sur le marché des biens que sur le marché monétaire. Sur le plan international, les prix des biens et services incorporent les taux de change. Ainsi, à la suite d'un déficit de la balance des paiements, la devise nationale se déprécie, faisant diminuer les prix à l'exportation et augmenter les prix d'importation. Le pays voit alors ses exportations augmenter et ses importations diminuer, parce que devenant plus chères, d'où une atténuation du déficit initial.

Ce mécanisme d'ajustement, conforme à la loi de l'offre et de la demande, amène des pays à adopter une politique discrétionnaire de dévaluation dans l'espoir de hâter les corrections de déséquilibre des comptes. Toutefois, l'effet favorable escompté de cette dévaluation dépend d'un certain nombre de conditions qui ont fait l'objet de nombreuses études. Les travaux du grand économiste Alfred Marshall, repris plus tard par Joan Robinson, Fritz Machlup et Abba Lerner, éclairent ce point. L'analyse de ces divers auteurs consiste à examiner les élasticités de l'offre et de la demande d'exportation et d'importation, c'est-à-dire la sensibilité de variation de quantité en fonction des variations de prix[10].

10. Voir à ce sujet John Williamson, *The Open Economy and the World Economy*, Basic Books, 1983.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Intuitivement, une dévaluation, résultant en une baisse des prix de produits exportés, n'aura un véritable impact que dans la mesure où la demande étrangère et l'offre domestique le justifient. En d'autres termes, il faut non seulement que les consommateurs étrangers réagissent favorablement à la chute des prix, mais encore que les producteurs domestiques aient la capacité de production nécessaire pour répondre à cette hausse additionnelle de demande. Sur le marché des produits importés, une dévaluation aura les effets escomptés que si elle décourage la consommation locale de ces produits (demande élastique) et si elle encourage peu la production étrangère (offre inélastique) (figure 1.3). La production mathématique de ces conditions (du nom des deux économistes cités précédemment) dite « condition Marshall-Lerner » s'énonce comme suit :

$$[E_x(N_x - 1)]/[(E_x + N_x)] + N_m(1 + E_m)/(E_m + N_m) > 0. \qquad (1.16)$$

e = taux de change = $(P_x/P^*_x) = (P_m/P^*_m)$; * = étranger,

P_x = prix à l'exportation de X,

P_m = prix d'importation de M.

X = quantité de produits exportés,

M = quantité de produits importés,

E_x = élasticité d'offre d'exportation : $\Delta X\,\%/\Delta P_x\,\%$,

N_x = élasticité de demande d'exportation : $-\Delta X\,\%/\Delta P^*_x\,\%$,

E_m = élasticité d'offre d'importation : $\Delta M\,\%/\Delta P^*_m\,\%$,

N_m = élasticité de demande d'importation : $-\Delta M\,\%/\Delta P_m\,\%$.

Dans l'hypothèse où les offres d'exportation et d'importation seraient très élastiques (cas des pays industrialisés), la relation (1.16) devient (les élasticités ainsi définies étant positives) :

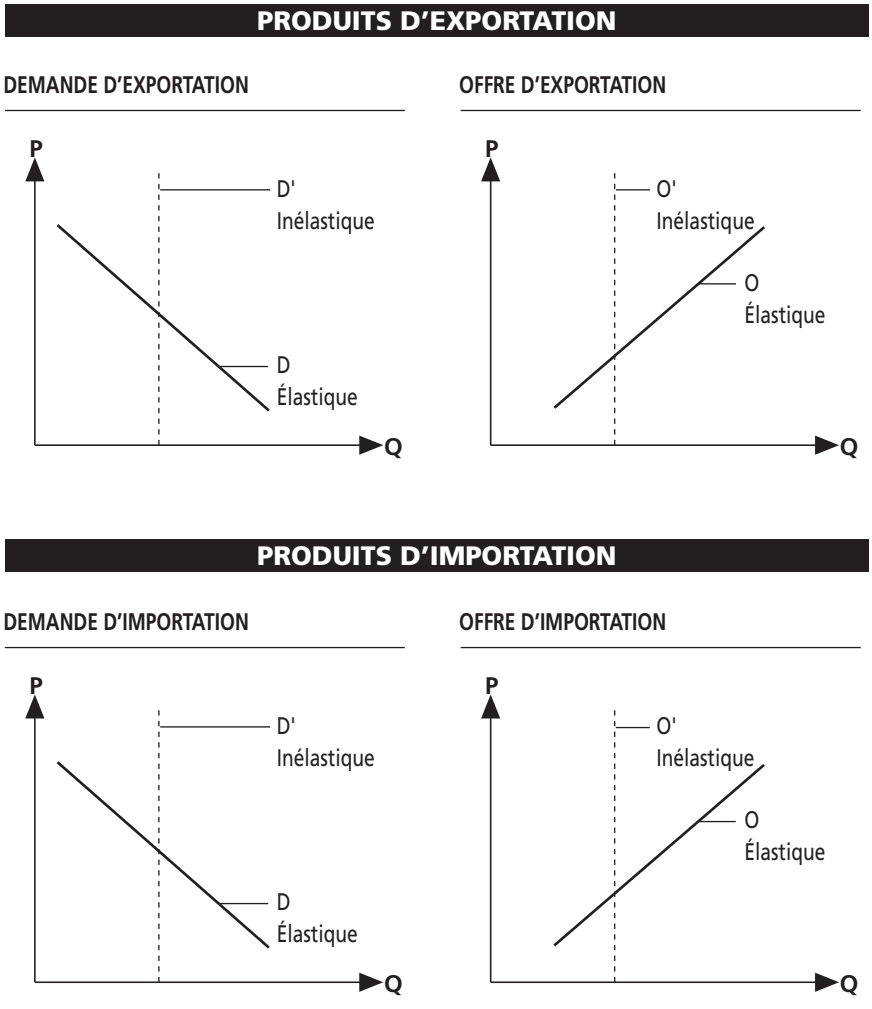
$$N_x + N_m > 1. \qquad (1.17)$$

L'identité (1.17) signifie qu'unedévaluation n'améliore la balance commerciale que si les demandes d'exportation et d'importation sont assez élastiques. Dans le cas des petits pays, la demande d'exportation et l'offre d'importation sont très élastiques ($E_m \to \infty$, $N_x \to \infty$). Dans ces cas, la limite de (1.16) se ramène donc à ceci :

$$E_x + N_m > 0. \qquad (1.18)$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 1.3
Courbes de demande et d'offre d'exportation et d'importation



En fait, on admet que le reste du monde a une capacité de production pouvant satisfaire aux demandes émanant d'un petit pays. L'identité (1.18) montre qu'un petit pays améliore nécessairement sa balance commerciale par une dévaluation puisque les deux termes de l'équation sont positifs.

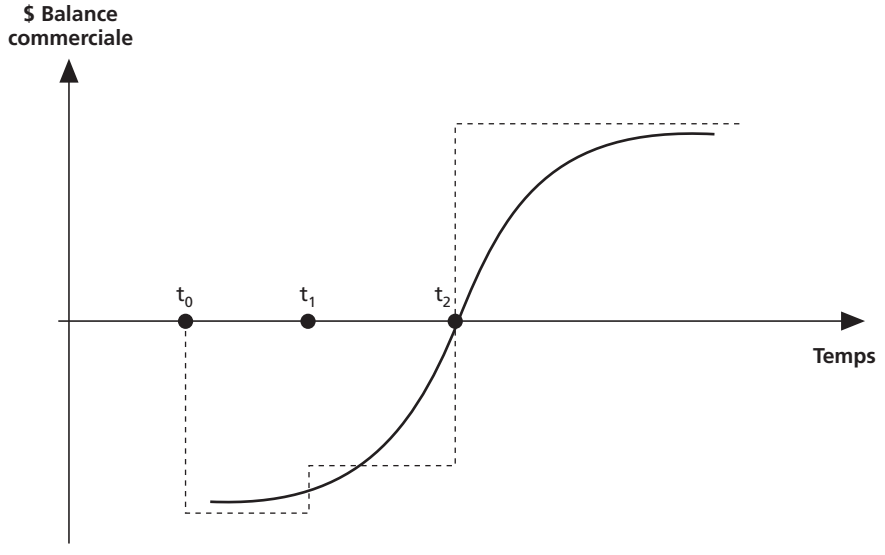
En conclusion, l'approche d'élasticité établit qu'une dévaluation améliore la balance commerciale pourvu que la condition Marshall-Lerner soit respectée, c'est-à-dire que la somme des élasticités et des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

prix des demandes d'exportation et d'importation soit supérieure à l'unité. L'hypothèse de flexibilité parfaite des prix est au centre de ce modèle, ce qui est rarement le cas. On observe que, pour de nombreux biens, les contrats d'exportation sont signés pour une période de temps déterminée, de sorte que la quantité ne s'ajuste pas aux fluctuations de prix, si le contrat autorise les variations. On évoque ainsi l'hypothèse de la courbe en J. À l'instant t_0, où la dévaluation est annoncée (figure 1.4), les exportations n'augmentent pas en valeur pour les raisons exposées plus haut, tandis que les importations deviennent plus coûteuses. La balance commerciale se détériore. À partir d'un certain temps, soit t_1, les contrats sont renégociables et la balance commerciale s'améliore pour être positive au temps t_2, croissant après jusqu'à un point limite.

FIGURE 1.4
Hypothèse de la « courbe en J »



Ainsi, selon l'hypothèse de la courbe en J, une dévaluation a pour effet immédiat de détériorer la balance commerciale, qui s'améliorera qu'à moyen et long termes. Il reste à connaître le laps de temps qui sépare l'instant t_0 de la dévaluation du temps t_2 de la reprise. Le pays ne risque-t-il pas de demeurer indéfiniment sous la barre horizontale ? Des faits révèlent que la demande ne s'ajuste pas automatiquement aux fluctuations des prix relatifs. L'expérience des pays qui ont eu recours à des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

politiques de dévaluation pour corriger les déséquilibres de leur compte courant est assez révélatrice. À ce sujet, l'étude de Thirlwall (1988) indique, pour reprendre ses propres termes :

> Depuis l'avènement des taux de change flottants en 1972, l'expérience a prouvé que les très importants réalignements des taux de change nominaux qui se sont produits depuis lors n'ont pas permis de rectifier les déséquilibres extérieurs. Parfois même, la réaction de la balance des paiements a été en contradiction avec les évolutions escomptées ; et dans le cas du dollar américain ces dernières années, l'évolution même du taux de change a été perverse. D'après Triffin, « le fait le plus marquant de ces six ou huit dernières années de changes flottants, c'est qu'elles ont à peine modifié la structure générale des déséquilibres extérieurs entre les principaux partenaires du commerce international[11] ».

Les cinq pays excédentaires (tableau 1.12), qui comprenaient le Japon, la Suisse, la République fédérale d'Allemagne, les Pays-Bas et la Belgique-Luxembourg ont constaté une augmentation de leur excédent consolidé de 8 milliards de dollars entre 1972 et 1977, alors que dans le même temps leur taux de change s'appréciait en moyenne de 50 % par rapport au dollar et aux autres principales devises. Les cinq pays déficitaires qui englobaient les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, l'Italie et la France ont subi une détérioration de leur solde consolidé de 16,7 milliards de dollars alors que leurs devises se dépréciaient d'environ 25 %. Kaldor aboutit aux mêmes conclusions dans ses travaux :

> L'impression générale qui se dégage d'une étude des données du commerce international sur les cinq ou six dernières années est que les principaux pays industrialisés sont restés remarquablement insensibles aux fortes variations de taux de change effectifs[12]. En conformité avec la structure globale des années 1960 les pays excédentaires tendent à le rester, ainsi que les pays déficitaires… On doit noter que les États-Unis et la Grande-Bretagne, qui semblaient alors reculer face aux nouveaux géants industriels, le Japon et l'Allemagne, continuent de perdre du terrain après des évolutions très sensibles des taux de change réels.

Force est de reconnaître qu'une dévaluation ne semble pas être une politique efficace de correction de déséquilibre du compte courant parce que la compétitivité des entreprises repose sur bien des facteurs autres que le taux de change (coût et gestion de main-d'œuvre, coût des matières premières, productivité, coût de mise en marché et de distribution, efforts de recherche et de développement…).

---

11. R. Triffin, « Gold and the Dollar Crisis : Yesterday and Tomorrow », *Essays in International Finance*, Princeton University, n° 132, décembre 1978.
12. N. Kaldor, « The Effect of Devaluation on Trade in Manufactures », dans *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth, 1978.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.4. L'approche par l'absorption

La théorie de l'absorption a été développée en 1952 par Alexander Sidney, employé du Fonds monétaire international. L'auteur considère que l'approche d'élasticité est une façon trop simple de voir les choses, non pas que les élasticités sont faibles, mais qu'une dévaluation a des répercussions sur des dépenses de consommation. Plus précisément, une dévaluation a un impact à double niveau : d'abord sur le revenu national et ensuite par le biais de l'effet revenu sur les dépenses. Le modèle d'analyse estime des identités comptables du revenu national.

où $BC = Y - A,$ (1.19)

BC = balance commerciale,

Y = revenu national (PIB),

A = absorption ou dépenses des ménages et du secteur public en consommation, en investissement.

L'identité (1.19) amène à considérer que la balance commerciale est excédentaire déficitaire) si le revenu national est supérieur (inférieur) à l'absorption.

$$\Delta BC = \Delta Y - \Delta A. \quad (1.20)$$

Pour qu'une dévaluation améliore la balance commerciale, il faut qu'elle augmente le revenu national (ΔY) ou qu'elle diminue l'absorption (ΔA). La variation des dépenses d'absorption a deux composantes ; l'une est attribuable au revenu et l'autre est autonome.

$$\Delta A = c\Delta Y + A_d, \quad (1.21)$$

où c = propension marginale à consommer, supposée fixe,

A_d = dépenses autonomes et indépendantes du revenu.

En substituant (1.21) dans (1.20), et après transformation, on obtient :

$$\Delta BC = (1 - c)\Delta Y - A_d. \quad (1.22)$$

À partir de cette identité (1.22), Alexander démontre que l'effet favorable d'une dévaluation reste conditionnel, d'une part, non seulement à l'énoncé de Marshall-Lerner pour une hausse de revenu Y tirée par les exportations, mais aussi à ce que la propension marginale à consommer (c) soit faible. D'autre part, une dévaluation devrait pouvoir entraîner une baisse des dépenses autonomes (A_d). Ce deuxième effet est généralement envisagé lorsque la dévaluation provoque une hausse des prix, ce qui diminue l'avoir monétaire réel et entraîne une baisse de la consommation.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 1.12
Stabilité de la structure des soldes courants des principaux pays de l'OCDE – 1972-1978 (en milliards de dollars américains)

	Variations de taux de change		Excédents et déficits				
	Face au dollar	Pondérées	1972	1973	Moy. 1974-1976	1977	Prév. 1978
Pays excédentaires			10,2	8,0	9,8	18,2	28,8
Japon	+ 35	+ 28	6,6	–0,1	–0,6	11,0	17,5
Suisse	+ 83	+ 62	0,2	0,3	2,1	3,7	4,8
Allemagne	+ 58	+ 43	0,8	4,3	5,8	3,8	5,0
Pays-Bas	+ 48	+ 22	1,3	2,4	2,2	0,2	1,5
Belgique-Luxembourg	+ 40	+ 12	1,4	1,2	0,3	–0,5	0,0
Pays déficitaires			–8,0	–5,9	–12,7	–24,7	–24,3
États-Unis		– 13	–9,9	–0,4	2,6	–20,2	–25,0
Canada	+ 1	– 2	–0,7	0,0	–3,3	–3,9	–3,5
Royaume-Uni	– 27	– 37	0,3	–2,2	–4,4	0,3	1,8
Italie	– 29	– 41	2,0	–2,7	–3,5	2,3	3,3
France	+ 13	– 1	0,3	–0,7	–4,1	–3,2	–0,8

Source : Tableau tiré deThirlwall (1988) et de Triffin (1978).

Lorsque l'économie est au plein-emploi, on ne saurait augmenter le revenu par une politique de dévaluation. Le déficit de la balance courante doit donc, dans cette situation de plein-emploi, être corrigé par des politiques monétaires et fiscales restrictives, cela afin de faire chuter les dépenses de consommation. L'approche d'absorption est à la base des programmes d'ajustement structurel appliqués par le FMI aux pays en voie de développement, ceux-ci étant aux prises avec des difficultés de paiements (nous en traiterons plus loin). Notons que l'approche d'absorption repose elle aussi sur l'hypothèse de flexibilité des prix et d'ajustement automatique de la demande, hypothèse que les faits semblent démentir. De plus, l'explication d'une détérioration de la balance des paiements par une dépense de consommation supérieure à la production nationale ne reconnaît pas les chocs externes comme sources de déséquilibre.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.5. Le modèle d'inspiration keynésienne

La pensée économique a connu une autre évolution sous la plume de John Maynard Keynes (1883-1946) par la publication de sa théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (*General Theory of Employment, Interest and Money*). Dans cette théorie, Keynes explique que les cycles économiques sont principalement engendrés par l'instabilité de l'investissement des entreprises et que l'hypothèse classique de plein-emploi et de flexibilité des prix relève de l'illusion. L'approche analytique des multiplicateurs, à partir de l'identité des comptes nationaux et suivant la théorie keynésienne, a été appliquée aux comptes de la balance des paiements. Anne Krueger (1983) observe que les diverses formes d'analyse de la balance des paiements à inspiration keynésienne sont des variantes du modèle suivant :

$$BC = f[Y,(e.P^*)/P], \qquad (1.23)$$

où BC =balance courante oucommerciale,

Y =revenu national (PIB),

e =taux de change,

P = niveau de prix domestique,

P^* = niveau de prix étranger.

Ce modèle considère que l'effet du revenu sur la balance courante est négatif. En fait, avec une propension marginale à importer peu variable, une hausse de revenu relève les importations avec pour conséquence une détérioration de la balance commerciale et ce, d'autant plus que les exportations sont exogènes et ne dépendent que de la demande des pays étrangers. L'effet des prix relatifs ajustés du taux de change est semblable à celui de la condition Marshall-Lerner. Se servant de ce modèle, l'économiste Meade (1951) soulève un problème de compatibilité des objectifs internes et externes de la gestion économique. L'auteur explique qu'une politique expansionniste visant à réduire le chômage (objectif interne) peut résulter en une détérioration de la balance courante (par l'effet revenu). De même, une politique restrictive visant à briser l'inflation améliore la balance courante en comprimant le revenu national. L'auteur conclut que si une telle incompatibilité des objectifs existe, il est préférable d'utiliser le taux de change comme outil de correction du déséquilibre de la balance courante. D'après Johnson (1988), une correction du déficit de la balance courante peut s'effectuer en encourageant les consommateurs à demander des produits et services locaux. Cette politique de permutation de la demande équivaut, en somme, à un certain contrôle des importations. Si ce contrôle est appliqué de façon discrétionnaire, sans aucune obligation, il n'aura alors que peu d'effets.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Il est raisonnable de penser que la demande d'exportation n'est pas entièrement exogène et peut être générée par la capacité de production ainsi que par le degré de productivité des fournisseurs locaux, de sorte qu'une hausse de revenu national peut contribuer, non pas à une détérioration de la balance commerciale comme le souligne l'approche keynésienne, mais, tout au contraire, à l'amélioration de celle-ci. Nous reviendrons sur ce sujet au chapitre 4 sur les politiques macroéconomiques.

Enfin, l'analyse de la balance des paiements ne peut être complète que si elle porte sur le compte des capitaux. Deux théories de facteurs explicatifs du mouvement des capitaux sont souvent présentées : celle du flux et celle du stock. La théorie du flux (*flow theory*), associée à l'école keynésienne, enseigne que la variation du compte capital (ou le flux du capital) dépend du taux d'intérêt domestique et des taux d'intérêt étrangers. Une hausse du taux d'intérêt domestique attire les capitaux, tandis qu'une hausse des taux étrangers produit l'effet contraire (sortie de capitaux). En dernier ressort, le différentiel des taux d'intérêt entre le marché domestique et les marchés étrangers renseigne sur la direction des mouvements de capitaux. On suppose implicitement qu'il n'y a pas d'entraves à la circulation des capitaux.

La théorie du stock, aussi dénommée théorie d'actif ou de portefeuille, établit que le mouvement de capitaux est le résultat des décisions des investisseurs qui répartissent leurs richesses (stock de monnaie, obligations, actions…) sur des portefeuilles de façon à maximiser leur utilité. Ainsi, des investisseurs placeront leurs richesses dans un pays s'ils évaluent favorablement la stabilité politique, la croissance économique et la capacité de payer de ce pays et, bien entendu, en fonction d'un arbitrage des taux d'intérêt. Cette théorie confère du poids à l'approche monétaire dont les solutions préconisées visent avant tout à une prudence de la politique monétaire. La théorie du stock a aussi le mérite d'intégrer le compte courant par l'entremise de la richesse, dont l'accumulation a pour effet de stimuler l'entrée des capitaux. Cette considération n'est pas, cependant, sans soulever un débat de causalité tel que mentionné auparavant, à savoir si le compte capital résulte du compte courant ou vice versa.

Plusieurs travaux sur les déterminants du compte courant ont été entrepris au cours des dernières années au sein du Fonds monétaire international[13]. Comme le résume Milesi-Ferretti (2001), l'objet de ces

13. Voir à ce sujet les études de Ghosh (1995), Ghosh et Ostry (1995 et 1997), Debelle et Faruque (1996), Knight Malcolm et Scacciavillani (1998), Chinn, Menzie et Eswar Prasad (2000), Cashin et Dermott (1998), McGettigan (2000).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

travaux est articulé sur deux problématiques, à savoir : *i*) comment déterminer si un déficit du compte courant est approprié ou excessif ; *ii*) un niveau de compte courant est-il soutenable à long terme ? La difficulté que présentent la plupart de ces travaux provient du fait que la définition des termes « excessif, approprié, soutenable » n'est guère aisée. Toutefois, au-delà de cette difficulté conceptuelle, ces études tentent de mettre en évidence certains facteurs déterminants du compte courant. Arrêtons-nous sur quelques-unes de ces études.

Ghosh et Ostry (1997) ont présenté un modèle établissant une relation entre le compte courant et certaines variables d'environnement macroéconomique. Les auteurs expliquent qu'une incertitude plus grande dans le revenu national (définie comme la production intérieure brute déduction faite de l'investissement et de la consommation publique) incite à une plus grande épargne pour des fins de précautions et entraîne une accumulation de surplus dans le compte courant. L'étude de Chinn et Prasad (2000) se révèle fort intéressante puisqu'elle porte sur les déterminants du compte courant pour un échantillon assez large de pays tant industrialisés qu'en voie de développement. Il s'agit d'une analyse de régression, par laquelle l'on relie le compte courant (exprimé en % du PIB) sur une série de facteurs dont, notamment : le déficit ou surplus budgétaire du gouvernement, la croissance du PIB, la volatilité des termes d'échange, l'indice de mesures de contrôle des capitaux, le degré d'ouverture, la profondeur financière (mesurée par le ratio de la masse monétaire M2 sur le PIB) et le stock net des actifs étrangers [14].

Le résultat de cette analyse indique que la balance budgétaire du gouvernement, le stock initial des actifs étrangers sont positivement corrélés avec la balance du compte courant. Pour des pays en développement, la profondeur financière est positivement corrélée avec le compte courant, alors que le degré d'ouverture l'est négativement. Aussi pour les pays en développement, il ressort qu'une volatilité plus grande des termes d'échange est associée à un plus grand surplus du compte courant, puisque cette incertitude (volatilité) amène une plus grande épargne domestique. Évidemment, il s'agit là d'une analyse purement statistique et qui ne cherche pas à explorer les mécanismes de transmission des divers chocs sur le compte courant.

14. L'échantillon contient 18 pays industrialisés et 71 pays en développement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.6. Conclusion

Chacun des modèles d'analyse exposés ci-haut a ses mérites et ses faiblesses. Le mécanisme des prix et du flux des espèces est un argument purement théorique, mais est-il néanmoins pertinent pour une juste compréhension des enjeux ? L'approche monétaire attribue les déséquilibres du compte courant aux politiques monétaires et néglige par le fait même les facteurs structurels liés à l'offre et à la demande de biens et services. Les approches de l'élasticité et de l'absorption mettent en évidence l'importance des élasticités de demande d'exportation et d'importation, mais elles reposent sur l'hypothèse souvent démentie de flexibilité des prix et d'ajustement automatique du marché. Le modèle d'inspiration keynésienne souligne l'incompatibilité des objectifs internes et externes de la gestion économique. Toutefois, son hypothèse d'exogénéité des exportations n'est guère séduisante.

Il y a lieu de suggérer que les théories d'ajustement de la balance des paiements puissent se développer en incorporant l'évolution de la conjoncture économique (chocs pétroliers, chocs des taux d'intérêt) et des rigidités institutionnelles dont, en particulier, les modalités de fonctionnement des organismes internationaux de paiements. Il ressort de cette brève analyse qu'aux objectifs économiques de lutte à l'inflation et au chômage s'ajoute celui d'une stabilité viable des comptes extérieurs. Il s'ensuit une certaine interdépendance des économies. Un pays ne peut accumuler indéfiniment des déficits de sa balance des paiements puisque les fournisseurs étrangers doivent être payés et, préférablement, dans une monnaie qu'ils auront choisie. L'accumulation de surplus pose un problème de recyclage et peut avoir également des incidences inflationnistes. Les pays sont ainsi confrontés à la nécessité de s'entendre sur un mode de règlement des transactions internationales ou, plus précisément, sur un système monétaire.

RÉSUMÉ : LA BALANCE DES PAIEMENTS

L'analyse qui vient d'être effectuée sur la balance des paiements nous permet de dégager les constats suivants.

1. Le cadre conceptuel préconisé par le FMI comprend trois principaux éléments : *i*) la résidence est définie non pas au sens juridique ou de nationalité, mais en termes de pôle d'intérêt économique et de territoire économique ; *ii*) l'enregistrement en partie double, c'est-à-dire que toute transaction doit donner lieu à deux inscriptions de montants égaux, l'un inscrit au

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

crédit avec un signe positif et l'autre au débit est affecté d'un signe négatif ; *iii*) la balance des paiements, comme le nom l'indique, implique que la somme de toutes les transactions est nulle en vertu de l'élément *ii*).

2. La structure de la balance des paiements se compose de quatre catégories distinctes : le compte courant, le compte capital et opérations financières, les erreurs et omissions et le compte des réserves.
   - Le compte courant comprend la balance commerciale (solde des transactions de marchandises), la balance des services, des transferts courants et celle de revenu.
   - Le compte capital et opérations financières cherche à mesurer les flux financiers de court et long termes dont notamment l'investissement direct, l'investissement de portefeuille, les transferts de capital, les crédits commerciaux, les prêts et la monnaie fiduciaire et dépôts.
   - Les erreurs et omissions reflètent les difficultés de comptabilisation tant du compte courant que du compte capital et opérations financières, lesquels n'épousent pas la logique d'enregistrement en partie double. La somme du compte courant, du compte capital et opérations financières, incluant les erreurs et omissions, constitue le solde global de la balance des paiements avant la variation des réserves.
   - Les réserves officielles (les avoirs du pays en DTS, en devises étrangères et en or monétaire et la position auprès du FMI) constituent le compte qui équilibre la balance des paiements, quoique leurs fluctuations aient des origines aussi diverses que celle des interventions des banques centrales sur le marché des changes et l'évolution du cours du dollar. Les réserves en devises étrangères dénommées en dollar ont connu une situation de forte représentativité durant les années 1950, 1960 et 1970 pour ensuite décliner au cours de la décennie 1980 et s'affermir dès le début de 1991.
   - Alors que la balance des paiements exprime un bilan en terme de flux, le compte de la position extérieure globale est un concept de stock qui vise à mesurer la détention, par des résidents d'une économie, d'actifs financiers étrangers ainsi que la détention, par des étrangers, d'actifs financiers de cette économie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3. Un regard transversal sur l'évolution de la balance des paiements révèle que celle-ci est caractérisée par d'amples fluctuations annuelles, peu importe le pays. Les États-Unis accusent le déséquilibre le plus aigu de l'économie mondiale au chapitre du compte courant, mais il est plus que compensé par un afflux massif de capitaux. Ce n'est pas le cas de nombreux pays qui présentent un déséquilibre prononcé de la balance des paiements (avant la variation des réserves). Par ailleurs, l'évolution du flux de la balance des paiements ainsi que du stock de la position extérieure globale atteste de l'intégration croissante des économies.

4. Plusieurs modèles de correction des déséquilibres de la balance des paiements ont été suggérés.
   - Le mécanisme des prix et du flux des espèces métalliques stipule l'ajustement autorégulateur du marché libre par la flexibilité des prix. Cette règle est démentie par les faits pour deux raisons essentielles. D'une part, le poids de l'ajustement est souvent porté par les pays déficitaires. D'autre part, les banques centrales, soucieuses d'assurer une stabilité des devises nationales, interviennent sur le marché financier et stérilisent les flux monétaires.
   - L'approche monétaire explique les déséquilibres dans la balance des paiements par des politiques monétaires laxistes. Mais la conjoncture exceptionnelle de deux ruptures (le choc pétrolier et l'euphorie des marchés financiers de la fin des années 1970) contribue à l'impopularité de cette école.
   - L'approche des élasticités et de l'absorption indique que l'efficacité d'une politique de dévaluation pour corriger le déséquilibre du compte commercial est liée aux conditions de l'offre et de la demande des biens et services, tant sur le plan domestique qu'à l'étranger. L'hypothèse de la courbe en J introduit la notion de rigidité des prix et de la spéculation pouvant contrecarrer l'impact théorique des dévaluations, du moins à court terme.
   - Enfin, les flux de capitaux s'expliquent autant par des facteurs objectifs (arbitrage de taux d'intérêt, de croissance économique) que par des éléments subjectifs (risques de paiements, insécurité politique…).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

MOTS CLÉS

absorption	ajustement de la balance des paiements	arbitrage de taux d'intérêt
balance commerciale	balance des paiements	compte capital et financier
compte courant	courbe en J	dévaluation
devise étrangère	DTS	élasticité
enregistrement en partie double	équilibre externe	équilibre interne
erreur statistique (divergence)	liquidité internationale	mécanisme des prix et du flux des espèces métalliques
modèle keynésien	modèle monétaire	or
or monétaire	position de réserve du FMI	pôle d'intérêt économique
position extérieure globale	réserve officielle	théorie du flux
transfert courant	transfert de capital	

PROBLÈMES DE RÉVISION

1. Analysez la structure de la balance des paiements du Canada, des États-Unis, de la France, du Mexique et du Ghana au cours des 10 dernières années et dégagez les perspectives prévisionnelles dans la mesure du possible (utilisez les données du FMI, *Statistique de la balance des paiements*).
2. Depuis quelques années, le poste « erreurs et omissions » dans la balance des paiements de bon nombre de pays atteint des limites qui remettent en cause le concept des comptes extérieurs. Ces erreurs sont-elles systématiques ou aléatoires et que cachent-elles ?
3. Évaluez l'argument à l'effet que le mécanisme des prix et du flux des espèces métalliques est des plus théoriques, mais cependant utile pour la compréhension de la complexité des opérations d'ajustement des déséquilibres de la balance des paiements.
4. Les statistiques indiquent une forte relation entre l'inflation et la croissance de l'offre de monnaie. Ce constat est-il suffisant pour expliquer une détérioration du compte courant, à la suite des politiques de monnaie facile ?
5. La flexibilité des taux de change permet d'équilibrer les exportations et les importations de biens et services. Vrai ou faux ?

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

6. Une nation ne peut continuellement acheter à crédit à l'étranger. Pensez-vous qu'un déficit persistant dans la balance commerciale conduit à la faillite ?

7. Supposons que la France enregistre un léger surplus dans son compte courant. Précisez l'impact de chacun des événements suivants sur le surplus du compte courant :

   a) une récession en Allemagne ;

   b) une croissance économique en Australie ;

   c) une politique protectionniste aux États-Unis ;

   d) une hausse de salaire au Royaume-Uni.

8. Un surplus du compte courant est-il un indicateur d'une économie forte ?

9. Quelle est la différence entre la balance commerciale et la balance des paiements ? Qu'entend-on par ajustement de la balance des paiements ?

10. Que signifie la courbe en J et est-elle de nature à expliquer la réticence d'une banque centrale à procéder à des dévaluations dans le but de stimuler les exportations ?

11. La nécessité pour un gouvernement de procéder à des ajustements de sa balance des paiements est chose du passé, c'est-à-dire que cette contrainte est liée à un régime de parité fixe. Évaluez.

12. Indiquez comment une croissance économique non anticipée aux États-Unis et dans l'UE peut affecter l'état du compte courant du Canada.

13. Énumérez les facteurs qui déterminent le flux de capitaux de court terme et de long terme.

14. À supposer qu'une société canadienne importe des marchandises d'une valeur de 7 millions de dollars. Dès réception de ce paiement, l'exportateur mexicain convertit les dollars en pesos qu'il dépose auprès de sa banque au Mexique, laquelle le prête à une filiale canadienne dans ce pays pour financer les dépenses d'achat local de machinerie et d'équipement. Indiquez l'impact de ces transactions sur l'état de la balance des paiements du Canada et du Mexique.

15. Expliquez pourquoi la balance des paiements doit être équilibrer par le biais des variations de réserves et en vertu du système de comptabilité en partie double.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

16. Quels sont les éléments constituant les réserves officielles ainsi que les principales explications de leur variation intertemporelle ?

17. Que signifie une position extérieure globale ? Depuis quelques années, on observe que la position globale nette du Canada est négative. Quelle est selon vous l'explication plausible de ce compte déficitaire et ses conséquences prévisibles sur l'attrait du Canada comme pays de destination des investissements directs étrangers ?

18. Expliquez pourquoi la répartition géographique des réserves officielles en or ne correspond par à la hiérarchie des économies.

19. Soit les données suivantes sur les transactions entre les résidents d'un pays avec ceux du reste du monde au cours d'une année (données en millions de dollars) :

Exportations de services informatiques	750
Exportations de génie conseil	303
Importations de voitures	1 468
Envoi des fonds des particuliers	250
Investissement direct à l'étranger	637
Remise de dette des administrations publiques	65
Balance commerciale	228
Hausse des réserves officielles	13

En supposant que ces transactions sont les seules enregistrées, déterminez :

a) les exportations de marchandises ;

b) le transfert courant ;

c) le compte capital et opérations financières ;

d) l'erreur statistique.

20. Que signifie un transfert de capital ? Soit un gouvernement A qui annule la dette contractée par un pays B pour un montant de 20 millions de dollars. Indiquez l'impact de cette transaction sur la balance des paiements du pays donateur.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

BIBLIOGRAPHIE

Barzyck, Fred et Lucie Laliberté (1992). « La divergence statistique dans la balance des paiements du Canada », *L'Observateur économique canadien*, vol. 5, avril, p. 3.1 – 3.21.

Brender, Anton et Véronique Kessler (1988). « Les échanges courants mondiaux, quinze années de turbulences », *Problèmes économiques*, n° 2-072, 27 avril.

BRI (1992). *Rapport annuel, 62e*, 1er avril, Bâle, BRI.

Cashin, Paul et John C. Dermott (1998). « Terms of Trade Shocks and the Current Account », *IMF Working Paper,* n° 98/177.

Chinn, Menzie et Eswar Prasad (2000). « Medium-term determinants of Current Accounts in Industrial and developing countries : An Imperical Exploration », *IMF Working Paper,* n° 00/46.

Council of Economic Advisers (1992). « Improving the Quality of Economic Statistics : The 1992 Economic Statistics Initiative », *Survey of Current Business*, mars, 4-5.

Cornette, Joël (1991). « L'Amérique a-t-elle été une bonne affaire pour l'Europe ? », *L'illusoire*, n° 145, juillet/août.

Courrier économique et financier-KBC (2000). « Or ; une matière première industrielle et un investissement financier », *Problèmes économiques*, n° 2-668, 7 juin, p. 6-11.

Debelle, Guy et Hamid Faruque (1996). « What determines the Current Account ? A Cross-Sectional and Panel Approach », *IMF Working Paper*, n° 96/58.

Fonds monétaire international, *Statistiques de la balance des paiements*, Annuaire, divers numéros.

Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales*, divers numéros.

Fonds monétaire international (1977). *The Monetary Approach of the Balance of Payments*, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (1987). *Report on the World Current Account Discrepancy,* septembre, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (1992). *Rapport final du groupe de travail sur les mesures des flux de capitaux internationaux*, février, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (1993). *Manuel de la balance des paiements*, 5e édition, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (1999a). *Rapport annuel 1999*, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (1999b). *Statistiques financières internationales, Annuaire*, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (2000a). *International Capital Markets, Development Prospects and Key Policy Issues,* septembre, Washington, FMI.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Fonds monétaire international (2000b). *Rapport annuel 2000*, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (2000c). *Statistiques financières internationales, Annuaire*, Washington, FMI.

Fonds monétaire international (2000d). *Balance of Payments Statistics, Yearbook,* Washington, FMI.

Fonds monétaire international (2001). *Statistiques financières internationales,* avril, Washington, FMI.

Friedman, Milton (1990). *Free to Choose, A Personal Statement*, Harcourt Brave Jovanovich.

Fusfeld, Daniel (1990). *The Age of the Economist*, 6e éd., Scott, Foresman and Company.

Ghosh, Atish (1995). « International Capital mobility amongst the Major Industrialized Countries : Too little or too much ? », *Economic Journal*, vol. 105, p. 107-128.

Ghosh, Atish et Jonathant D. Ostry (1995). « The current Account in developing countries : A Perspective from the consumption-smoothing approach », *Banque mondiale Economic Review*, vol. 9, n° 2.

Ghosh, Atish et Jonathant D. Ostry (1997). « Macroeconomic uncertainty, Precautionary Saving, and the current Account », *Journal of Monetary Economies*, vol. 40, p. 121-39.

Johnson, Harry G. (1956). « The Transfer Problem and Exchange Stability », *Journal of Political Economy*, juin.

Johnson, Harry G. (1977a). « The Monetary Approach to the Balance of Payments : A Non-Technical Guide », *Journal of International Economics*, n° 7, p. 251-268.

Johnson, Harry G. (1977b). « The Monetary Approach to Balance of Payments Theory and Policy : Explanation and Policy Implications », *Economica,* août.

Keynes, John Maynard (1929). « The German Transfer Problem », *Economic Journal,* mars.

Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, Harcourt Brace.

Kindleberger, Charles (1987). *Les mouvements internationaux de capitaux*, Paris, Dunod.

Knight, Malcolm et Scacciavillani (1998). « Current Accounts : What is their Relevance for Economic Policymaking ? », *IMF Working Paper*, n° 98/71.

Krueger, Anne D. (1983). *Exchange-Rate Determination*, Londres, Cambridge University Press.

Krugman, Paul R. et Maurice Obstfeld (1991). *International Economics*, 2e éd., New York, Harper Collins.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Machlup, Fritz (1955). « Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation », *American Economic Review*, juin.

Maldonada, Rita (1979). « Recording and Classifying Transactions in the Balance of Payments », *International Journal of Accounting*, automne.

McGettigan, Donal (2000). « Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia, and Other Countries for the former Soviet Union », *IMF Working Paper*, n° 189.

Milesi-Ferretti, Gian Marias (2001). « Current Accounts :determinants and sustainability », *IMF Research Bulletin*, vol. 2, n° 2, juin.

Meade, James (1951). *The Theory of International Economy Policy, Vol 1 : The Balance of payments*, Londres, Oxford University Press.

Mundell, Robert (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policies for Internal and External Stability », *IMF Staff papers*, mars.

Nations Unies (1997). *World Investment Report*, New York, ONU.

Nations Unies (2000). *World Investment Report*, New York, ONU.

OCDE (1998). *Services : Statistics on International Transactions*, Paris, OCDE.

OCDE (1999). *Annuaire des statistiques d'investissement direct international*, Paris, OCDE.

OCDE (2000). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 68, décembre.

Ohlin, Bertil (1929). « The Reparations Problem : A Discussion », *Economic Journal*, juin.

Polak, J.J. (1977). « Monetary Analysis of Income Formation and Payment Problems », dans *IMF, The Monetary Approach to the Balance of Payments*.

Purvis, D.D. (dir.) (1983). *The Canadien Balance of Payments, Perspectives and Policy Issues*, Montréal, The Institute of Research on Public Policies.

Sidney, Alexander (1952). « Effects of a Devaluation on a Trade Balance », *IMF Staff Papers*, vol. 2, p. 263-278, avril.

Statistique Canada (2000). *La balance des paiements internationaux et le bilan des investissements internationaux du Canada*, catalogue n° 67-506, XIF, Ottawa.

Stern, R.M. *et al*. (1977). « The Presentation of the Balance of Payments », *International Finances*, n° 123, août.

Thirlwall, A.P. (1988). « Les théories d'ajustement de la balance des paiements : une analyse critique », *Problèmes économiques*, n° 2-093, octobre.

Triffin, Robert (1978). « Gold and Dollar-Crisis : Yesterday and Tomorrow », *International Finances*, n° 132, décembre.

Williamson, John et Chris Milner (1991). *The World Economy, A Textbook in International Economics*, New York University Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

CHAPITRE 2

Le marché des changes

« La monnaie est une des grandes inventions de l'Homme » a-t-on dit. Il est en effet difficile d'imaginer le déroulement des activités économiques sans la monnaie. Cependant, le passage d'une économie de troc à une économie monétaire ne va pas sans créer des problèmes additionnels. D'abord, le document *monnaie* n'est ni plus ni moins qu'une garantie ou une sorte de convention entre l'émetteur et le possesseur. La monnaie n'est utile qu'en autant qu'elle facilite les échanges et qu'elle constitue une réserve de valeur. Si les biens peuvent être acquis par la monnaie, alors il peut apparaître qu'on obtient ces biens pour rien, surtout si on imprime en grande quantité la monnaie. C'est tout le problème de la confiance dans la valeur d'une monnaie, dictant une prudence particulière dans la politique monétaire. Par ailleurs, dans le système du troc, il y a échange simultané des biens alors que, dans le système monétaire, on peut vendre aujourd'hui et acheter plus tard tout en gardant la monnaie. Ainsi s'explique le processus inflationniste. Une demande de biens et services supérieure à la production est génératrice d'inflation, la monnaie perdant de sa valeur. Par contre, si le stock de monnaie n'augmente pas ou s'il ralentit, les prix auront tendance à chuter.

Ce problème de confiance et d'ajustement par les prix se trouve renforcé dans le contexte d'échange avec les pays étrangers. En effet, il n'est pas évident qu'une monnaie nationale soit acceptée dans les

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

transactions internationales. Lorsqu'elle le devient, on n'est pas pour autant à l'abri d'une certaine insécurité latente, reliée à son appréciation ou à sa dépréciation.

Dans ce chapitre, nous envisageons essentiellement de présenter les facteurs déterminants des variations des taux de change, et ce, à partir de la documentation économique existante, ainsi que d'explorer les outils prévisionnels. Pour ce faire, nous commençons par examiner les régimes de change tels que compilés et suffisamment documentés par le Fonds monétaire international pour ensuite préciser certaines caractéristiques du marché des changes.

1. ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ DES CHANGES

1.1. Variété des régimes de changes et amples fluctuations

1.1.1. Régimes de taux de change

Du début du siècle jusqu'à la Première Guerre mondiale, la parité des monnaies était assurée par leur référence à l'or. L'entre-deux-guerres fut une période chaotique, tel qu'il sera expliqué ultérieurement. Sous le régime du Bretton Woods, le dollar devint la devise internationale la plus largement utilisée. Depuis la fin de 1971, on assiste pratiquement à un régime de parité flexible et à une hétérogénéité des modes de rattachement des monnaies entre elles.

Le rapport annuel du FMI fait état du mode de rattachement des devises. Jusqu'à 1998, le FMI distingue les taux de change selon qu'ils sont établis par référence à une seule monnaie (en particulier le dollar américain) ou à un panier de monnaies (DTS, autres que DTS) ; les taux de change de flexibilité limitée (par rapport à une seule monnaie ou par rapport au groupe de monnaies dans le cadre de mécanismes de coopération monétaire (Union européenne)) ; les taux de change de flottement dirigé et enfin les régimes de flottement indépendant. En 1999, le FMI adopte une nouvelle classification des régimes de change en fonction de leur degré de flexibilité. Comme l'indique le tableau 2.1, une distinction est établie entre les régimes de parité fixe (caisse d'émission, par exemple), les autres régimes de parité par référence à une seule monnaie ou un panier de monnaies, les systèmes de bandes de fluctuation, les systèmes de parités mobiles et les systèmes de bandes de fluctuation mobiles. On distingue aussi les régimes de change des pays n'ayant pas de monnaie officielle. Chacun de ces régimes est défini comme suit, dans le rapport annuel du FMI.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Régime des pays n'ayant pas de monnaie officielle distincte

Une autre unité monétaire est la seule monnaie ayant cours légal dans le pays membre, ou le pays est membre d'une union monétaire ou d'un mécanisme de coopération monétaire ayant adopté une monnaie commune qui a cours légal dans chacun des pays membres. L'adoption d'un tel régime est la forme ultime d'abandon de la souveraineté monétaire, car il est impossible pour les autorités de mener une politique monétaire indépendante.

Caisse d'émission

La caisse d'émission est un régime selon lequel un pays s'engage explicitement en vertu de la loi à échanger à un taux fixe des montants déterminés de monnaie étrangère en monnaie nationale ; cet engagement impose certaines restrictions à l'autorité émettrice pour garantir le respect des obligations imposées par la loi. Il en résulte que la monnaie nationale est émise uniquement contre une monnaie étrangère et qu'elle est pleinement couverte par des actifs étrangers, de sorte que les fonctions classiques (par exemple, de contrôle monétaire et de prêteur de dernier ressort) de la banque centrale soient éliminées et que la marge de manœuvre des autorités monétaires soit très réduite. Cependant, une certaine flexibilité peut toujours exister si les règles régissant l'établissement de la caisse le permettent.

Autre régime conventionnel de parité fixe

Le pays rattache (officiellement ou en fait) sa monnaie, à un taux fixe, à une grande monnaie ou à un panier éventuellement composé des monnaies des principaux partenaires commerciaux ou financiers, le poids donné à ces monnaies traduisant la ventilation géographique des échanges, des services ou des flux de capitaux. Le taux de change fluctue à l'intérieur d'une bande étroite d'au plus 1 % par rapport à un taux central. Les monnaies du panier peuvent aussi être normalisées comme celles du panier du DTS ou de l'écu. Les autorités doivent se tenir prêtes à intervenir pour maintenir la parité fixe, ce qui limite leur marge de manœuvre ; le degré de flexibilité de la politique monétaire est toutefois plus élevé que dans le cas des caisses d'émission ou des unions monétaires en ce sens que la banque centrale peut accomplir dans certaines limites ses fonctions classiques et que les autorités peuvent (assez peu souvent cependant) ajuster le taux de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Rattachement à l'intérieur de bandes horizontales

La valeur de change de la monnaie est maintenue à l'intérieur d'une marge de fluctuation supérieure à plus ou moins 1 % de part et d'autre d'un taux central fixe officiel ou de fait. Cette catégorie comprend le mécanisme de change (MCE) du Système monétaire européen (SME) (remplacé par le MCE II depuis le 1er janvier 1999). Les autorités monétaires disposent d'une certaine marge de manœuvre qui est fonction de la largeur des bandes de fluctuation.

Système de parités mobiles

La monnaie fait l'objet de faibles ajustements périodiques calculés à un taux fixe annoncé au préalable, soit en fonction des variations de certains indicateurs (écart d'inflation avec les principaux partenaires commerciaux, écart entre la cible d'inflation et l'inflation anticipée chez les principaux partenaires commerciaux, par exemple). Ces ajustements peuvent être fixés à un taux qui permet de prendre en compte les variations corrigées de l'inflation dans la valeur de la monnaie (ajustements rétrospectifs) ou à un taux fixe annoncé au préalable et inférieur à l'écart d'inflation prévu (ajustements prévisionnels). Maintenir une parité ajustable crédible soumet le régime à des contraintes analogues à celles d'un régime de parité fixe.

Système de bandes de fluctuation mobiles

La valeur de change de la monnaie est maintenue à l'intérieur de certaines marges de fluctuation de part et d'autre d'un taux central qui est ajusté périodiquement soit à un taux fixe annoncé au préalable, soit en fonction des variations de certains indicateurs. Le degré de flexibilité du taux de change est fonction de la largeur de la bande, les bandes étant symétriques par rapport à un taux central mobile ou s'élargissant progressivement et asymétriquement (aucun taux central n'étant dans ce cas annoncé au préalable). L'engagement de maintenir un taux de change à l'intérieur de la bande impose également des contraintes à la politique monétaire, dont le degré d'indépendance est fonction de la largeur de la bande.

Flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change

Les autorités monétaires interviennent activement sur le marché des changes sans préciser au préalable les objectifs de taux de change, ni s'engager sur de tels objectifs. Les indicateurs qu'elles utilisent pour gérer

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

le taux sont dans l'ensemble laissés à leur appréciation – y compris la position de balance des paiements, le niveau des réserves internationales et l'évolution du marché parallèle – et les ajustements ne sont pas nécessairement automatiques.

Flottement indépendant

Le taux de change est déterminé par le marché, toute intervention ayant davantage pour objectif d'en modérer l'évolution et d'en empêcher les fluctuations excessives que de le porter à un niveau donné. Dans les régimes de cette nature, la politique monétaire est en principe indépendante de la politique de change.

Ainsi, comme l'indique le tableau 2.1, à la fin de l'an 1999, 50 pays ont un régime de flottement indépendant dont les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, 45 pays présentent un régime de bandes de fluctuations de parités mobiles ou de flottement dirigé ; 53 pays ont un régime de parité fixe ou de caisse d'émission alors que 39 autres n'ont pas de monnaie officielle (dont les pays de la zone franc CFA). Il ressort donc que la majorité des pays ont adopté une forme quelconque de régime de taux flexibles, dirigée ou non. Les régimes conventionnels de parité fixe sont généralement ancrés sur le dollar américain. Si l'on se réfère à la classification des régimes de 1998, on s'aperçoit que 20 pays, dont l'Argentine, la Barbade, le Belize, le Panama, ont un régime fixe lié au dollar. Bien que la classification subséquente des régimes de change faite par le FMI ne précise pas la monnaie d'ancrage, on sait néanmoins que le dollar joue un rôle principal dans la conduite des politiques monétaires des pays ayant un régime de parité fixe. Quant au rôle des DTS, il est presque effacé ; peu de pays relient leur devise à ce panier. Il importe de noter que les modes de rattachement des devises varient avec le temps. La livre sterling ne figure plus comme une monnaie de référence[1].

Comment les taux de change, tels que définis plus haut, se comportent-ils sur le marché ? Leur évolution est-elle de nature aléatoire ou est-elle liée à des facteurs spécifiques et facilement identifiables ? Pour donner des éléments de réponse à ces diverses questions, il y a lieu d'examiner d'abord l'évolution intertemporelle des divers taux de change, quitte à revenir sur des modèles théoriques explicatifs.

1. En 1978, les pays suivants rattachaient leurs devises à la livre sterling : Bangladesh, Gambie, Irlande, Seychelles et Sierra Leone.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.1
Régime de changes au 31 décembre 1999[a]

Régime des changes (nombre de pays)	Ancrage du taux de change			
Régime des pays n'ayant pas de monnaie officielle (37)	*Autre monnaie ayant cours légal* Îles Marshall Kiribati Micronésie Palaos Panama Saint-Marin	*MCCO*[b] Antigua-et-Barbuda Dominique Grenade Saint Kitts-et-Nevis Saint-Vincent-et-les Grenadines Sainte-Lucie	*Zone Franc CFA* *UEMOA* Bénin* Burkina Faso* Côte d'Ivoire* Guinée-Bissau* Mali* Niger Sénégal* Togo	 *CEMAC* Cameroun* Congo, Rép.du Gabon Guinée équatoriale République Centrafricaine* Tchad
Caisse d'émission (8)	Argentine* Bosnie-Herzégovine* Brunéi Darussalam Bulgarie* Djibouti* Estonie Hong Kong (RAS) Lituanie			
Autre régime conventionnel de parité fixe (y compris rattachement *de facto* dans le cadre d'un régime de flottement dirigé) (45)	*Par rapport à une seule monnaie* (32) Antilles néerlandaises Arabie Saoudite [f,g] Aruba Bahamas[e] Bareïn[f,g] Barbade Belize Bhoutan Cap-Vert* Chine*[f] Comores[h] Égypte[e,f] El Salvador*[f] Émirats arabes unis[f,g] Iran, Rép. Islamique d'[e,f] Iraq	 Jordanie*[f] Lesotho Liban[f] Macédoine, ex-Rép. youg. de*[f] Malaisie Maldives*[f] Namibie Népal Oman Pakistan*[f] Qatar[f] République arabe syrienne[e] Swaziland Trinité-et-Tobago Turkménistan[f] Zimbabwe*[f]	*Par rapport à un groupe de monnaies* (13) Bangladesh* Botswana[e] Fidji Îles Salomon Koweït Lettonie* Malte Maroc Myanmar[e] Saoma Seychelles Tonga Vanuatu	

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Objectif d'agrégats monétaires	Dispositions en vigueur pour le ciblage de l'inflation	Programme soutenu par le FMI ou autre programme monétaire	Autres dispositions
			Zone Euro [c,d]
		Bénin*	Allemagne
		Burkina Faso*	Autriche
		Cameroun*	Belgique
		Côte d'Ivoire*	Espagne
		Guinée-Bissau*	Finlande
		Mali*	France
		République Centrafricaine*	Irlande
		Sénégal*	Italie
			Luxembourg
			Pays-Bas
			Portugal
		Argentine*	
		Bosnie-Herzégovine*	
		Brunéi Darussalam	
		Bulgarie*	
		Djibouti*	
Chine*[f]		Bangladesh*	
		Cap-Vert*	
		El-Salvador*[f]	
		Jordanie*[f]	
		Lettonie*	
		Macédoine, ex-Rép. Yougoslave de *[f]	
		Pakistan*[f]	
		Zimbabwe*[f]	

a) Lorsque le nom d'un pays est suivi d'un astérisque (*), cela signifie que ce pays adopte plus d'un point d'ancrage nominal pour la conduite de sa politique monétaire. Cependant, il n'est pas possible, pour des raisons pratiques, d'en déduire quel ancrage nominal joue le rôle principal dans la conduite de cette politique.

b) Ces pays ont également une caisse d'émission.

c) Le pays n'a pas de point d'ancrage nominal défini ; il base plutôt sa politique monétaire sur le suivi d'un certain nombre d'indicateurs.

d) Jusqu'à leur retrait de la circulation au premier semestre de 2002, les monnaies des pays participants continuaient d'avoir cours légal sur le territoire national.

e) Pays qui applique un régime faisant intervenir plus d'un marché. Le régime indiqué est celui qui correspond au principal marché.

f) La politique annoncée officiellement par le pays est un régime de flottement indépendant ou dirigé. Dans le cas de la Jordanie, le taux de change est officiellement rattaché au DTS, mais il est *de facto* rattaché au dollar É.U. Pour Maurice, les autorités suivent de fait une politique de flottement indépendant, avec des interventions peu fréquentes de la banque centrale sur le marché des changes.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.1 (*suite*)
Régime de changes au 31 décembre 1999[a]

Régime des changes (nombre de pays)	Ancrage du taux de change			
Rattachement du taux de change à l'intérieur de bandes de fluctuations horizontales (6)[i]	*Dans le cadre d'un mécanisme de coopération MCE II (2)* Danemark Grèce		*Autres bandes de fluctuation (4)* Chypre Islande	 Libye Viêt-nam[f]
Systèmes de parités mobiles (5)[f]	Costa Rica Nicaragua* Turquie*			
Système de bandes de fluctuation mobiles (7)[f,j]	Israël Uruguay	Honduras* Pologne* Venezuela	Hongrie Sri Lanka*	
Flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change (27)				
Flottement indépendant (50)				

g) Le taux de change est basé sur une relation fixe par rapport au DTS, dans une marge de ± 7,25 %. Toutefois, une parité relativement stable étant maintenue par rapport au dollar É.U., ces marges ne sont pas toujours observées.

h) Les dispositions en vigueur entre les Comores et le Trésor français sont identiques à celles qui existent pour les pays de la zone franc.

i) Pour ces pays, la marge s'établit comme suit : Chypre (±2,25 %). Danemark (±2,25 %). Grèce (±15 %). Islande (±6 %)Libye (±77,5 %). et Viêt-nam (marge unilatérale quotidienne de 0,1 %).

j) Pour ces pays, la marge s'établit comme suit : Honduras (±7 %). Hongrie (±2,25 %). Israël (bande symétrique de 43 %). Pologne (±15 %). Sri Lanka (±1 %). Uruguay (±3 %) et Venezuela (±7,5 %).

k) On ne dispose pas d'informations pertinentes pour le pays indiqué.

l) Le Brésil applique un programme appuyé par le FMI.

Source : FMI (2000), *Rapport Annuel*, Washington, p. 153-154.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Objectif d'agrégats monétaires	Dispositions en vigueur pour le ciblage de l'inflation	Programme soutenu par le FMI ou autre programme monétaire		Autres dispositions
		Bolivie		
		Nicaragua*		
		Tunisie		
		Turquie		
Sri Lanka*	Israël*	Honduras*		
	Pologne*	Uruguay*		
Jamaïque[f]	République tchèque	Azerbaïdjan		Algérie[c]
Malawi		Cambodge[e]		Bélarus[c,e]
RDP lao[e]		Croatie		Burundi[c,e]
Slovénie		Kenya		Éthiopie[c]
		Mauritanie		Guatémala[c]
		République kirghize		Nigéria[c]
		Roumanie		Norvège[c]
		Tadjikistan		Ouzbékistan[c,e]
		Ukraine		Paraguay[c]
				RépubliqueDominicaine[c,e]
				République slovaque[c]
				Singapour[f]
				Suriname[f]
Colombie*	Australie	Albanie	Mongolie*	Afghanistan État
Corée*	Brésil[l]	Arménie	Mozambique	islamique d'[e,k]
Gambie*	Canada	Colombie*	Ouganda	Afrique du Sud[c]
Ghana*	Chili[c]	Corée*	Pérou*	Angola[c]
Guinée*	Nouvelle-Zélande	Gambie*	Philippines*	Congo, Rép. dém. du[c]
Guyana*	Royaume-Uni	Géorgie	Russie	Équateur[c]
Maurice[f]	Suède	Ghana*	Rwanda	Érythrée[c]
Mongolie*		Guinée*	Sierra Leone	États-Unis[c]
Pérou*		Guyana*	Soudan	Inde[c]
Philippines*		Haïti	Tanzanie	Libéria[c]
São Tomé-et-Príncipe		Indonésie	Tanzanie	Papouasie-Nouvelle-
Sierra Leone*		Kazakhstan	Thaïlande	Guinée[c]
Yémen, Rép. du*		Madagascar	Yémen, Rép.	Somalie[e,k]
		Mexique	du*	Suisse
		Moldova	Zambie[e]	

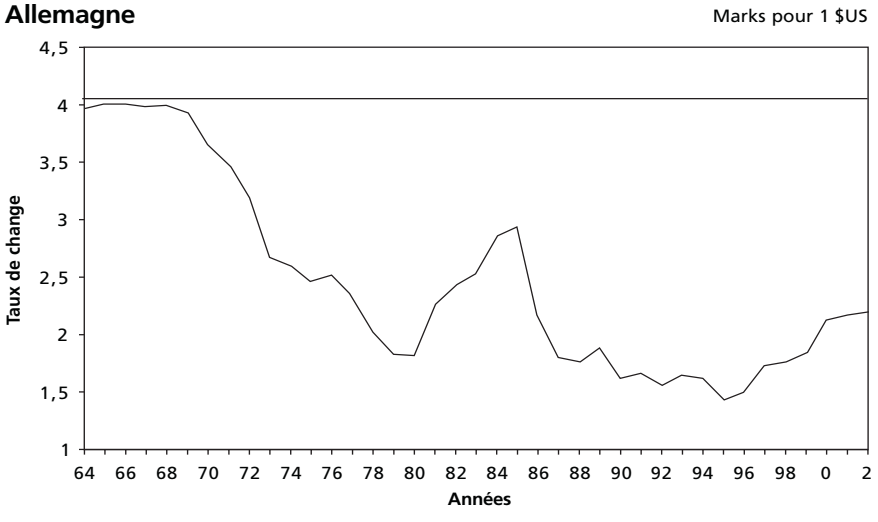
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1.1.2. Les mouvements des taux de change

La figure 2.1 illustre les mouvements des taux de change de certaines des principales devises depuis le début des années 1960, exprimés en variations de pourcentage de leur valeur nominale par rapport au dollar américain. Il est important de remarquer que ces devises ont été instables depuis la fin du régime fixe en 1971. On dit généralement que les diverses pressions sur le marché de change sont associées aux flux spéculatifs de capitaux dont le volume atteint des proportions sans précédent. À la suite de cette observation, examinons les mouvements des taux de change au cours des trois périodes qui ont suivi : 1959-1971, 1972-1981 et après 1982. Cette distinction de période n'est pas sans explication. En fait, la première correspond au système de Bretton Woods appelant à une fixité des taux de change. La seconde, de 1972 à 1981, voit la conjonction de deux événements majeurs : l'accord Smithsonian ouvrant la voie au régime flexible et les chocs pétroliers. La dernière période est marquée par les efforts de coordination des politiques économiques du G-7 dans le but de stabiliser les taux de change.

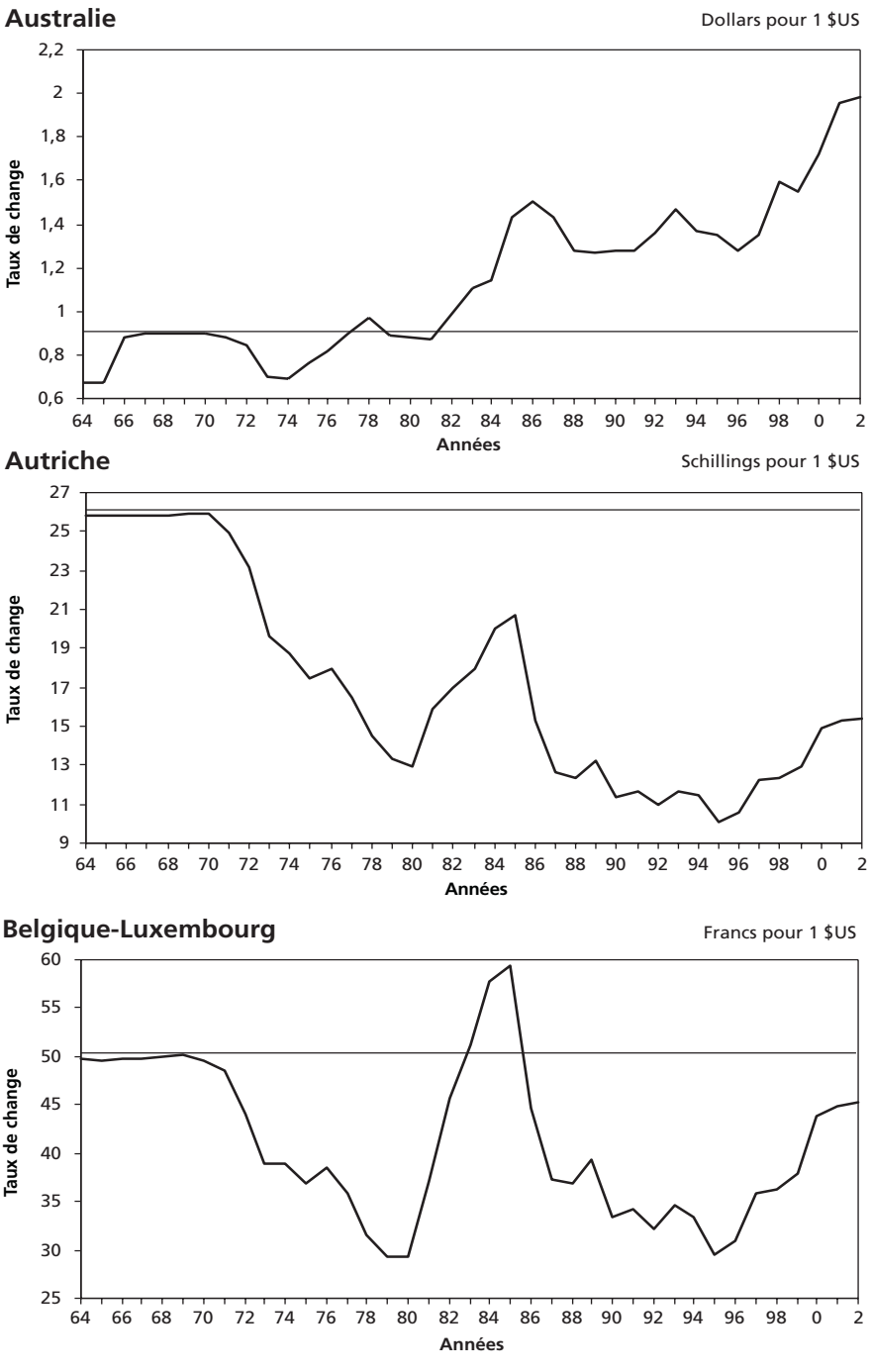
FIGURE 2.1
Évolution des taux de change – 1964-2002



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

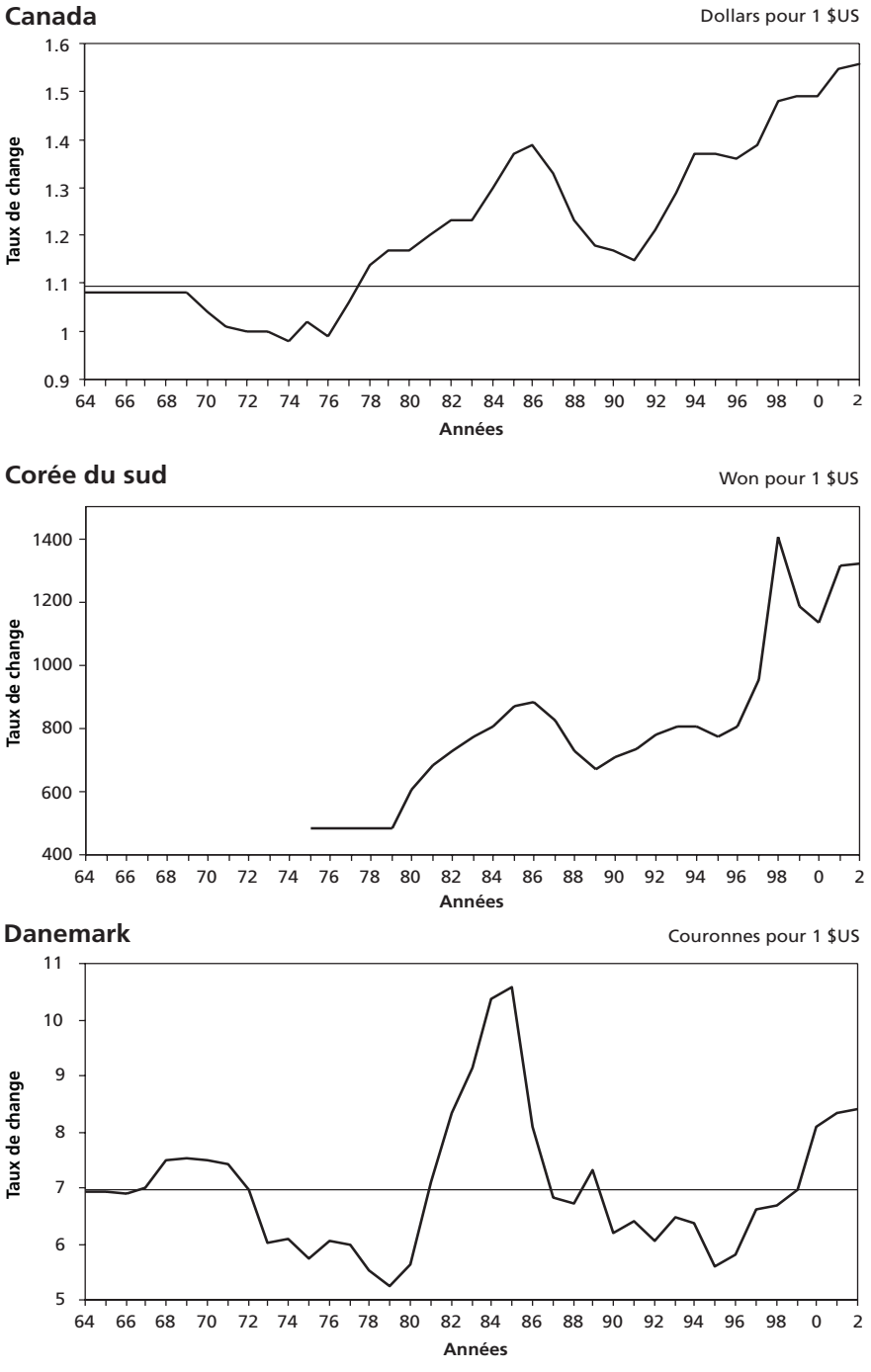
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

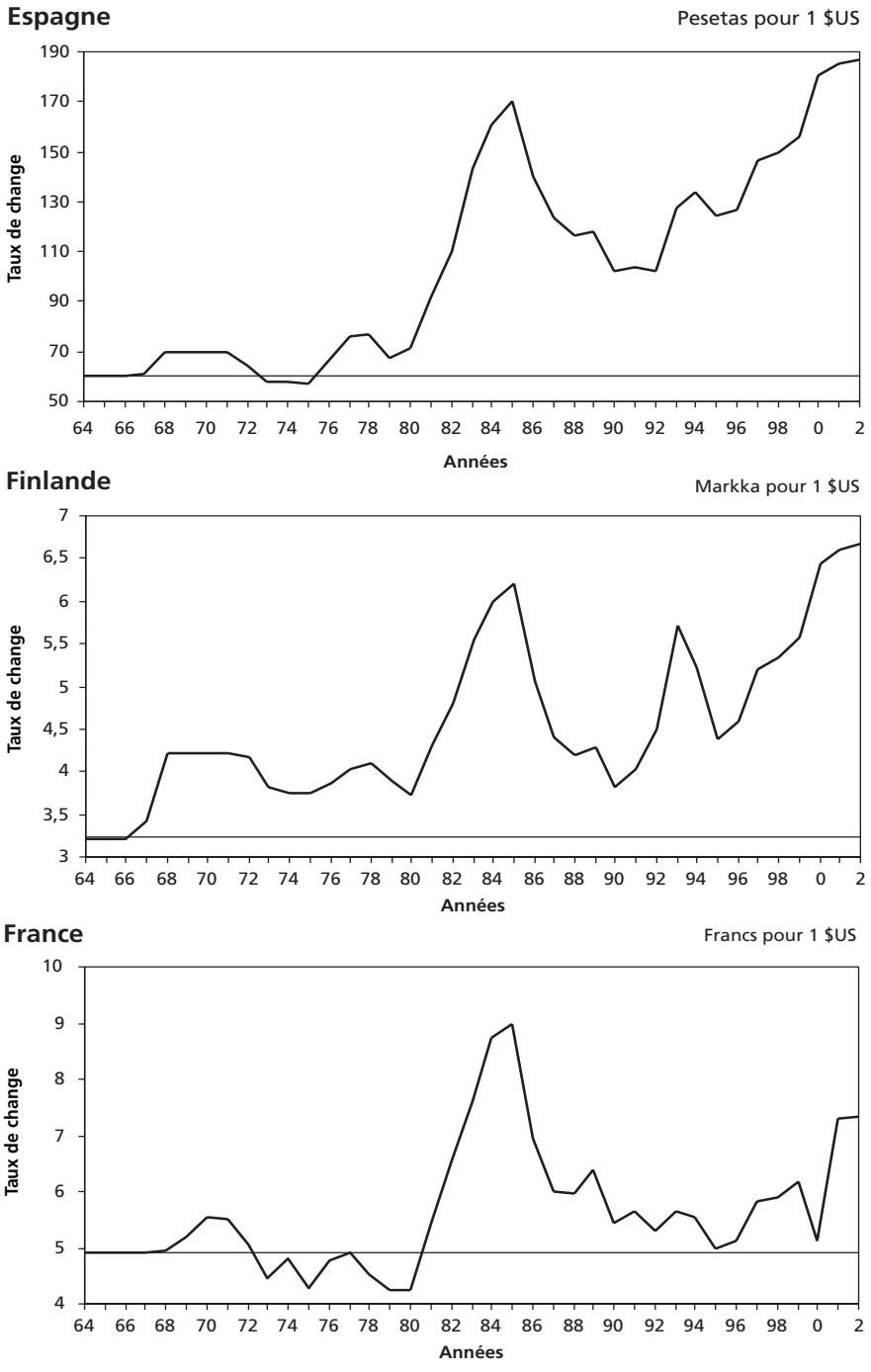
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

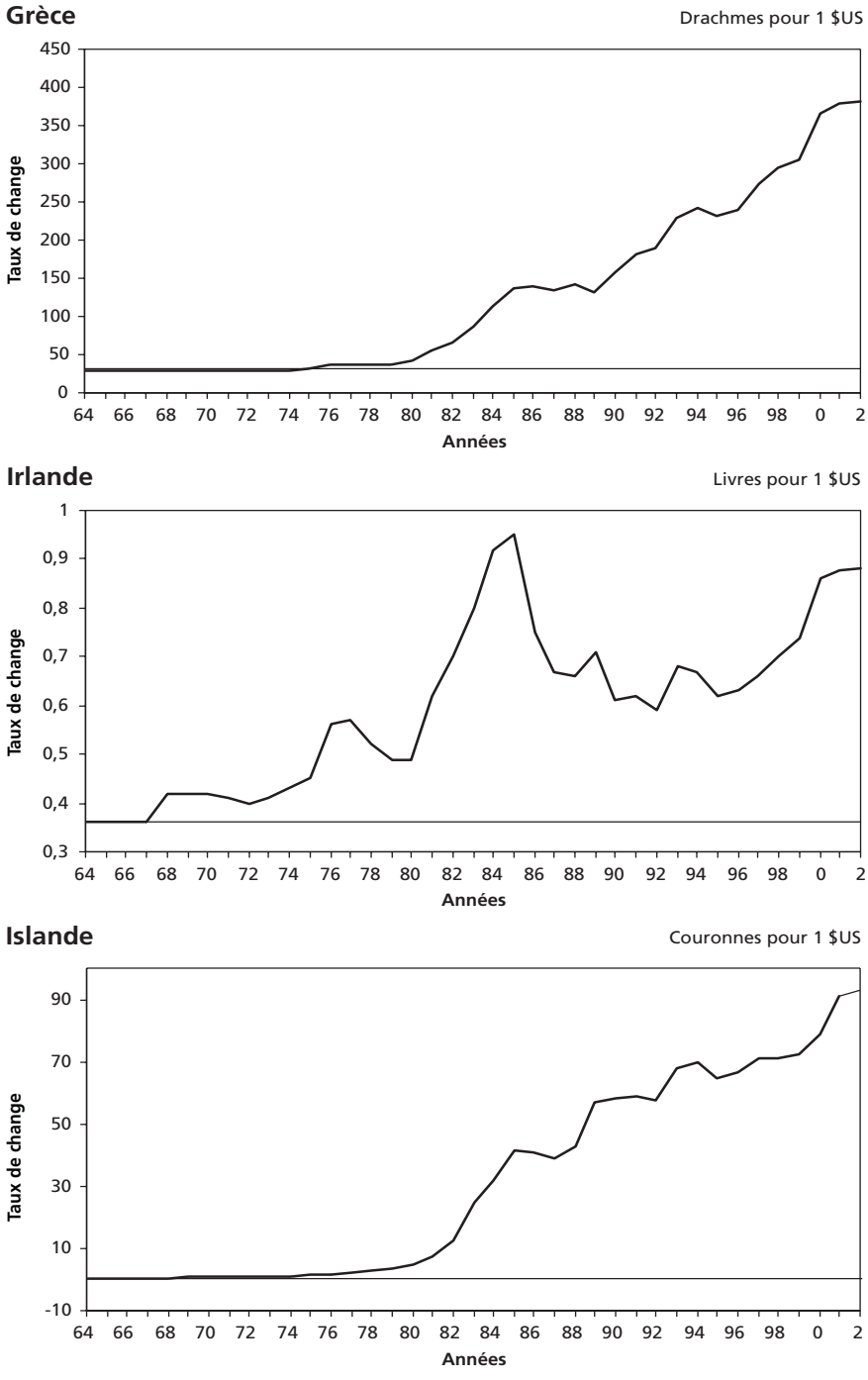
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

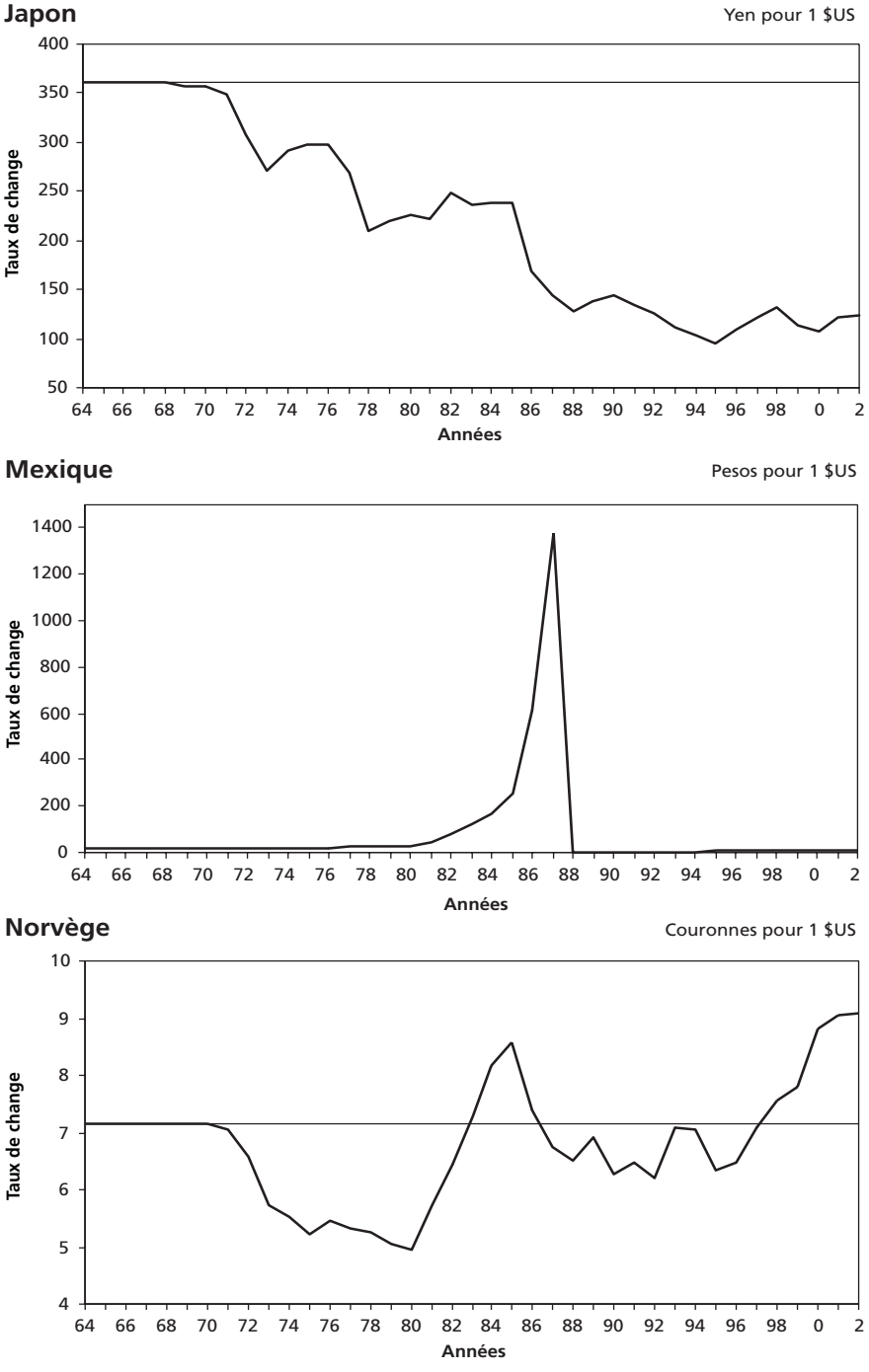
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

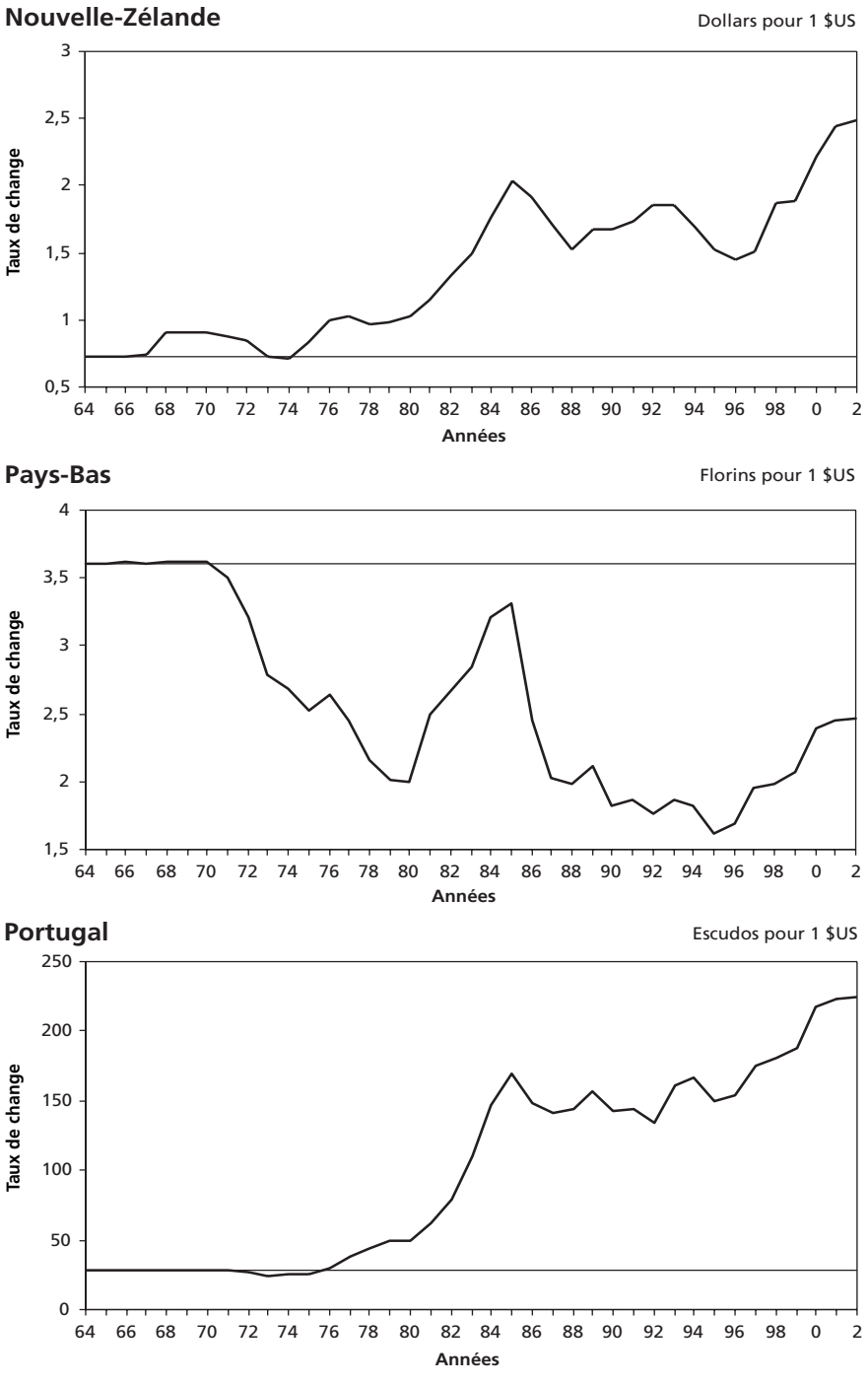
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

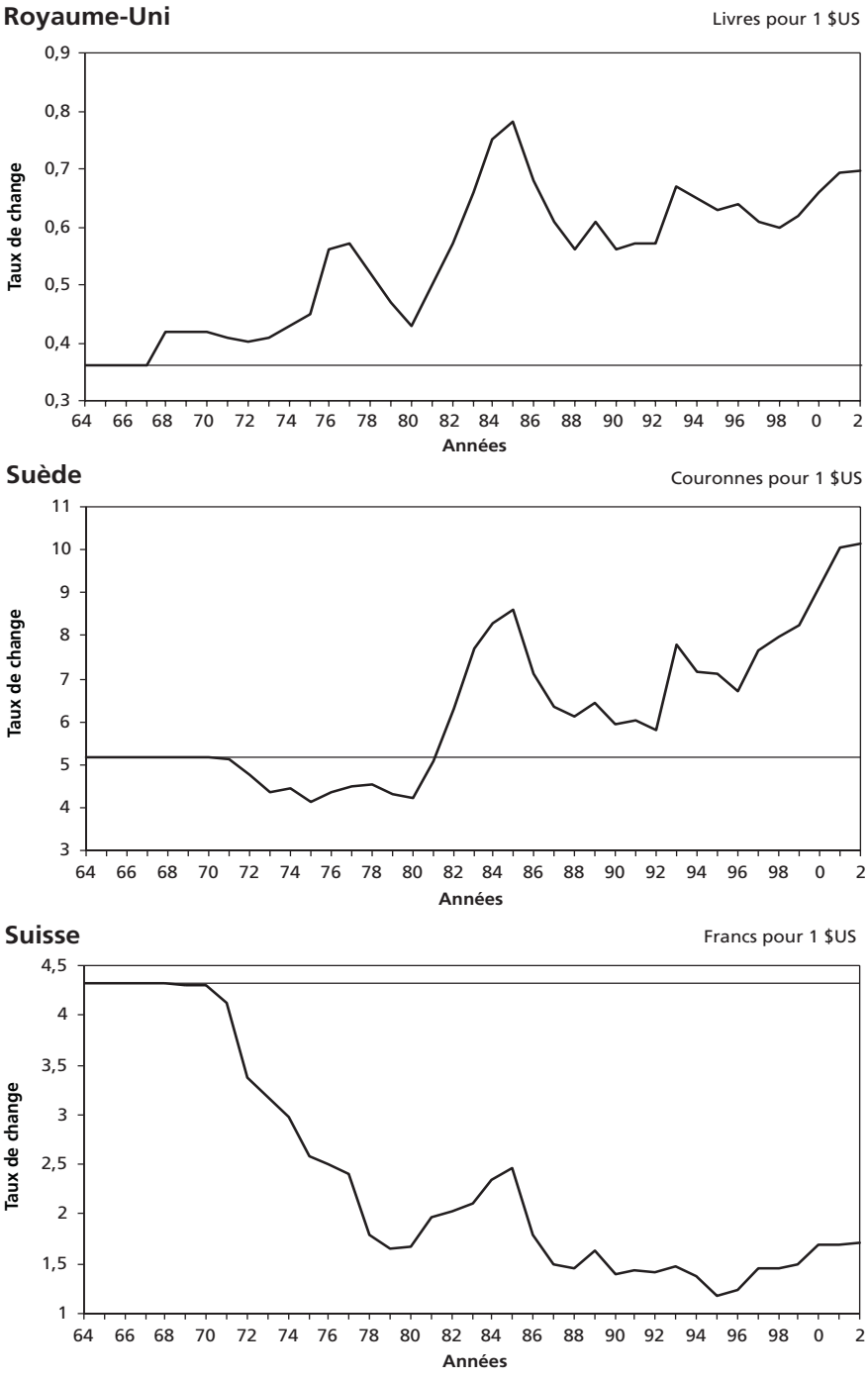
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

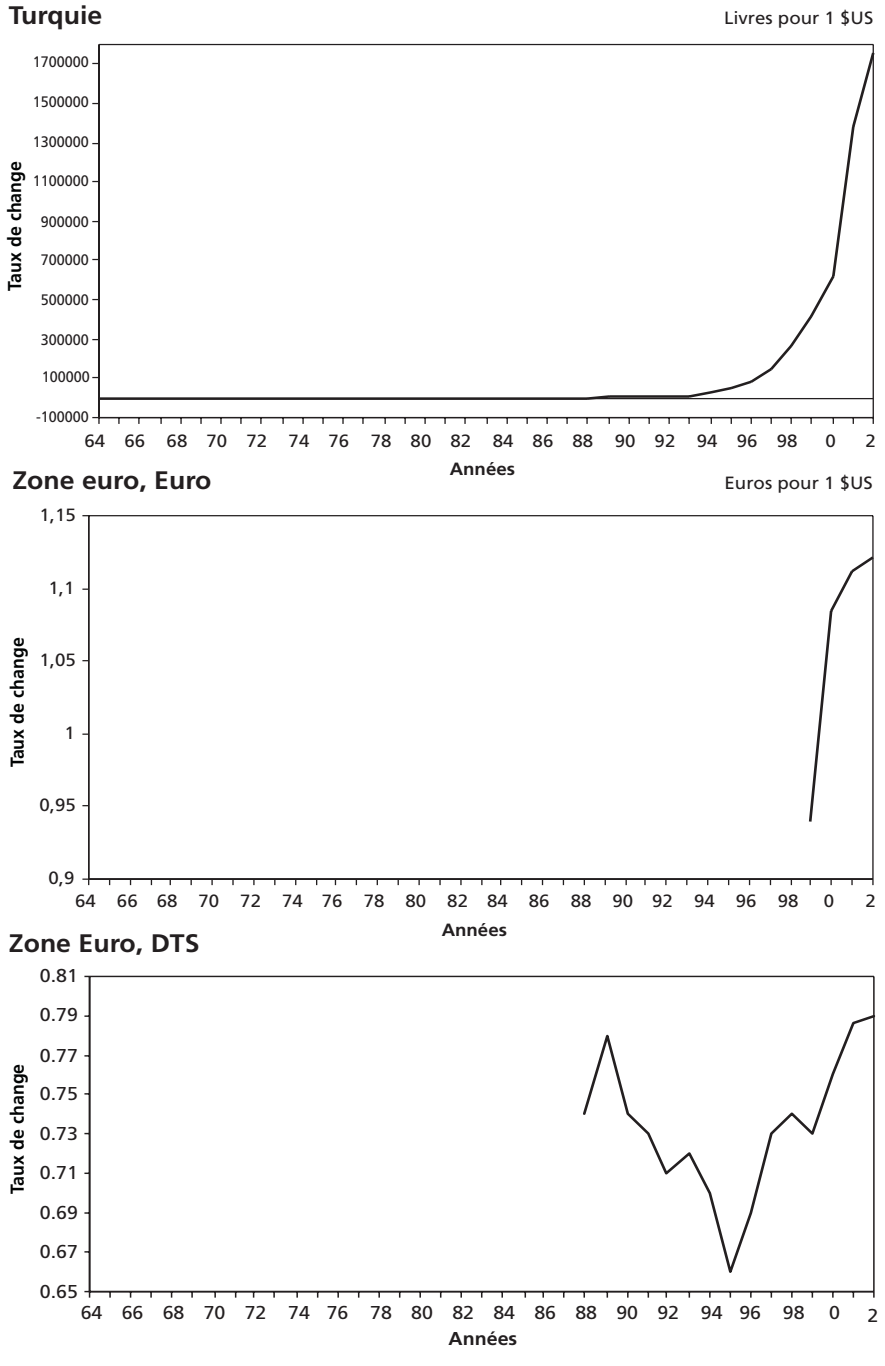
FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.1 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le système de Bretton Woods

De 1950 jusqu'au début des années 1960, la plupart des pays semblent suivre les règles du jeu établies par le système monétaire international du Bretton Woods par lequel les taux de change de la valeur nominale de chaque devise par rapport au dollar américain doivent être maintenus à l'intérieur de marges précises (±1 %). Ainsi, comme le démontre le figure 2.1, il n'y a pas de doute que le système du Bretton Woods a réussi, non pas en éliminant les fluctuations du taux de change, mais en les limitant. À la fin des années 1960, ces fluctuations ont pris de l'ampleur, et différentes devises européennes sont soumises à des pressions spéculatives. À cause des grèves de mai et juin 1968, le franc français est particulièrement faible, sa valeur contre le dollar décline de 4,95 $ à 5,20 $ en 1969 (FMI, 1969, p. 120-124). La Finlande, l'Espagne et l'Irlande voient toutes trois leur devise se déprécier en 1967, apparemment à cause de la lente croissance de l'économie.

La faiblesse du franc français contrastait avec la force du mark allemand, dont la valeur nominale s'apprécie de 3,99 en 1968 à 3,93 en 1969 et 3,65 en 1970. Ainsi que rapporté par le FMI (1969, p. 122) durant les années 1968 et 1969 :

> Les tendances de fluctuation des taux de change contre le dollar américain montre qu'il existe une grande différence entre, d'un côté, la livre sterling, le franc français, le franc belge, et plus tard, avec la lire italienne, qui témoigne d'une grande faiblesse ; et de l'autre, avec le mark allemand, les florins hollandais, le franc suisse, le dollar canadien et le yen japonais qui sont cotés à prime.

Examinons maintenant plus attentivement les fluctuations du dollar canadien. Un bref aperçu historique peut être utile avant d'aller plus loin. En tant que signataire des accords de Bretton Woods après la guerre, le Canada a maintenu un taux fixe de parité avec le dollar américain. En 1949, à la suite de la dépréciation de la livre sterling, le Canada a aussi dévalué sa monnaie à 0,95 $ pour 1,00 $ canadien. Mais cette dépréciation a été perçue comme démesurée par les opérateurs du marché, et la monnaie s'apprécie de nouveau. Pour contrer cette pression à la hausse, le Canada décide, avec l'accord du FMI, de faire flotter sa devise. Ainsi, entre 1950 et 1962, la monnaie canadienne a flotté, mais le taux a fluctué légèrement. La fin des années 1950 sera marquée par le règne du gouverneur de la Banque du Canada, M. J. Coyne qui adopte une politique monétaire restrictive, maintenant les taux d'intérêts relativement hauts au Canada, attirant de larges flux de capitaux des États-Unis et faisant apprécier la devise canadienne. Apparemment,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> *Coyne fit discours après discours durant les années 1959-1961 sur le danger de l'inflation et le besoin pour une politique monétaire restrictive. Il critiquait aussi les dépenses du gouvernement, des déclarations qui ne l'ont pas fait aimer des représentants du gouvernement.* (Ingrid, 1986, p. 277-278).

En dépit du changement à la direction de la politique monétaire canadienne après la démission forcée de Coyne, l'essence de son discours demeure. Effectivement, année après année, le gouverneur de la Banque du Canada soutient que le problème économique est dû à l'inflation et, évidemment, à la hausse de la dette publique. En 1961, le Canada abandonne la politique de taux flexibles et décide de garder la valeur de sa devise à un niveau précis, ce qui entraîne une baisse immédiate du dollar alors que les spéculateurs retirent leurs fonds des marchés canadiens en prévision d'une chute (Ingrid, 1986, p. 278).

En définitive, les fluctuations du taux de change canadien sont attribuables aux flux de capitaux dus aux transactions sur les titres. Les investissements étrangers au Canada augmentent de 9,3 milliards de dollars canadiens en 1949 à 28,8 milliards de dollars canadiens en 1962. Le taux de change connaîtra une crise en 1962, alors qu'il perd environ 5 % de sa valeur contre le dollar. Le dollar canadien est alors autorisé à flotter entre 0,9175 $US et 0,9325 $US jusqu'au 1er juin 1970 (Dunn, 1974, p. 468).

La fin des années 1960 amène la stabilité du taux du dollar canadien par rapport au dollar américain. Cela s'explique généralement par deux événements qui font contrepoids : d'importantes entrées de fonds pour l'investissement direct et une hausse importante des importations. Au début des années 1970, le renforcement prononcé du dollar canadien est attribué à plusieurs causes : *i*) les taux d'intérêts comparativement élevés, maintenus par la Banque du Canada et l'amélioration de la confiance à la suite de la décision d'exempter le Canada des mesures prises par les États-Unis pour restreindre la fuite de capitaux (FMI, 1969, p. 124)[2] ; *ii*) une balance du compte courant forte vers le milieu des années 1960, (Dunn, 1974, p. 472) ; *iii*) une entrée importante d'investissements directs étrangers américains (Pacte de l'auto, signé en 1965).

En fait, la valeur nominale du taux canadien diminue progressivement de 1,08 en 1969 à 0,98 en 1974, entraînant ainsi une appréciation, puisque les taux sont ici cotés en nombre de dollars canadiens

2. Ces mesures étant la taxe d'égalisation des intérêts de 1963, laquelle figure comme facteur explicatif de l'émergence des eurodevises à côté de l'asymétrie des réglementations des systèmes bancaires entre divers pays.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

requis pour acheter un dollar américain. Depuis le milieu des années 1960, la balance du compte courant canadien s'est améliorée. En 1970, elle commence une poussée remarquable qui aura pour résultat le surplus le plus élevé depuis 1952, totalisant 1,1 milliard de dollars canadiens. Ce raffermissement du dollar canadien sur les marchés de change rend plutôt difficile le maintien de la valeur nominale de 92,5. Ainsi que Dunn (1974, p. 472) l'écrit :

> La décision de faire flotter les taux plutôt que de choisir un nouveau seuil plus élevé était due à l'impossibilité de déterminer ce nouveau seuil tout en étant confiant de le maintenir.

Donc, le 1er juin 1970, le Canada décide de retourner au taux flexible. Il faut préciser que la décision du Canada de faire flotter sa devise arrive un an et demi avant l'accord Smithsonian qui met fin au système de Bretton Woods. Pour résumer, le taux Canada-États-Unis traverse une période de crise au début des années 1960, se stabilise au cours des six années qui suivent et augmente ensuite de 1969 à 1972.

Maintenant, la question à laquelle il faut répondre est : Comment le dollar canadien a-t-il fluctué par rapport aux devises autres que le dollar américain ? À la suite de la période de crise des années 1960, le dollar canadien s'est déprécié par rapport à la plupart des monnaies européennes et au yen. Ce qui surprend c'est que l'ampleur de cette dépréciation reflète la tendance contre le dollar américain. Par exemple, en 1962, le dollar canadien a perdu 5,5 % de sa valeur contre le dollar américain comparativement à 5,7 % contre la livre sterling, 6 % contre le mark, 5,6 % contre le franc français, 5,5 % contre la lire et 5,4 % contre le franc suisse. Durant la période de stabilité, de 1964 à 1967 (en référence au dollar américain), le taux canadien s'apprécia généralement par un faible pourcentage (moins que 1 %) par rapport à d'autres devises.

Dans la période tumultueuse de la fin des années 1960 et du début des années 1970, il y eut d'importantes fluctuations des taux de change. Durant cette période, la plupart des monnaies européennes se sont dépréciées par rapport au dollar américain. De la même façon, le dollar canadien était coté à prime contre la plupart des devises européennes, excepté le mark allemand, le franc suisse et la couronne suédoise. Aussi, l'ampleur de ces fluctuations est sans comparaison avec les fluctuations entre le dollar canadien et le dollar américain. À titre d'illustration, en 1968, le pourcentage de variation du taux de change canadien était de 0 % par rapport au dollar américain comparativement à 13 % à la livre sterling (à suite de la dévaluation de 1969) ; 0,2 % au mark ; 0,8 % au franc français ; 13 % à la livre irlandaise. En 1971, le pourcentage de variation était respectivement de 3,2 %, 1,3 %, –1,4 %, 2,9 % et 1,3 % pour les devises énumérées précédemment. Nous en concluons qu'entre 1967

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et 1971, la tendance de variation du taux de change canadien, par rapport au dollar américain ne prédit pas entièrement les fluctuations entre le taux canadien et les autres devises. Ce qui demeure évident est que l'on doit tenir compte des conditions spécifiques internes à chaque pays. Par exemple, l'appréciation de 13 % du dollar canadien par rapport à la livre sterling en 1968 était le résultat de la crise de la livre sterling à l'automne de 1967 après que le gouvernement britannique ait succombé aux pressions de la spéculation étrangère sur les marchés de change.

La crise du pétrole

La période qui a suivi immédiatement l'accord Smithsonian de décembre 1971 a donné lieu à une augmentation des tensions sur les marchés de change. En fait, ainsi que Marston (1988, p. 126) le mentionne, l'accord établit de nouveaux taux de change qui sont insoutenables. Ainsi, le réalignement du taux de change ne va pas assez loin en diminuant la valeur du dollar américain tel que souhaité par l'administration Nixon. En 1972, les devises de la plupart des pays de l'OCDE ont pris de la valeur par rapport au dollar américain. Il s'ensuivit une vente spéculative massive du dollar américain.

Le yen japonais est aussi demeuré fort à cause de la balance du compte courant du pays qui est élevée et positive. Il est bon de noter qu'au cours des dernières années de 1970, le mark et le yen se sont systématiquement appréciés contre le dollar américain. La livre sterling est demeurée faible à la suite des attaques spéculatives engendrées par la décision du gouvernement britannique de se retirer de l'entente de variabilité limitée de la Communauté économique européenne (le Serpent monétaire) (FMI, 1973, p. 3). Les crises du pétrole de 1973-1974 et 1979 combinées à l'agitation politique en Iran ravivent les préoccupations au sujet des pressions inflationnistes particulièrement aux États-Unis. L'incertitude de l'économie américaine et l'incapacité apparente des autorités d'adopter des politiques d'ajustement de leur balance des comptes internationaux sont fréquemment cités comme facteurs de la faiblesse du dollar américain pendant les années 1970. L'appréciation de la livre sterling observable de 1978 à 1980 est attribuée à la découverte et à l'exploitation du pétrole de la Mer du Nord et à la politique monétaire restrictive du gouvernement Thatcher[3]. La chute du dollar

3. Les découvertes de pétrole dans la Mer du Nord ont commencé au début des années 1970, mais la production a débuté à la fin des années 1970.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

américain contre la plupart des monnaies européennes et le yen japonais fut freinée par ce que Marston (1988, p. 101) appelle « le programme de défense du dollar de 1978 » :

> Suite à l'annonce d'un programme anti-inflation par le Président, le 24 octobre, un projet reçu avec scepticisme par les marchés financiers, les autorités ont vendu l'équivalent à presque un milliard de marks. Cependant, le dollar a baissé par rapport au mark de DM 0,813/$ à DM 0,72/$ durant les quatre jours de transactions qui ont suivi. De la même façon, le dollar a chuté par rapport au yen de ¥181/$ à ¥178/$. Contrairement au programme anti-inflation, le programme annoncé le 1er novembre était impressionnant. D'abord, la politique monétaire était restrictive : une hausse du taux d'escompte à un niveau historique de 9½ %… ».

On croit que cet élément important de la politique monétaire a permis la réussite du programme en freinant la chute du dollar. Au cours de la première moitié des années 1970, le compte courant canadien a bien performé. Pendant ces années, la demande d'exportation a augmenté dans les deux marchés, l'européen et l'américain. La force de la balance du compte courant fut suivie par un flux spéculatif de capitaux, en provenance des États-Unis surtout. Finalement, la Banque du Canada a maintenu une politique monétaire restrictive qui a résulté en des taux d'intérêts élevés, ce qui a entraîné une entrée importante de capitaux.

En 1974, pour citer Ingrid (1986, p. 282). « *everything came to a head* » et l'économie canadienne se prépare à une baisse. Plusieurs indicateurs économiques sont « dans le rouge » : crise de l'énergie, niveau record d'inflation, escalade des salaires[4]. Pour empirer les choses, au moins sur les marchés de change, une tentative de la Banque du Canada pour stimuler la demande conduit à l'adoption d'une politique monétaire extrêmement laxiste en 1974. Par la suite, la balance du compte courant canadien s'est détériorée, passant d'un surplus de 108 millions de dollars canadiens en 1973 à un déficit de 1,46 milliard en 1974, et chutant aussi bas que –5,0 milliard en 1979. Cette tendance dans le déficit du compte courant est surtout expliquée par les déficits importants dans le compte des intérêts et dividendes. Aussi, dans le compte des investissements directs étrangers, la situation a connu des changements drastiques quand les Canadiens ont commencé à investir plus à l'étranger que les étrangers n'investissent au Canada. La création de l'Agence de contrôle de l'investissement étranger (mieux connu sous son

4. Le changement dans le pourcentage de l'indice du prix des consommateurs passa de 7,6 % en 1973 à 10,9 % en 1974, 8,8 % en 1975.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

acronyme anglais FIRA) sera largement responsable de ce retournement. Pour toutes ces raisons, au milieu des années 1970, le Canada se retrouve dans une situation précaire essayant de contrôler les politiques domestiques (programme d'énergie, contrôle des prix et des salaires de 1975-1978, dette fédérale effrénée, etc.) tout en balançant les comptes internationaux. Par conséquent, durant cette période, le dollar canadien perdra de la valeur contre le dollar américain et d'autres devises importantes.

On peut observer que durant toute la sous-période de 1972-1981, on ne pourra établir de parallèle entre les fluctuations du taux canadien par rapport au dollar américain et sa valeur relative aux autres monnaies en termes de magnitude. En 1972, le taux canadien s'est légèrement apprécié par rapport au dollar américain, mais il s'est déprécié contre le mark, le franc français, la livre sterling et le yen. Quand le dollar américain s'est déprécié peu après l'accord Smithsonian, le dollar canadien a perdu de la valeur par rapport à la plupart des devises européennes et japonaise. Il est intéressant de noter que lorsque le dollar canadien dépréciait par rapport au dollar américain, il plongeait plus bas comparativement aux devises européennes. Ce fut le cas en 1973, 1975 et de 1977 à 1989. Les mouvements importants des taux de change pendant la période de 1972-1981 sont reliés à des différentiels significatifs d'inflation c'est-à-dire les pays qui étaient beaucoup plus élevés que dans la période 1960-71 (FMI, 1978, p. 34-35)[5].

Le régime de flexibilité dirigée des années 1980 et la suite

Au début de 1980, le principal élément sur les marchés de change sera la force du dollar américain attribuable aux politiques monétaires restrictives de la Réserve fédérale et à la politique fiscale largement déficitaire. Ceci résulte en une hausse précipitée des taux d'intérêts américains. Aussi, une des tendances lourdes à émerger de l'explosion de la dette dans les pays en développement sera l'augmentation des fuites de capitaux de différents pays comme le Mexique, le Venezuela, l'Argentine, le Brésil, l'Inde et l'Afrique du Sud ; la plupart de ces capitaux seront placés aux États-Unis. Ainsi que le FMI le fera remarquer : « La demande de dollars américains, en particulier, a été occasionnellement stimulée par le rôle traditionnel des États-Unis en tant que paradis pour les investisseurs financiers durant les autres périodes d'instabilité dans les autres

5. Les taux d'inflation des sept principaux pays industrialisés étaient en moyenne de 1,5 % en 1960-70 et 5,0 % en 1974-77.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

pays ». Les inégalités qui se sont développées dans l'économie mondiale depuis 1982 n'ont pas de précédent : elles ne peuvent être corrigées que par des variations de taux de change.

Ceci conduit à un engagement des ministres des Finances et des gouvernements de la Banque Centrale du G-7 à la rencontre de Versailles en mai 1982 à entreprendre une intervention coordonnée. Mais la nouvelle administration Reagan adopte une attitude passive. De 1981 à 1985, quand le dollar est de plus en plus surévalué, d'autres pays interviennent en vendant massivement leurs dollars américains (Hoffmeyer, 1992, p. 165-168). Cette argumentation mine la compétitivité américaine et contribue à un déficit incontrôlable du compte courant. Au début de 1985, le dollar s'est déprécié pendant un certain temps. Ainsi que Hoffmeyer (1992, p. 172) le rapporte : « Les commentateurs se posent la question à savoir si le dollar va atterrir en douceur ou en catastrophe ». Maintenant, la politique de coordination sur laquelle on s'est entendu à l'Hôtel Plaza à New York, le 22 septembre 1985 (voir chapitre 5) et plus tard, au Louvre en 1987, est conçue pour aider à stabiliser la valeur du dollar américain[6]. En dépit d'interventions fortement coordonnées, sommet après sommet, le dollar continue la chute commencée en1986, atteignant au début de 1995, les plus bas niveaux de son histoire vis-à-vis à la fois du mark allemand et du yen. Bien que les problèmes de la balance de paiement américaine soient responsables de cette dépréciation du dollar, le sentiment général veut que les récents mouvements des taux de change ne reflètent pas ce que l'on appelle les « fondements économiques » que nous verrons en détail au chapitre suivant.

Pour ce qui est de la structure du taux Canada-États-Unis, la figure 2.1 montre que le dollar canadien, comme d'autres monnaies, se dépréciera significativement pendant la période de 1981-1986. De la même façon, durant les années 1987 et 1991, nous observons la faiblesse du dollar américain par rapport au dollar canadien et à autres devises majeures. Depuis, le taux Canada-États-Unis accuse une tendance à la baisse évidente, contrairement au mark ou au yen. Cette dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain peut être expliquée par la chute de différentiel de taux d'intérêts à court terme, bénéficiant aux actifs en dollars américains et contribuant à une entrée importante et continue d'investissement étranger canadien aux États-Unis. En comparaison, durant la période 1981-1984, le dollar canadien s'est déprécié

6. L'accord du Plaza était conçu pour diminuer la valeur du dollar américain à travers un processus d'intervention internationale concerté et une politique de coordination. Par contre, l'accord du Louvre était conçu pour arrêter la chute du dollar américain.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

par rapport au dollar américain en même temps qu'il s'apprécie vis-à-vis de la plupart des principales monnaies européennes et le yen. Cette tendance de variations du taux canadien peut être observée pendant le reste des années 1980 et le début des années 1990.

La fin des années 1990 et le début de 2000 se caractérisent par une vigueur du dollar américain à l'égard de la plupart des devises et plus particulièrement de l'euro, monnaie introduite en 1999. Comme le rapporte la BRI (1999, p. 109) :

> L'instauration de l'euro a été précédée d'une année de convergence et de stabilité sur les marchés des changes européens. Durant les premiers mois de son existence, la nouvelle monnaie s'est affaiblie sous l'effet de facteurs conjoncturels. Elle est susceptible d'entraîner d'importantes modifications structurelles sur les changes, mais il est encore trop tôt pour déterminer dans quelle mesure elle sera utilisée comme monnaie de transaction, de réserve, de placement et d'ancrage.

Enfin, glissons quelques mots sur le taux de change effectif. Le taux de change effectif nominal est défini comme étant le rapport entre l'indice du taux de change moyen de la monnaie en question et la moyenne géométrique pondérée des taux de change des monnaies des principaux partenaires commerciaux. Il sert à évaluer si un monnaie s'apprécie ou se déprécie non pas par rapport à une devise particulière, mais par rapport à un ensemble de devises. L'indice du taux de change effectif réel est défini comme l'indice du taux de change effectif nominal ajusté des variations des prix ou des coûts de main-d'œuvre par rapport à ceux des principaux partenaires. Le FMI publie régulièrement ces indices de taux de change effectifs à partir de son modèle multilatéral des taux de change. L'OCDE publie aussi des données sur le taux de change effectif pour les pays de la zone dans son document sur « les perspectives économiques[7]. »

Cette brève revue de l'évolution des taux de change nous a permis de mettre en évidence certains des principaux facteurs explicatifs. Il ne s'agit maintenant que de les incorporer à un modèle théorique susceptible d'être utilisé à des fins prévisionnelles. Mais cette activité d'ordre explicatif sera aussi abordée après quelques précisions sur certaines principales caractéristiques du marché des changes à savoir : les intervenants, les types d'opération, et l'importance quantitative du marché.

7. Voir FMI *Statistiques financières internationales*, Annuaire, indices des taux de change effectifs réels.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1.2. Intervenants et opérations sur le marché des changes

Tous les pays ont une monnaie qui comporte un taux de change avec d'autres monnaies. Ces taux varient tous les jours, du moins depuis l'abandon du régime de parité fixe en 1971. Nous sommes sensibilisés au phénomène du taux de change quand vient le moment d'effectuer des voyages à l'étranger. Pourtant, notre demande de consommation implique quotidiennement des transactions d'échange de monnaies, par exemple, lorsqu'on achète des oranges de la Floride, on paie en dollars canadiens, mais l'agriculteur américain doit être remboursé en dollars américains. Le dollar canadien payé doit être converti quelque part en monnaie américaine. C'est le rôle du marché des changes (en anglais *Foreign exchange market* ou en abréviation Forex).

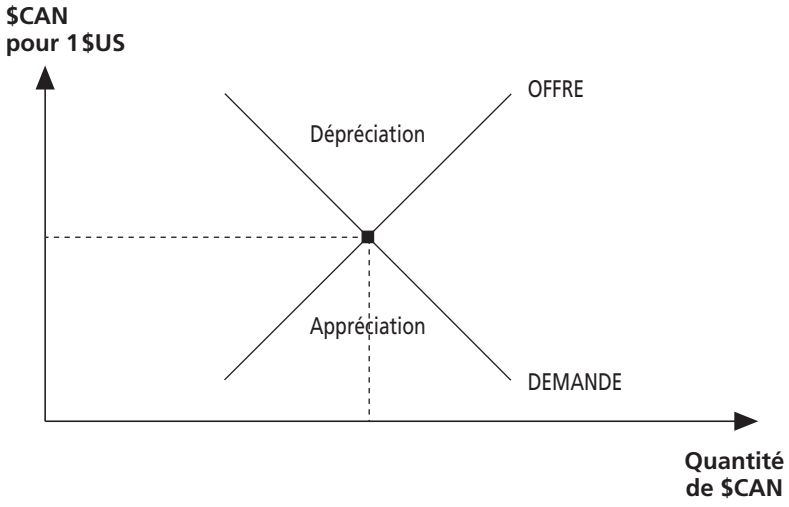
L'échange de biens et services entraîne une variation du taux de change, soit une appréciation, soit une dépréciation. La demande canadienne de produits américains implique une demande canadienne en dollars américains et vice versa. Si les Canadiens achètent plus de produits américains qu'ils ne vendent aux Américains de produits canadiens, la demande en dollars américains par les Canadiens sera plus élevée que la demande en dollars canadiens, forçant le dollar américain à s'apprécier. C'est le principe de la loi de l'offre et de la demande (figure 2.2). Une monnaie se déprécie (perd de sa valeur) lorsqu'il faut de plus en plus de monnaie d'un pays pour acquérir une même quantité de monnaie d'un autre pays. À l'inverse, une monnaie s'apprécie s'il faut moins de cette monnaie pour acquérir la même quantité de monnaie de l'autre pays. Le terme *dévaluation*, qui s'applique dans un régime fixe, se définit comme une diminution de la valeur officielle d'une devise. Le terme *dépréciation* s'applique dans un régime flexible.

Les opérations de changes sont concentrées à des places financières spécifiques, nommément : Londres, Tokyo, New York, Francfort, Zurich, reliées par un immense réseau de télécommunication. Comme le rapporte assez bien Leroux (1988, p. 41-42).

> Les transactions se font de façon informelle par téléphone avec confirmation par télex. Dès lors, un marché où la réputation des intervenants et la confiance réciproque jouent un rôle majeur. Un intervenant qui ne respecterait pas ses engagements verbaux serait vite exclu du marché, et ce, d'autant plus qu'un cambiste n'intervient pas de façon sporadique, mais transige continuellement durant une journée.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.2
Courbe de l'offre et de la demande de devises



En ce qui concerne les participants au marché des changes, l'approche d'analyse utilisée par Evans (1992, p. 125-134), nous paraît fort instructive et nous la reprenons brièvement. L'auteur classifie les participants en six groupes. Le premier groupe est constitué des investisseurs et des commerçants attirés pour des raisons de transactions commerciales et financières ou pour des motifs autres que purement « de marché de changes ». De fait, les exportateurs, les importateurs et les investisseurs passent par le marché des changes dans le but d'effectuer des transferts de fonds d'une place à une autre et d'honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs clientèles. Ce processus de transfert de fonds génère surtout des activités interbancaires de paiements de crédits.

Le deuxième et troisième groupes de participants représentent les courtiers (*brokers*) et les négociants (*dealers*). Ces deux groupes se distinguent du premier par leur motif d'intervention et l'opportunité de gain inhérent au marché des changes. Le négociant réalise son profit en achetant des devises à bas prix et en les vendant à un prix plus élevé. Plus les taux sont flexibles et plus les activités du négociant augmentent ; le contraire prévaut avec un régime de parité fixe. Les courtiers, qui peuvent être des banquiers ou des maisons de courtage, mettent en contact le vendeur et l'acheteur en échange d'une commission. On distingue le négociant de gros et le négociant de détail. Le négociant de gros se reconnaît par son haut volume de transactions (au-delà d'un million de dollars) et transige avec d'autres négociants (banques), des multinatio-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

nales et des banques centrales. La marge de profit[8] est très petite en raison de la forte concurrence sur ce marché de gros et du faible niveau de coûts des transactions impliquées. Quant au négociant de détail, il s'adresse principalement aux particuliers et bénéficie d'une marge de profit un peu plus élevée, mais généralement inférieure à 1 % de la valeur de la transaction.

Le quatrième groupe de participants au marché de change est constitué d'arbitragistes, dont les activités visent à dégager un bénéfice en tirant partie des seules imperfections du marché et en n'assumant aucun risque. Ce sont des opportunistes qui profitent de la divergence des prix sur divers marchés. Le cinquième groupe est celui des spéculateurs qui acceptent des positions sur des devises sans couverture. La spéculation sur le marché des changes est un jeu de somme nulle : le gain de l'un est la perte de l'autre. La spéculation ne crée donc pas la richesse et n'entraîne aucun effet multiplicateur, quoiqu'elle puisse être parfois utile à l'économie, comme nous le verrons bientôt.

Pour Lindert (1989), les cambistes, qui s'exercent au métier pour le compte des banques, sont une race à part. De l'avis de cet auteur

> Tout le monde spécule d'une façon ou d'une autre, mais quelques milliers de professionnels seulement font de la spéculation sur les changes leur gagne-pain. En 1983, le noyau de la profession se composait de cambistes des grandes banques [...] Il existe de bonnes raisons pour que les cambistes soient si peu nombreux. L'une est l'intensité capitalistique de ce métier particulier : il exige beaucoup d'argent, mais peu de décideurs. L'autre est la nature du travail lui-même. L'échange de devises par millions de dollars en une minute est une tâche harassante, du même type que celle des contrôleurs de la navigation aérienne ou des désamorceurs de bombes. Un cambiste doit aimer travailler sous pression et savoir accepter des pertes. Nombre de ceux qui s'y essayent ne tardent pas à avoir envie de faire autre chose. Un jour, un étudiant en économie visitait la salle des transactions sur devises d'une grande banque. Il demanda à un cambiste : « Combien de temps tient-on dans ce métier ? » Il reçut une réponse enthousiaste : « Oui, c'est un excellent métier pour des jeunes. »

8. La marge de profit est l'écart (*spread*) entre les cotes d'achat et de vente exprimé en pourcentage de la valeur moyenne de cotation. Par exemple, si la cotation d'achat et de vente du dollar canadien est 1,3005 – 1,3015, la marge est de 0,0010 (1,3015 – 1,3005) ou de 0,07 % (0,0010/1,3010). Avec un montant de 10 millions de dollars, il est possible de réaliser un profit de 7 000 dollars en quelques minutes seulement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Enfin, le sixième groupe de participants au marché de change réunit les banques centrales pour influencer les cours par le biais de la gestion de leurs réserves officielles. Les banques centrales sont considérées comme des acteurs périphériques, n'intervenant que pour rétablir un équilibre conforme aux objectifs macroéconomiques.

La diversité des intervenants sur le marché, l'importance numérique des transactions (gros, détail), les caractéristiques propres du marché (marché officiel, marché au noir) font en sorte qu'il ne peut y avoir une unité, mais plutôt un grand nombre de taux de change. D'abord, deux types de cotation sont souvent utilisés (certain et incertain). Le *certain* est la cotation de la monnaie nationale contre les devises étrangères, comme pour les Britanniques, 1 livre sterling = 1,41 dollar américain ou, pour les Canadiens, 1 dollar canadien = 0,628 dollar américain[9]. L'incertain est la cotation des devises étrangères en monnaie nationale. Nous avons jusqu'ici évoqué les types d'opération sur les marchés de change sans avoir offert une définition précise. On distingue trois principaux types : au comptant (*spot*), à terme (*forward*) et les swaps. À ces trois types s'ajoutent de plus en plus les options et les futures. Le taux de change au comptant (*spot rate*) « exprime le marché d'échange de devises livrables deux jours ouvrables après les transactions ». Les banques centrales se réfèrent plus souvent à ce taux pour intervenir sur les marchés. Le taux de change à terme (*forward rate*) se définit comme « le marché des échanges de devises livrables à une date ultérieure, mais déterminée et acceptée à l'avance ». Les échéances standards sont de 30, 60, 90, 180 jours et un an.

TABLEAU 2.2
Le marché des changes : cotation (vendredi, 1er février 2002)

Taux croisés

	Dollar canadien	Dollar américain	Livre sterling	Yen	Franc suisse	Euro
Dollar canadien	–	1,5907	2,2530	0,011893	0,9260	1,3705
Dollar américain	0,6287	–	1,4164	0,007477	0,5821	0,8616
Livre sterling	0,4439	0,7060	–	0,005279	0,4110	0,6083
Yen	84,08	133,75	189,44	–	77,86	115,24
Franc suisse	1,0799	1,7178	2,4330	0,012843	–	1,4800
Euro	0,7297	1,1607	1,6439	0,008678	0,6757	–

9. Les termes *certain* et *incertain* ne sont que le reflet d'un langage abusif puisqu'ils ne peuvent pas être véritablement pris dans leur sens commun. C'est une traduction inexacte des termes anglais *direct quotation* et *indirect quotation.*

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.2 (*suite*)
Devises étrangères
(montant de devise étrangère pour un dollar canadien)

Pays	Devise	$ CAN	Pays	Devise	$ CAN
Afghanistan	afghani	2986,11	Costa Rica	colón costa ricien	216,48
Afrique du sud	rand	7,2974	Côte d'Ivoire	franc CFA	478,63
Albanie	lek	89,14	Croatie	kuna	5,5081
Algérie	dinar algérien	48,10	Cuba	peso cubain	13,2017
Angola	réajusté kwanza	21,1479	Danemark	couronne danoise	5,4197
Antigua	dollar des Caraïbes orientales	1,6785	Djibouti	franc djiboutien	106,87
Antilles néerlandaises	florin des Antilles néerlandaises	1,1190	Dominique	dollar des Caraïbes orientales	1,6785
Arabie saoudite	riyal saoudien	2,3575	El Salvador	colón salvadorien	5,4988
Argentine	peso argentin	1,2353	Égypte	livre égyptienne	2,9044
Australie	dollar australien	1,2363	Émirats arabes unis	dirham des E.A.U.	2,3088
Bahamas	dollar des Bahamas	0,6287	Équateur	sucre	15716,35
Bahreïn	dinar de Bahreïn	0,2370	Estonie	couronne estonienne	11,42
Bangladesh	taka	35,83	Éthiopie	birr éthiopien	5,2681
Barbade	dollar de la Barbade	1,2510	Fidji	dollar de Fidji	1,4492
Belize	dollar du Belize	1,2384	Gabon	franc CFA	478,63
Bénin	franc CFA	478,63	Gambie	dalasi	10,9700
Bermudes	dollar des Bermudes	0,6287	Ghana	cedi	4526,31
Bhoutan	ngultrum	30,46	Gibraltar	livre sterling	0,4439
Bolivie	boliviano	4,3396	Grenade	dollar des Caraïbes orientales	1,6785
Botswana	pula	4,2795	Groenland	couronne danoise	5,4197
Brésil	real	1,5169	Guadeloupe	franc français	4,7863
Brunéi	dollar du Brunéi	1,1528	Guatemala	quetzal	5,0072
Bulgarie	lev	1,5169	Guinée-Bissau	franc CFA	478,6
Burkina Faso	franc CFA	478,63	Guinée équatoriale	franc CFA	478,63
Burma	kyat	4,3166	Guinée française	franc français	4,7863
Burundi	franc burundais	535,52	Guinée	franc guinéen	1235,31
Cameroun	franc CFA	478,63	Guyana	dollar guyanais	113,47
Cap-vert	escudo du Cap-Vert	75,31	Haïti	gourde	16,47
Chili	peso chilien	426,60	Honduras	lempira	10,0710
Chine	yuan	5,2031	Hong Kong	dollar de Hong Kong	4,9033
Chypre	livre chypriote	0,4211	Hongrie	forint	177,39
Colombie	peso colombien	1425,35	Îles Baléares	peseta	121,41
Comores	franc comorien	358,97	Îles de la Réunion	franc français	4,7863
Congo	franc CFA	478,63	Îles Canaries	peseta	121,41
Congo (rép. démocratique)	nouveau zaïre	208,7131	Îles Cayman	dollar des Îles Cayman	0,5155
Corée (nord)	won coréen	1,3830			
Corée (sud)	won coréen	822,03			

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.2 (*suite*)

Pays	Devise	$ CAN	Pays	Devise	$ CAN
Îles Falkland	livre des Îles Falkland	0,4439	Niger	franc CFA	478,63
			Nigéria	naira	71,82
Îles françaises du Pacifique	franc CFP	87,02	Norvège	couronne norvégienne	5,7198
Îles Salomon	dollar des Îles Salomon	3,6380	Nouvelle-Zélande	dollar néo-zélandais	1,5054
Inde	roupie indienne	30,46	Oman	rial omani	0,2420
Indonésie	roupie indonésien	6487,7	Ouganda	shilling ougandais	1078,1
Iran	rial iranien	1100,1	Pakistan	roupie pakistanaise	37,69
Iraq	dinar iraquien	0,1955	Panama	balboa	0,6287
Islande	couronne islandaise	64,36	Papouasie-Nouvelle-Guinée	kina	2,2860
Israël	nouveau sheqel	2,8846	Paraguay	guaraní	3033,3
Jamaïque	dollar jamaïquain	29,74	Pérou	nouveau sol	2,1855
Jordanie	dinar jordanien	0,4449	Philippines	peso philippin	32,19
Kenya	shilling du Kenya	49,36	Pologne	zloty	2,6325
Koweït		0,1932	Porto Rico	dollar américain	0,6287
Laos	kip	4854,06	Qatar	riyal qatarien	2,2885
Lesotho	loti	7,2974	Rép. centrafricaine	franc CFA	478,63
Lettonie	lats	0,3941	Rép. dominicaine	peso dominicain	10,3728
Liban	livre libanaise	951,5	Rép. tchèque	couronne tchèque	23,2715
Liberia	dollar libérien	0,6287	Roumanie	leu roumain	20179,8
Libye	dinar libyen	0,8235	Russie	ruble	19,3217
Liechtenstein	franc suisse	1,0799	Rwanda	franc rwandais	286,51
Lituanie	litas	2,5190	Saint Christophe	dollar des Caraïbes orientales	1,6785
Macao	pataca	5,0500			
Madagascar	franc malgache	4054,8	Sainte Lucie	dollar des Caraïbes orientales	1,6785
Malaisie	ringgit	2,3886			
Malawi	kwacha malawien	42,09			
Maldives	rufiyaa	7,40	Saint-Pierre et Miquelon	franc français	4,7863
Mali	franc CFA	478,63	Saint Vincent	dollar des Caraïbes orientales	1,6785
Malte	lire maltaise	0,2905			
Martinique	franc français	4,7863			
Mauritanie	ouguiya	166,44	Samoa (de l'ouest)	tala	2,1981
Maurice	roupie mauricienne	18,92			
Mexique	nouveau peso mexicain	5,7556	Samoa (américain)	dollar américain	0,6287
Monaco	franc français	4,7863	Sao-tomé-et-Principe	dobra	5630,85
Mongolie	togrog	692,78	Sénégal	franc CFA	478,63
Monserrat	dollar des Caraïbes orientales	1,6785	Seychelles	roupie seychelloises	3,5318
Maroc	dirham marocain	7,4172	Sierra Leone	Leone	1137,86
Mozambique	metical	14019,0	Singapour	dollar singapourien	1,1528
Namibie	dollar namibia	7,2974			
Népal	roupie népalaise	48,43	Slovaquie	couronne slovaque	30,95
Nicaragua	córdoba	8,7006			

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.2 (*suite*)

Pays	Devise	$ CAN	Pays	Devise	$ CAN
Slovénie	tolar	162,05	Trinité et	dollar de la	
Somalie	shilling somalien	1647,1	Tobago	Trinité-et-Tobago	3,8725
Soudan	livre soudanaise	162,6328	Tunisie	dinar tunisien	0,9393
Sri Lanka	roupie sri-lankaise	58,65	Turquie	livre turque	819764,9
Suède	couronne suédoise	6,7070	Tuvalu	dollar australien	1,2363
Suriname	florin surinamais	1369,52	Ukraine	hryvnia	3,3458
Swaziland	lilangeni	7,2974	Uruguay	peso uruguayen	9,0212
Syrie	livre syrienne	32,25	Vatican	lire italienne	1412,8
Taiwan	dollar taiwanais	21,94	Venezuela	bolívar	481,55
Tanzanie	shilling tanzanien	585,91	Viêt-nam	dong	9507,8
Tchad	franc CFA	478,63	Yémen	rial yéménite	108,98
Thaïlande	baht	27,68	Zambie	kwacha zambie	2590,1
Togo	franc CFA	478,63	Zimbabwe	dollar zimbabwéen	34,5445
Tonga	pa'anga	1,3820	droits de tirages spéciaux	DTS	0,5073

Source : *The Globe and Mail*, lundi 4 février 2002, page B11.

Le cambiste et le fonctionnement dynamique du marché des changes

NOM : Battisti
PRÉNOM : Laura
ÂGE : 30 ans
PROFESSION : Cambiste principal, Grandes entreprises, Banque de Montréal, 129, rue St-Jacques, 10e étage.

7 h 30 : Réunis autour d'une tasse de café, quelques cambistes de la Banque de Montréal reliés par téléconférence aux différentes équipes à travers le monde écoutent leur collègue de Tokyo : « Le dollar canadien est boudé. Ici, on n'aime pas beaucoup la tournure que prend le référendum. » « Les marchés européens ont aussi réagi pendant toute la matinée. Le dollar canadien a perdu 2 cents sur le dollar américain à l'ouverture. Pensez-vous que la Banque du Canada va intervenir ? » demande Londres. Laura Battisti prend des notes. Dans une demi-heure, elle va appeler ses clients pour leur dresser un portrait des tendances et discuter des stratégies à adopter pour la journée. Au bas de son ordinateur, les premières données économiques défilent. Le chômage a encore augmenté au Canada. La reprise économique américaine semble se concrétiser.

8 h 45 : les sonneries de téléphone se font plus pressantes dans la salle des cambistes. « J'ai besoin de 10 millions de deutsche marks », annonce un client. Laura Battisti demande au cambiste spécialisé

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

dans la devise allemande à combien elle se transige, et répercute l'information tout en y allant d'un petit commentaire. « Le mark risque de grimper. Je pense qu'il faut acheter maintenant. » « O.K. », lui répond-il. Elle fait signe au cambiste d'acheter. La transaction a pris moins de 30 secondes. Pendant les trois heures qui vont suivre, le téléphone va sonner en moyenne une fois toutes les deux minutes. Certains clients voudront prendre des positions dans une devise. D'autres, acheter des options et des contrats à terme. « C'est la période la plus intense de la journée. Londres étant ouvert jusqu'à midi, nous incitons les entreprises qui ont besoin de devises européennes à transiger le matin afin de profiter de la plus grande liquidité du marché.

En même temps, nous travaillons beaucoup sur la devise américaine avec New York et Chicago », explique-t-elle. Pour ajouter au brouhaha de la salle, des petits haut-parleurs situés sur le dessus des écrans retransmettent en direct les offres d'achat et de vente de courtiers en devises situés à New York et Toronto. Cela permet aux cambistes de connaître les tendances du marché en temps réel. « Les taux qui défilent sur nos écrans sont une indication, mais c'est loin d'être la bible. Le marché varie à chaque seconde à tel point que cinq minutes est considéré comme une position à très long terme pour un cambiste », souligne Laura Battisti.

12 h 00 : Londres ferme. Les téléphones se font plus discrets. Seuls les marchés nord-américains sont encore ouverts. Les transactions avec le dollar américain vont continuer tout l'après-midi. Laura Battisti, elle, met à profit cette accalmie pour rappeler ses clients, tous de grandes entreprises. Parfois, elle se déplace chez eux pour leur présenter des stratégies visant à contrer les effets négatifs des variations de taux de change.

17 h 30 : La journée se termine. Avant de partir, les cambistes communiquent avec le bureau de Toronto, ouvert 24 heures sur 24, pour laisser des ordres concernant telle ou telle position. Dans quelques heures, Tokyo ouvrira, puis Londres, puis Montréal. Laura Battisti quitte la salle... pour en rejoindre une autre, aux HEC où elle complète une maîtrise en finance. Pourtant, elle ne se plaint pas de cet excédent de travail. « Quand j'étais cambiste spécialisé dans la livre sterling en 1989, il n'était pas rare que je me fasse réveiller à 3 heures du matin parce que j'avais pris une position et que le marché était en ébullition à Tokyo. »

Source : *Magasine Affaires Plus*, février 1993.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Il importe de noter que le taux de change à terme peut différer du taux comptant futur. Par exemple, le taux à 30 jours, fixé maintenant, n'est pas nécessairement équivalent au taux de change qui prévaudra au 30e jour. Cette disparité entre le taux comptant et le taux à terme donne lieu au concept de prime ou d'escompte. On dit qu'une devise A se négocie à prime (*premium*) contre une devise B lorsqu'elle permet d'acheter davantage la monnaie B. On dit que la devise A se négocie à terme à escompte (*discount*) contre la devise B lorsqu'elle permet d'acheter moins de quantité de la monnaie B.

Les opérations de swaps consistent à acheter et à vendre simultanément une devise contre une autre, mais avec des dates de livraison différentes et déterminées d'avance. Par exemple, on achète au comptant des euros contre remise de livres sterling auprès d'une banque avec promesse de vente des euros pour des livres sterling dans un délai de 3 mois et selon un taux de change fixé aujourd'hui. Ainsi, la banque en question verrait ses réserves en euros d'abord diminuer, puis rééquilibrer par la suite. Le marché des swaps est surtout actif pour les monnaies les plus recherchées. Le souci d'éviter le risque de change justifie la pratique du swap, sans négliger non plus les opportunités de profits que ce processus peut lui-même entraîner.

Les futures et les options seront examinées au chapitre 3. Pour le moment, retenons qu'une *future* est un contrat à terme normalisé conférant le droit et l'obligation d'acheter ou de vendre des devises à une date prévue, à un taux de change fixé à l'avance. Il convient de souligner la distinction entre une future et un taux à terme (*forward*). Une option sur devise est un contrat qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre des devises à un taux fixé d'avance et à une date future spécifiée. Les contrats à terme et les options sur devises sont des instruments standardisés et souvent transigés sur des bourses organisées.

Le marché de changes bourdonne d'activités et enregistre une croissance constante. Le volume mondial quotidien des opérations de change, estimé à 590 milliards de dollars en 1989, passe à 1500 milliards en 1998 pour ensuite baisser à 1100 milliards en 2000 (tableau 2.3). Selon la BRI (2001, p. 105-107) et en complément à l'analyse précédente, trois principaux facteurs caractérisent l'évolution récente du marché des changes : l'avènement de l'UME, l'expansion rapide du courtage électronique sur les marchés interbancaires et le mouvement de concentration dans le secteur bancaire.

© 2001 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Sainte-Foy, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.uquebec.ca
Tiré de : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8

TABLEAU 2.3
Activité sur le marché des changes

	Transactions journalières, en milliards de dollars américains					Variation annuelle moyenne, en %	
	1989	1992	1995	1998	2000	1989-1998	1998-2000
Total	590	820	1 190	1 500	1 100	11	–14
Comptant	350	400	520	600	450	6	–13
Terme/contrats d'échange	240	420	670	900	650	16	–15

Source : BRI (2001), *Rapport annuel*, Bâle, page 105.

Sur le premier changement structurel :

> Le 1er janvier 1999, le regroupement des onze monnaies constituant l'euro a éliminé d'un seul coup environ 8 % des transactions mondiales, contraction qui n'a pas été contrebalancée ensuite par une progression dans le compartiment de l'euro. En 2000, la part de l'activité en euros vis-à-vis du dollar a été inférieure à celles des monnaies antérieures à Londres et Zurich, mais plus élevée à Francfort et Tokyo. Contre le yen, le négoce de l'euro est demeuré tout aussi faible que celui du mark allemand en 1998. Les transactions dollar/livre sterling semblent avoir augmenté ces dernières années aux dépens du couple euro/livre.

En ce qui concerne l'avènement du courtage électronique, il diminue la négociation directe ainsi que le courtage par téléphone, réduisant par le fait même le nombre de transactions et engendrant une baisse des écarts de cours acheteur-vendeur sur l'interbancaire. La troisième évolution structurelle que constitue la concentration dans le secteur bancaire a pour effet de réduire le nombre d'intervenants.

Sur chaque place financière, les opérations de change présentent des particularités distinctes, selon notamment les principales devises impliquées. Comme l'indique le tableau 2.4, alors que les opérations sont un peu plus diversifiées au Royaume-Uni et en Suisse, elles sont très concentrées en yen/dollar au Japon, et en euro/dollar en Allemagne. Notons que les banques opèrent sur le marché des changes d'abord comme intermédiaires au compte de la clientèle et ensuite pour leur propre compte. Les banques qui prennent des décisions de coter les devises pour fins d'achat ou de vente sont considérées comme des mainteneurs de marché, c'est-à-dire qu'elles font le marché (*market makers*).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.4
Transaction de change : composition par monnaie[1]

	Royaume-Uni		Japon		Allemagne		Suisse	
	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	Avril 2000
	Part (en %) dans le volume total local							
Euro[2]/dollar	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollar/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollar/livre	14	33	3	…	4	2	5	11
Euro[2]/livre	3	2	0	…	3	3	2	0
Euro[2]/yen	2	1	4	3	2	4	2	1

2000 : estimations officieuses.
1. Comptant, terme et contrats d'échange.
2. Avril 1998 : mark allemand.
Source : BRI (2001), *Rapport annuel*, Bâle, page 106.

1.3. La spéculation et la parité des taux d'intérêt

La variabilité des taux de change amène deux types de comportements : la couverture et la spéculation. La couverture est *l'absence de pari sur le taux de change* ; sa définition exacte est empruntée à Lindert (1989) et se lit comme suit : « Se couvrir contre un actif, ici contre une monnaie, consiste à s'assurer qu'on n'aura jamais une position créditrice ou débitrice nette en cet actif. » Pour y parvenir, on effectue les transactions au taux comptant et l'argent est placé dans la devise étrangère en attendant les jours de règlement des factures ; ou bien on recourt au marché de change à terme. Ainsi, si on doit obtenir 1 000 $US dans 3 mois, on peut acquérir cette somme aujourd'hui au taux de change courant (de 0,8570 $CAN), ou bien on convient avec un courtier de lui acheter 1 000 $US à un taux de change de 0,8660 $CAN. L'écart entre le taux de change et le taux comptant s'explique par un différentiel des taux d'intérêt : c'est la théorie de la parité des taux d'intérêt.

Illustrons ces propos à l'aide d'un exemple. Un investisseur dispose de 1 million de dollars. Il a le choix de le placer au Canada à un taux d'intérêt de 3 % sur une période de 3 mois (90 jours), ou aux États-Unis à un taux de 2 %, toujours pour 90 jours. Le taux de change au comptant est de 1,20 et de 1,22 à 90 jours[10]. Le montant placé au Canada rapporte

10. À noter que le taux de change ainsi défini est tel que si ce taux augmente la monnaie se déprécie et vice versa.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

30 000 $ d'intérêt (1 million × (1 + 3 %) – 1 million). Si placé aux États-Unis, le profit monte à 37 000 $ [(1 million/1,20) × (1 + 2 %)1,22]. Ainsi, il y a profit d'arbitrage si :

$$(1 + i_{us}) \cdot (e_{terme}/e_{spot}) \geq (1 + i_c), \tag{2.1}$$

où i_{us} = taux d'intérêt américain,

i_c = taux d'intérêt canadien,

e_{terme} = taux de change à terme ($CAN/$US),

e_{spot} = taux de change courant (*spot*).

La transformation de (2.1) donne :

$$e_{terme}/e_{spot} = (1 + i_c)/(1 + i_{us}), \text{ condition de parité ouverte.} \tag{2.2}$$

$$\text{Si, } i_c < i_{us} \Rightarrow (1 + i_c)/(1 + i_{us}) < 1 \Rightarrow e_{terme}/e_{spot} < 1. \tag{2.3}$$
$e_{terme} < e_{spot} \Rightarrow$ la monnaie se vend à prime.

$$\text{Si, } i_c > i_{us} \Rightarrow (1 + i_c/1 + i_{us}) > 1 \Rightarrow e_{terme}/e_{spot} > 1. \tag{2.4}$$
$e_{terme} > e_{spot} \Rightarrow$ la monnaie se vend à escompte.

L'équation (2.2) de parité couverte peut s'écrire :

$$(e_{terme}/e_{spot}) - 1 = (1 + i_c)/(1 + i_{us}) - 1, \tag{2.5}$$

$$(e_{terme} - e_{spot})/e_{spot} = (i_c - i_{us})/(1 + i_{us}),$$

$$(e_{terme} - e_{spot})/e_{spot} \simeq i_c - i_{us}.$$

Vu cette parité d'arbitrage, il s'avère impossible pour un petit pays d'avoir un taux d'intérêt indépendant. Les fonds se déplacent d'un endroit à l'autre pour des rendements plus élevés et sont sujets à la nécessité de se couvrir contre les fluctuations du taux de change.

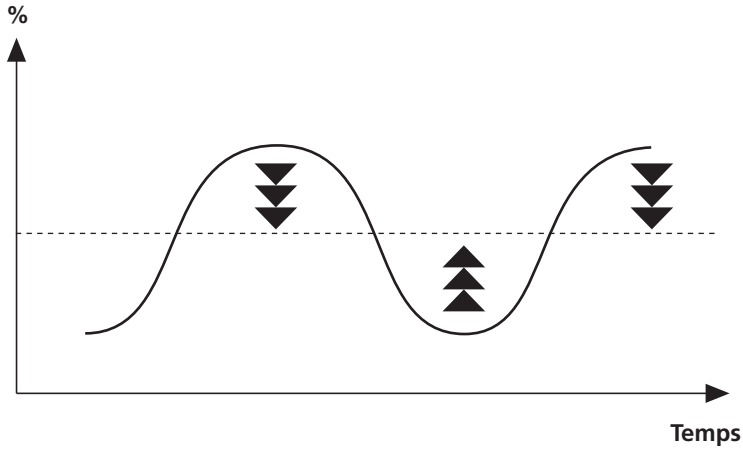
La spéculation se définit, en suivant Lindert (1989), comme « l'inverse de la recherche d'une couverture, c'est-à-dire le fait d'adopter une position créditrice nette (une position longue) ou une position débitrice nette (une position courte) en un actif d'une certaine catégorie, ici une devise étrangère ». L'auteur fait remarquer que la spéculation est un mot chargé d'images péjoratives et qu'elle est guidée par l'appât du gain. Les spéculateurs sur le marché des changes sont : les cambistes des banques, les compagnies d'assurance, les courtiers en valeurs mobilières, les compagnies productrices de biens et services, les consommateurs et, bien entendu, les banques centrales. En général, les détenteurs de capitaux sont les plus engagés dans les activités de spéculation sur devises, lesquelles requièrent d'énormes mises de fonds pour être rentables. L'existence de la spéculation et son importance confirmée sur les marchés financiers donnent lieu à une controverse à savoir si elle est stabilisante ou déstabilisante.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La spéculation sur une devise est stabilisatrice si elle ramène la valeur de la devise à un niveau presque constant (figure 2.3). Les amplitudes de variation de la devise ou du taux de change sont réduites par la spéculation selon le schème suivant : les spéculateurs achètent une devise lorsqu'elle se déprécie et la vendent quand elle s'apprécie. En d'autres termes, les spéculateurs achètent au plus bas et vendent au plus haut. La spéculation devient déstabilisatrice si elle renforce les amplitudes de variation des devises. Cette situation s'explique (figure 2.4) par la tendance des spéculateurs à vendre la devise dépréciée et à l'acheter appréciée. Cette stratégie de vente et d'achat est difficilement conciliable avec l'objectif de profit (selon Milton Friedman), car vendre au prix à la baisse signifie une perte de revenu. Or, comme les spéculateurs font de l'argent et investissent sur le marché, Friedman en conclut que la spéculation est stabilisatrice.

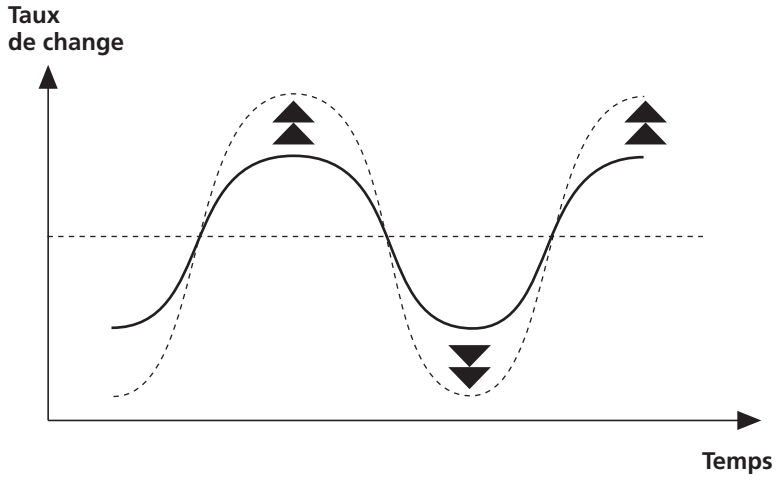
FIGURE 2.3
Spéculation stabilisante



Commentant la crise boursière du 19 octobre 1987, Galbraith souligne le caractère spéculatif des hausses des activités boursières sans rapport avec les performances réelles des entreprises et la santé de l'économie, de sorte qu'« *à un moment donné, sans que personne ne sache quand ni pourquoi, quelque chose déclenchera la position de retrait* ». Bref, le débat sur le rôle de la spéculation sur les marchés financiers ne s'éteindra pas de sitôt. Tournons notre attention sur les éléments explicatifs des taux de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.4
Spéculation déstabilisante



2. FACTEURS DÉTERMINANTS DES TAUX DE CHANGE

Pour comprendre les fluctuations des taux de change, il importe d'abord de se référer au rôle clé des banques centrales dont les règles d'intervention sont régies par le système monétaire international ou régional. Dans un régime de parité fixe, tel que le système de Bretton Woods, la valeur d'une monnaie nationale peut s'écarter de sa parité officielle sur le marché, faisant intervenir la banque centrale pour rétablir l'équilibre. Par exemple, lorsqu'en 1961 le gouvernement canadien décida de retourner au régime fixe, il décida de dévaluer sa monnaie en optant pour la parité 0,925 $US pour 1 $CAN.

Marché de changes ou jeu de casino

Le marché à terme offre également une option supplémentaire aux spéculateurs. Si un spéculateur pense qu'il a une assez bonne idée de l'évolution future du taux de change au comptant, il lui est facile de parier sur cette idée en utilisant le marché à terme. En réalité, c'est tellement facile que le spéculateur peut même parier avec de l'argent qu'il ne détient pas.

Pour illustrer ce point, supposons que vous soyez convaincu que la livre sterling, qui vaut 1,1740 dollar en mars, fera le plongeon et ne vaudra plus que 0,70 dollar en juin. Peut-être pressentez-vous une

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

crise politique et économique en Grande-Bretagne que d'autres ne voient pas. Vous pouvez réaliser un gain énorme en utilisant le marché à terme. Contactez un courtier en devises et mettez-vous d'accord pour vendre 10 millions de livres au taux de change à terme de 90 jours qui prévaut alors, soit 1,1623 dollar. Si le courtier croit dans votre capacité d'honorer votre engagement à terme en juin, vous n'aurez même pas besoin de sortir le moindre argent en mars. Il vous suffira de signer le contrat à terme. Comment pourrez-vous disposer de 10 millions de livres en juin ? Comme vous savez qu'une crise pointe à l'horizon, vous n'avez aucun souci à vous faire. Reposez-vous. Prenez des vacances de trois mois à Hawaï. De temps à autre, abandonnez la plage sans vous presser pour jeter un coup d'œil sur les journaux et constater que la livre plonge, comme vous l'aviez prévu.

Deux jours avant la date de dénouement du contrat, en juin, vous pourrez, sans difficulté, récolter le fruit de vos efforts : montrez à une banque que vous avez un contrat à terme signé par un malheureux courtier qui s'engage à vous verser 11,623 millions de dollars contre vos 10 millions de livres dans deux jours. Comme la livre s'est effondrée jusqu'à valoir 70 cents sur le marché au comptant, le banquier sera heureux d'accepter votre contrat en guise de nantissement et vous prêtera 7 millions de dollars. En cédant au banquier un intérêt minime, vous utiliserez vos 7 millions de dollars pour acheter 10 millions de livres, que vous échangerez immédiatement contre les 11,623 millions de dollars qui vous étaient garantis, avec un gain net de 4,623 millions de dollars pour un effort de quelques minutes et une grande capacité à voir loin. Si vous êtes plus habile que les autres sur le marché, vous pouvez devenir riche en utilisant un instrument bien commode : le marché à terme.

Mais il se peut que votre spéculation ait un résultat tout différent. Supposons que vous vous soyez trompé. Supposons que les perspectives en Grande-Bretagne s'améliorent énormément entre mars et juin. Supposons que le mois de juin venu, le taux de change au comptant de la livre soit passé à 1,70 dollar. Vous devez maintenant trouver 17 millions de dollars pour acquérir les 10 millions de livres que vous avez promis de rendre en échange de 11,623 millions de dollars seulement. Il n'est pas besoin de beaucoup de calculs pour comprendre ce que cela signifie pour votre richesse personnelle. Il est temps de revoir votre mode de vie.

Source : Peter Lindert, *Économie internationale*, Paris, Economica, 1989, p. 439-442.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La Banque du Canada estimait que cette dévaluation était plus que suffisante pour court-circuiter les anticipations des spéculateurs. Erreur de jugement puisque, sur le marché canadien, le dollar canadien se dépréciait davantage, au point que la Banque du Canada dut relever les taux d'intérêt pour soutenir la parité officielle du dollar. Ainsi, les banques centrales influencent le taux de change par l'offre de la monnaie domestique, autant dans un régime fixe que dans un régime flexible. Le taux de change étant l'indicateur de prix d'une monnaie nationale par rapport à une autre monnaie, il n'échappe pas au cadre analytique de l'offre et de la demande. Dans l'espace « prix-quantité », il existe un équilibre de marché qui est mouvant, réagissant aux déplacements des courbes. La suite du chapitre vise à examiner les facteurs à la base de cette permutation d'équilibre.

2.1. Les modèles économiques

2.1.1. Théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

McKinnon (1979), dans son traité sur la PPA, estime qu'« il est commode de prendre comme point de départ la conception selon laquelle les monnaies nationales ont des pouvoirs d'achat, en termes de biens et services réels, qui tendent à s'égaliser ». C'est l'hypothèse d'arbitrage complet sur le marché des biens commercialisables amenant une relation prévisible entre les niveaux des prix et des taux de change.

Plus précisément, cette théorie (associée à l'économiste suédois Gustav Cassel, 1918), prédit qu'une monnaie se dévalue de la même ampleur que la hausse du niveau des prix du pays, en comparaison de celle des autres pays. Deux versions de cette théorie sont présentées : version absolue et version relative (McKinnon, 1979 ; Baillie et McMahon, 1989 ; Anne Krueger, 1983 ; Lindert, 1989).

Définissons par e_t le taux de change à la période t, par P_t le niveau général des prix domestiques et par P^*_t le niveau général des prix dans le pays étranger (pays avec lequel le taux de change est défini). Alors, la PPA dans sa version absolue stipule :

$$e_t = (P_t/P^*_t). \tag{2.6}$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

24 heures dans la vie du dollar

Le dollar monte. Le dollar baisse. Qu'est-ce qui le fait fluctuer ? Quel impact cela a-t-il sur les taux d'intérêts ? Intrusion dans la vie privée du huard.

Vendredi 25 septembre 1992. Une étude de la Banque Royale du Canada prévoit les pires calamités advenant la victoire du NON au référendum du 26 octobre. La nouvelle fait l'effet d'une bombe sur les places financières internationales. Les cambistes japonais et européens, qui ont eu toute la fin de semaine pour digérer la nouvelle, attaquent la journée du lundi en lion. En une seule journée, le huard perd 1/2 cent sur la devise américaine pour clôturer à 80,15 cents américains. Le même jour, Brian Mulroney déchire l'entente constitutionnelle devant ses partisans de Sherbrooke. La photo fait le tour du monde. Le lendemain matin, pour la première fois depuis cinq ans, le dollar canadien se transige sous la barre des 80 cents américains. Pendant toute la journée, il jouera au yoyo pour finalement clôturer de peine et de misère à 80 cents américains. Le jeudi, la Banque du Canada vient à sa rescousse en faisant passer d'un seul coup le taux d'escompte de 5,69 % à 7,62 %, du jamais vu depuis la création de l'organisme en 1935. Rien n'y fait. Le lendemain soir, le huard glisse pour de bon sous la barre des 80 cents américains.

Il aura fallu une semaine pour que le dollar canadien subisse la loi du marché des changes. Il peut toujours se consoler en se disant qu'il s'est mieux défendu que sa consœur la livre sterling mise K.O. le 16 septembre 1992, en l'espace de quelques heures...

Bienvenue sur le marché des changes, le marché le plus liquide de la planète. Au Canada, il se transige chaque jour des devises pour un montant de 27,5 milliards de dollars. Un chiffre qui peut paraître colossal, mais des « pinottes » comparé au volume mondial des opérations sur devises. Car c'est l'équivalent de 1 250 milliards de dollars en marks, yens, livres sterling, francs suisses, dollars américains et canadiens, etc., qui changent de mains quotidiennement sur les grandes places financières du monde, 24 heures sur 24. Quand Montréal ferme, l'Australie ouvre, suivie du Japon, puis de l'Europe.

La devise ne dort pas. Pire, il n'y a pas plus infidèle qu'elle. Elle découche à la moindre occasion, passant d'un portefeuille à l'autre sur un simple coup de téléphone. Adulée un jour, elle est bradée le lendemain par des maîtres sans scrupule. Et pourtant, on ne peut s'en passer.

Source : *Magasine Affaires Plus*, février 1993.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les conditions suffisantes pour garantir cette équivalence sont :

i) tous les biens sont parfaitement échangeables avec des coûts de transport nuls ;

ii) il n'existe pas de tarifs douaniers ou d'autres barrières artificielles au commerce extérieur, telles que les contrôles des changes ;

iii) les biens intérieurs et étrangers sont parfaitement homogènes pour chaque catégorie de marchandises.

L'équation (2.6) exprime l'hypothèse de la loi du prix unique, c'est-à-dire que le prix d'un bien en une monnaie est égal au prix de ce bien en une autre monnaie. Cette relation indique que si, par exemple, P_t augmente de 10 %, alors que P^*_t demeure fixe ; le taux de change e_t se relève également de 10 % (une dévaluation).

La PPA relative établit une équivalence entre la variation en pourcentage du taux de change et l'écart inflationniste entre deux pays.

$$[(e_{t+1} - e_t)/e_t]\,\% = \pi - \pi^*, \tag{2.7}$$

où π = taux d'inflation domestique,

e_t = taux d'échange à la période t,

e_{t+1} = taux d'échange à la période $t + 1$,

* = indique le pays étranger.

L'équation (2.7) résulte de la transformation de (2.6). En effet, au point de départ (t), on a : $e_t = (P_t/P^*_t)$, et (à $t + 1$) on obtient : $e_{t+1} = (P_{t+1}/P^*_{t+1})$. Si π et π^* expriment le taux d'inflation, alors :

$$P_{t+1} = P_t(1 + \pi)\,;\; P^*_{t+1} = P^*_t(1 + \pi^*), \tag{2.8}$$

$$P_{t+1} = P_t(1 + \pi) = e_t P^*_t(1 + \pi).$$

$$P_{t+1} = e_{t+1} \times 1P^*_{t+1} = e_{t+1}P^*_t(1 + \pi^*). \tag{2.9}$$

En combinant (2.8) et (2.9), et après simplification, on obtient :

$$e_{t+1}/e_t = (1 + \pi)/(1 + \pi^*), \tag{2.10}$$

$$(e_{t+1} - e_t)/e_t = (\pi - \pi^*)/(1 + \pi^*) \simeq \pi - \pi^*,$$

$$(e_{t+1} - e_t)/e_t \simeq \pi - \pi^*.$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

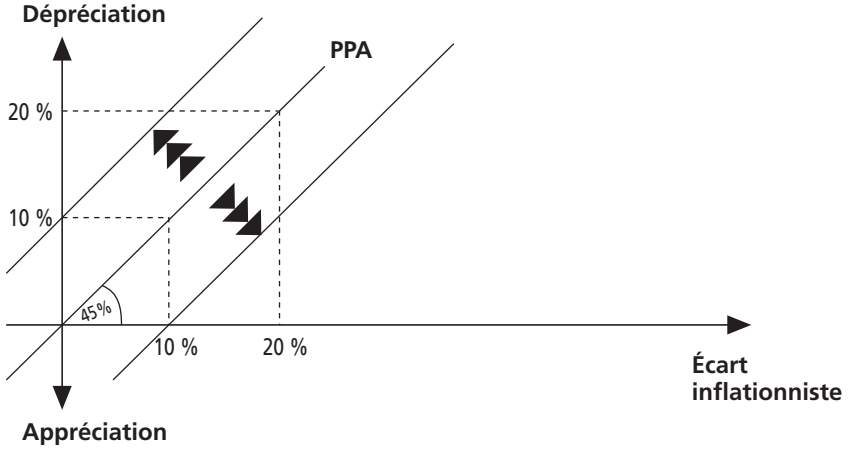
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La courbe de la PPA (figure 2.5) est la ligne bissectrice passant par l'origine. Mais elle peut se déplacer vers le haut ou vers le bas, dépendamment des changements de l'économie. Un pays découvrant du pétrole, le mettant en valeur, verrait l'effet inflationniste défavorable sur son taux de change partiellement compensé par l'entrée de capitaux ; d'où le déplacement de la PPA vers le bas. Une augmentation sensible de la productivité aurait le même effet sur la PPA alors qu'une baisse de productivité la ferait au contraire remonter.

Les conditions énumérées par McKinnon, citées plus haut, sont nécessaires pour la pertinence de la PPA. Lorsque la dimension du secteur externe est réduite, quand certains biens ne sont pas échangeables, le pays est moins sujet aux chocs de prix internationaux. La condition de produit homogène vise à écarter la possibilité de discrimination des prix par rapport aux caractéristiques des produits. De façon générale, lorsqu'il y a une source monétaire dans le déséquilibre de la balance des paiements, la PPA s'avère utile pour la prédiction du taux de change.

La PPA s'adapte assez mal aux chocs structurels et est peu fiable pour des prévisions à court terme. Aussi, il faut souligner des problèmes de définition et de mesure des indices de prix, lesquels sont variables selon les pays. L'écart inflationniste devrait-il être mesuré par l'indice du PNB, des prix à la consommation (IPC), des prix de vente (IPV) des secteurs marchands ? Dans l'hypothèse où l'on retient l'IPC, devrait-on s'assurer que sa mesure implique le même panier de biens d'un pays à un autre ? Autant de facteurs qui limitent la pertinence de la PPA.

FIGURE 2.5
Courbe de la PPA



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.5
Croissance de la masse monétaire (M_1) et de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans certains pays du monde

	M_1				IPC			
	1981	**1991**	**1995**	**1999**	**1981**	**1991**	**1995**	**1999**
Pays Industrialisés								
Canada	–0,5	4,4	10,2	11,3	12,5	5,6	12,2	1,7
États-Unis	4,9	8,6	–0,9	10,4	10,3	4,2	2,8	2,2
Japon	10,0	9,5	13,1	11,7	4,9	3,3	–0,1	–0,3
France					13,3	3,2	1,8	0,5
Allemagne	–1,5	4,3	7,0	–	6,3	1,7	1,7	0,6
Italie	11,1	11,1	0,4	–	17,8	6,3	5,2	1,7
Irlande	20,6	–1,7	64,1	–	20,3	3,2	2,5	1,6
Grèce	22,2	13,5	13,4	–	24,5	19,5	8,9	2,6
Espagne	13,0	12,3	2,9	–	14,6	5,9	4,7	2,3
Portugal	13,0	15,3	10,9	–	20,0	11,4	4,1	2,3
Suisse	–0,4	–1,7	6,1	9,5	6,5	5,8	1,8	0,8
Royaume-Uni	11,0	6,6	16,7	11,1	11,9	5,9	3,4	1,6
Pays en développement								
Afrique :								
Côte d'Ivoire	5,8	–3,1	18,2	–1,7	8,8	1,7	14,3	0,8
Ghana	54,7	7,7	33,4	2,7	116,5	18,0	59,5	12,4
Kenya	11,6	15,0	3,8	16,4	11,6	19,8	0,8	2,6
Maroc	14,6	14,4	6,0	11,6	12,5	8,0	6,1	0,7
Nigeria	5,6	41,0	16,3	20,3	20,8	13,0	72,8	6,6
Asie :								
Inde	13,6	22,6	11,1	15,9	13,1	13,9	10,2	4,7
Indonésie	29,2	12,1	13,7	31,2	12,2	9,4	9,4	20,5
Malaisie	12,9	9,9	13,2	29,2	9,7	4,4	5,3	2,7
Singapour	18,0	7,7	8,3	14,2	8,2	3,4	1,7	–
Amérique Latine – Caraïbes :								
Argentine	76,6	148,6	1,6	–4,1	–	171,7	3,4	–1,2
Brésil	19,7	429,4	25,7	13,6	101,7	432,8	66,0	4,9
Chili	82,6	44,7	22,2	32,8	19,7	21,8	8,2	3,3
Mexique	33,6	123,9	3,5	28,3	27,9	22,7	35,0	16,6
Jamaïque	4,4	94,7	38,0	27,6	12,7	51,1	19,9	6,0
Venezuela	6,9	28,4	39,4	25,4	16,0	34,2	59,9	23,6
Europe de l'est :								
Hongrie	–	18,2	5,8	18,7	4,5	34,2	28,3	10,3
République tchèque	–	–	6,7	2,9	–	–	9,1	2,1
Pologne	21,1	28,1	36,4	23,1	19,1	76,7	26,8	7,3
Turquie	35,1	46,4	68,3	77,0	36,6	66,0	88,1	64,9

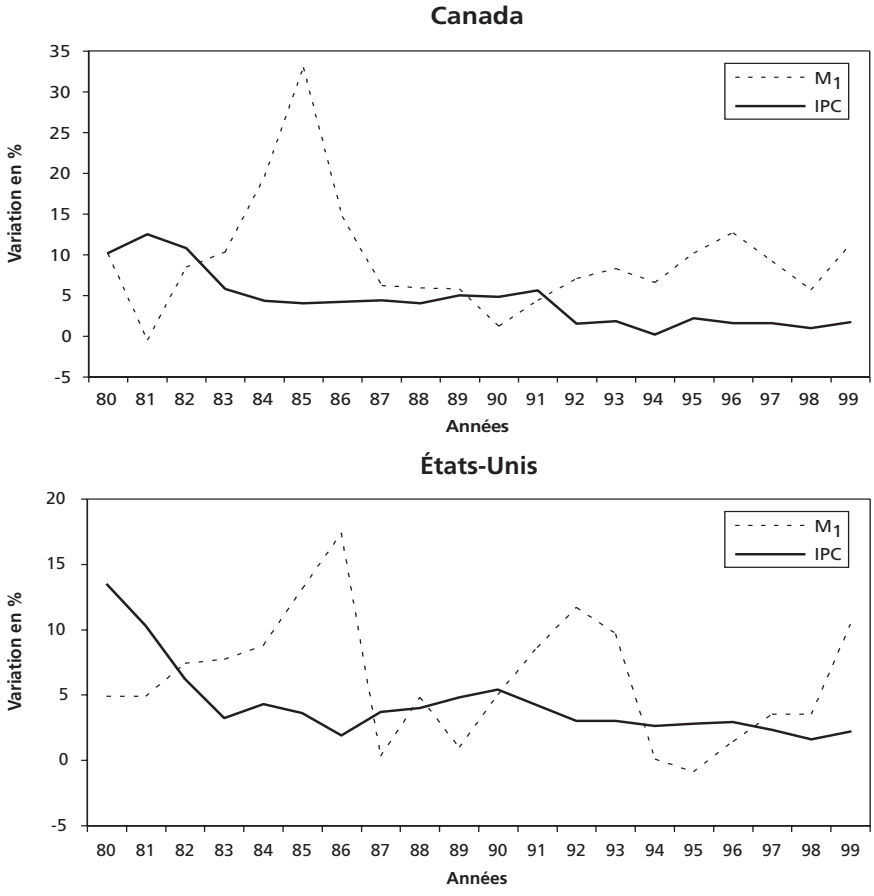
Source : FMI (2000), *Statistiques financières internationales, Annuaire*, Washington (D.C.)

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

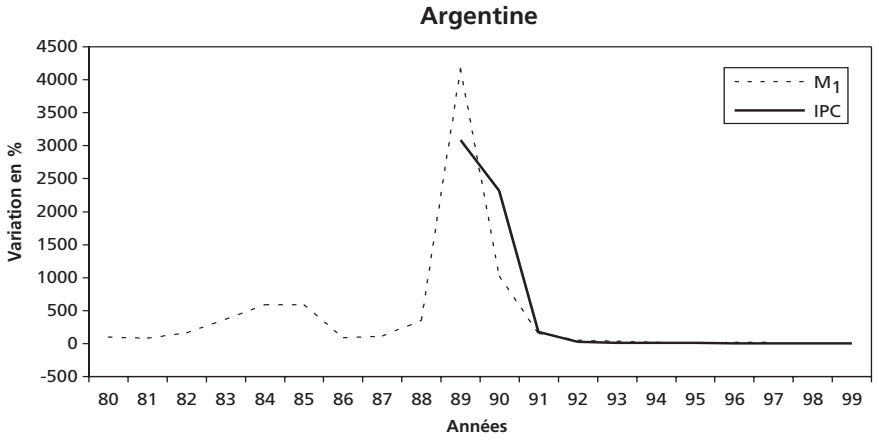
Tout en gardant à l'esprit ces diverses considérations, essayons néanmoins d'examiner quelques données sur l'évolution de l'inflation dans différents pays. Les statistiques publiées par le FMI indiquent une forte corrélation entre la masse monétaire M_1 et IPC en Afrique, en Amérique latine et en Asie. Dans les pays industrialisés, on observe une évolution parallèle des M_1 et des prix de 1980 à 1982. Après la crise économique, soit à partir de 1983, la masse monétaire s'accroît modérément, sans remontée de l'inflation dans les pays industrialisés. L'évolution de ces indicateurs économiques indique, hors de tout doute, que les pays les plus inflationnistes sont également ceux où la masse monétaire a augmenté de façon démesurée. On ne peut que partager l'opinion suivant laquelle une situation hyperinflationniste est de source monétaire.

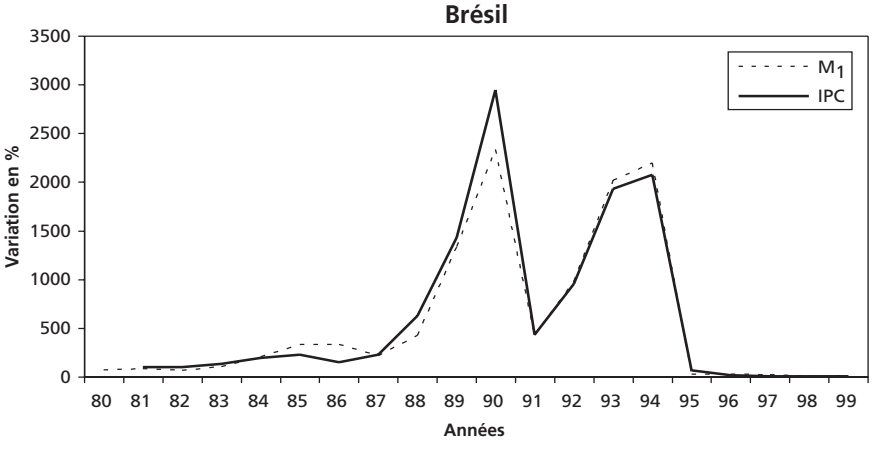
FIGURE 2.6
Évolution de la masse monétaire (M_1) et de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour certains pays

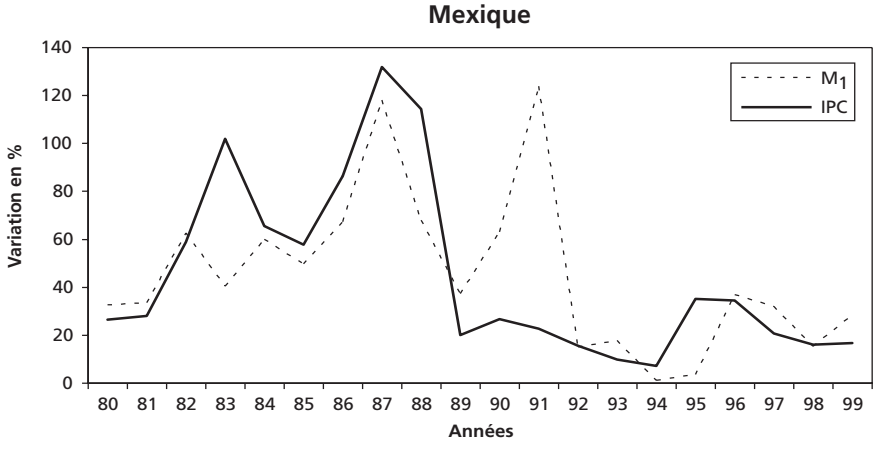


© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.6 (*suite*)





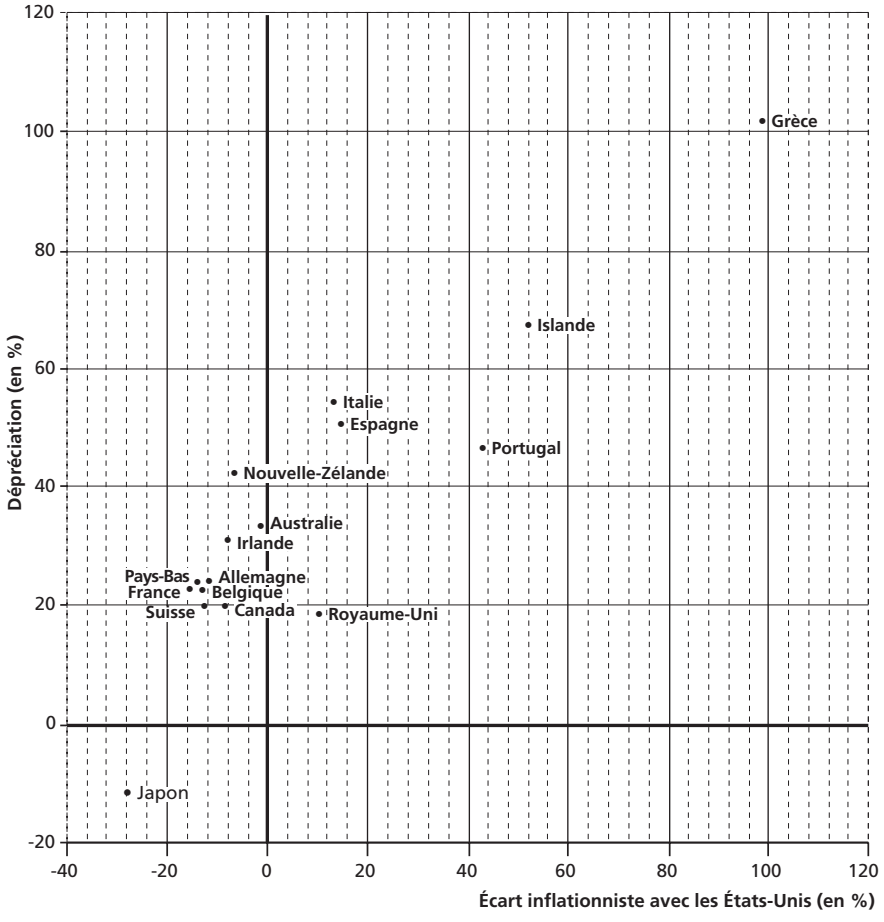


© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Une des façons de procéder à la vérification empirique du modèle de la PPA est de relier l'écart inflationniste de chaque pays par rapport aux États-Unis et la variation du taux de change (parité définie par rapport au dollar)[11]. La figure 2.7 donne la position de 16 pays pour

FIGURE 2.7
Variation du taux de change selon l'écart inflationniste pour certains pays de l'OCDE



11. Il est en fait plus approprié d'observer l'évolution des prix et des taux de change sur de longues périodes plutôt que de se concentrer sur des coupes instantanées où les comportements de ces variables peuvent être dus à des chocs circonstanciels. Nous avons donc cumulé les écarts de l'inflation annuelle de la période 1988-2000, ainsi que la variation annuelle de la valeur de chaque devise nationale.

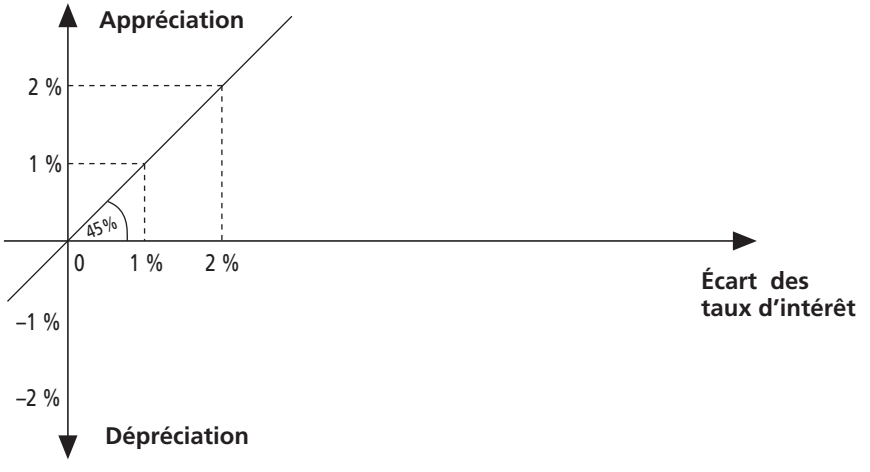
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

lesquels les données sont disponibles sur la période cumulée allant de 1988 à 2000. Le Japon, qui enregistre un écart d'inflation favorable, voit sa monnaie s'apprécier. La Suisse et l'Allemagne voient par contre leur monnaie se déprécier légèrement en dépit de leur bas niveau d'inflation. À l'autre extrême, les pays les plus inflationnistes (Islande, Grèce et Portugal) présentent le plus haut taux de dépréciation de leurs devises. On peut, au regard de ces positionnements, tirer cette conclusion : la PPA, quoique imparfaite, constitue un puissant facteur explicatif des taux de change.

2.1.2. Le différentiel de taux d'intérêt et l'effet Fisher

Nous avons vu précédemment que l'écart entre le taux de change comptant et le taux à terme s'explique par le différentiel des taux d'intérêt. Une autre façon de voir les choses est de considérer que les flux de capitaux réagissent aux variations des taux d'intérêt, poussant le taux de change dans un sens ou dans l'autre. La figure 2.8 indique que plus un pays a un taux d'intérêt relativement élevé vis-à-vis d'un autre pays, plus sa monnaie s'apprécie. Cette parité ne s'applique pas, cependant, s'il y a contrôle des changes, des risques politiques ou des freins à la mobilité des capitaux. Cette théorie de parité présente aussi un problème de causalité puisqu'il est difficile de présumer si les taux de change s'ajustent aux niveaux d'intérêt, ou l'inverse.

FIGURE 2.8
Différentiel des taux d'intérêt



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

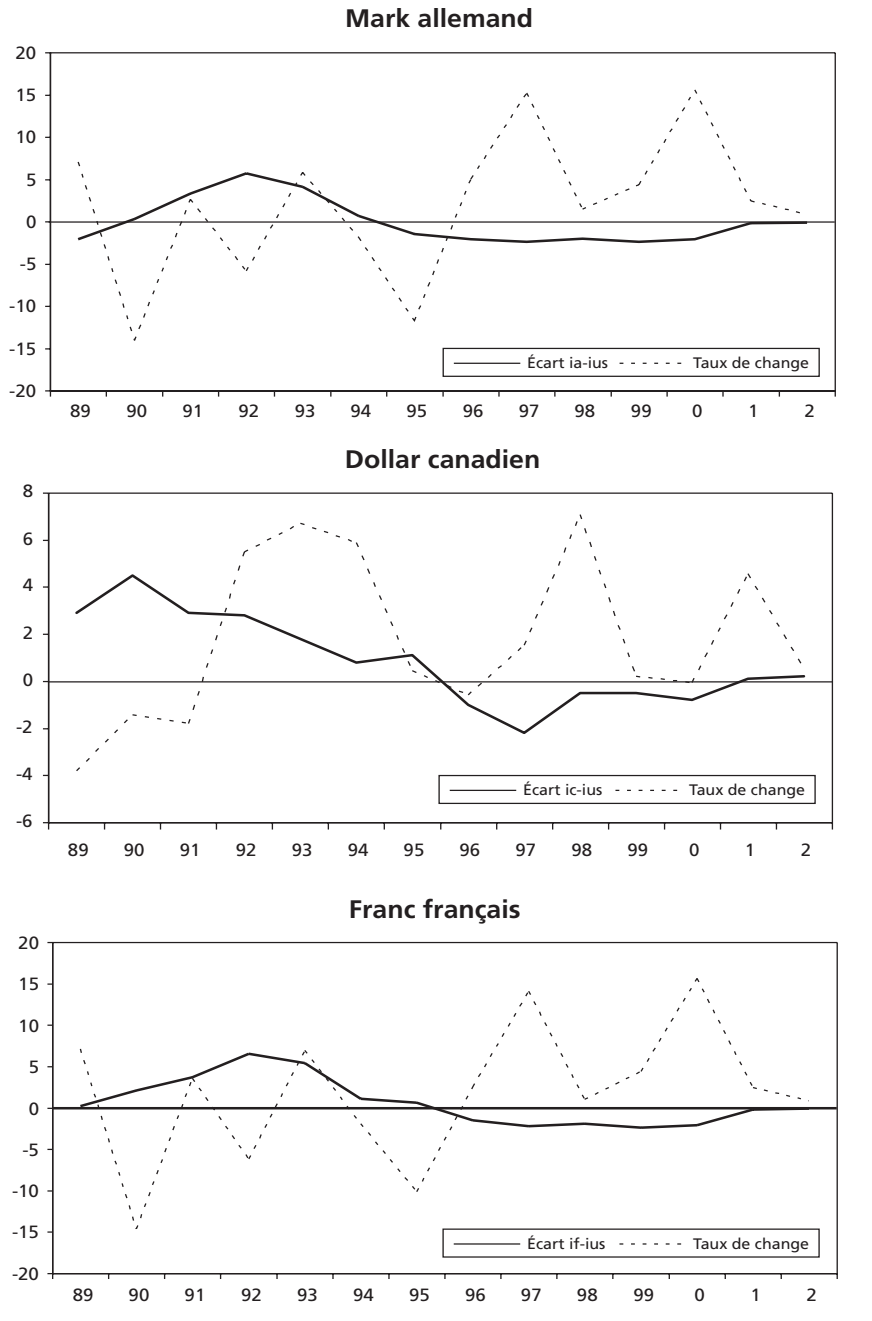
TABLEAU 2.6
Évolution du taux d'escompte pour certains pays

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
États-Unis	8,50	8,00	7,50	5,50	6,00	6,50	7,00	6,50	3,50	3,00	3,00	4,75	5,25	5,00	5,00	4,50	5,00
Canada	10,04	10,16	9,49	8,49	8,66	11,17	12,47	11,78	7,67	7,36	4,11	7,43	5,79	3,25	4,50	5,25	5,00
Japon	5,00	5,00	5,00	3,00	2,50	2,50	4,25	6,00	4,50	3,25	1,75	1,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Grèce	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00	21,50	20,50	18,00	16,50	14,50	–	11,81
Allemagne	4,00	4,50	4,00	3,50	2,50	3,50	6,00	6,00	8,00	8,25	5,75	4,50	3,00	2,50	2,50	2,50	–
Italie	17,00	16,50	15,00	12,00	12,00	12,50	13,50	12,50	12,00	12,00	8,00	7,50	9,00	7,50	5,50	3,00	–
Turquie	48,50	52,00	52,00	48,00	45,00	54,00	54,00	45,00	48,00	48,00	48,00	55,00	50,00	–	–	–	–
Zone Euro	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	4,00
Corée	5,00	5,00	5,00	7,00	7,00	8,00	7,00	7,00	7,00	7,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	3,00	3,00
Brésil	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	25,34	45,09	39,41	21,37
Argentine																	
Venezuela	11,00	11,00	8,00	8,00	8,00	8,00	45,00	43,00	52,20	71,25	48,00	49,00	45,00	45,00	45,00	60,00	38,00
Côte d'Ivoire	10,50	10,50	10,50	8,50	8,50	9,50	11,00	11,00	11,00	12,50	10,50	10,00	7,50	6,50	6,00	6,25	5,75
Inde	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	9,00	9,00	8,00
Pologne	3,00	4,00	4,00	4,00	4,00	6,00	104,00	48,00	36,00	32,00	29,00	28,00	25,00	22,00	24,50	18,25	19,00
Israël	311,00	690,30	79,60	31,40	26,80	30,90	15,00	13,00	14,23	10,39	9,78	17,01	14,19	–	–	–	–
Jamaïque	11,00	16,00	21,00	21,00	21,00	21,00	21,00	21,00	–	–	–	–	–	–	–	–	–

Source : FMI (2000), *Statistiques financières internationales*, Washington (D.C.), divers numéros

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

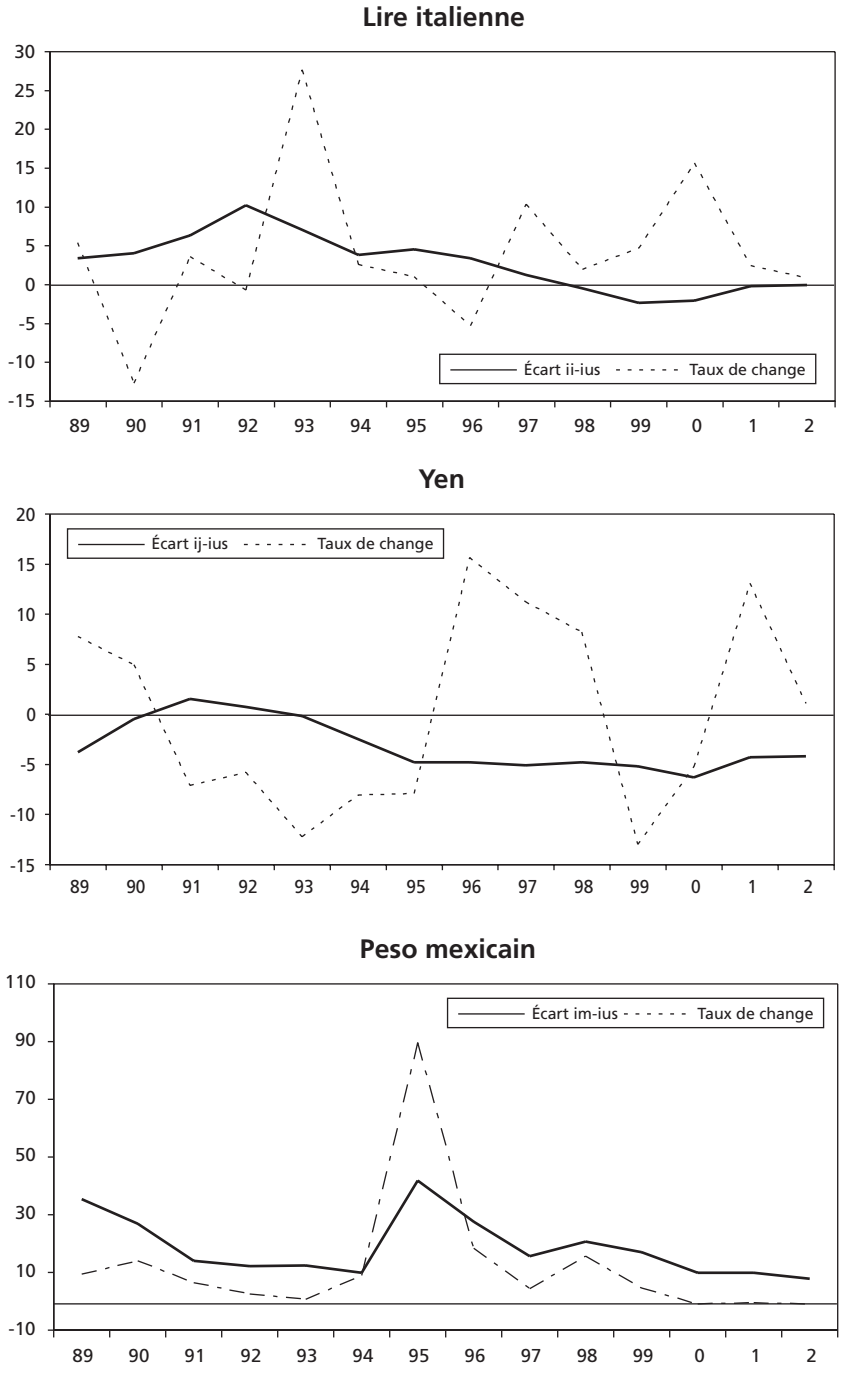
FIGURE 2.9
Évolution du taux de change et des taux d'intérêt à court terme pour certains pays



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

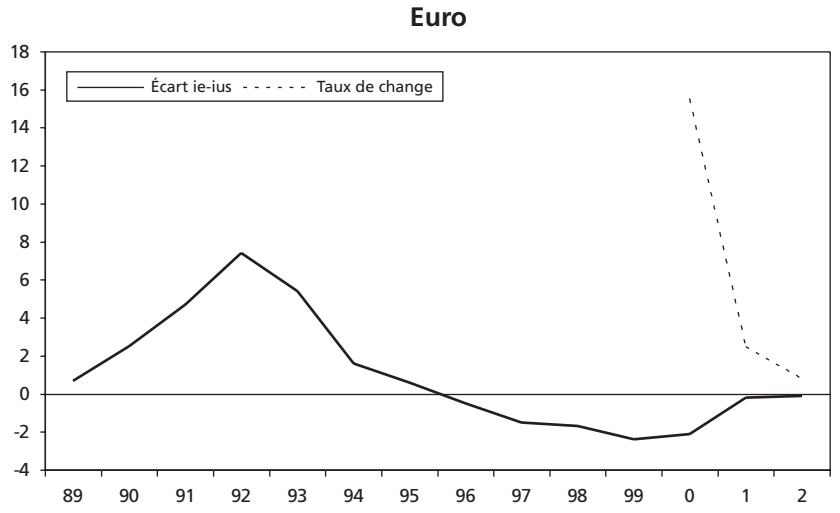
FIGURE 2.9 (*suite*)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.9 (*suite*)



En fait, la fixation des taux d'intérêt répond à des objectifs de politiques monétaires, elles-mêmes déterminées en fonction des indicateurs économiques. L'adage voulant qu'une monnaie forte se reconnaisse à ses taux d'intérêt faibles ne facilite guère la compréhension du sujet. Par ailleurs, on constate que les taux d'intérêt sont généralement élevés dans les pays à haute inflation « comme Israël et les pays d'Amérique latine, mais les investisseurs ont garde de se laisser attirer par ces taux nominaux élevés » (Lindert, 1989).

La théorie de la PPA établit une relation entre la variation du taux de change et l'inflation. Mais l'inflation n'est pas sans lien avec les taux d'intérêt, d'autant plus que ces deux indicateurs trouvent leur racine commune dans l'évolution de la masse monétaire. Irving Fisher (1930) en vient à formuler la relation voulant que le différentiel des taux d'intérêt ($i - i^*$) soit égal à l'écart d'inflation anticipée ($\pi^e - \pi^{*e}$), ou à la variation du taux de change.

$$i - i^* = \pi^e - \pi^{*e} = [(e_{t-1} - e_t)/e_t]\,\%. \qquad (2.11)$$

La relation de long terme entre l'inflation et les taux d'intérêt est dénommée « effet Fisher ». Cet effet prédit qu'une hausse des taux d'intérêt domestiques résulte en une dépréciation de la monnaie nationale dans la mesure où cette hausse ne traduit que des anticipations inflationnistes plus élevées que celles de l'étranger. C'est ce résultat assez controversé qui se retrouve au centre de l'analyse monétaire. Ainsi, selon Fisher, les taux d'intérêt réels devraient s'équivaloir entre pays.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

$$i - \pi^e = i^* - \pi^{*e}. \tag{2.12}$$

$$r = r^* \ (r : \text{taux d'intérêt réel}) \tag{2.13}$$

où $r = i - \pi^e$

$r^* = i^* - \pi^{*e}$.

2.1.3. L'approche monétaire du taux de change

L'origine de cette école remonte aux professeurs Mundell (1960 et 1963) et Johnson (1958, 1970 et 1977) de l'Université de Chicago, aux travaux de Polak (1977) du Fonds monétaire international, à Paris (1961), à Kemp (1970), à Frenkel (1978) et, bien entendu, à Friedman (1953).

Le modèle monétaire d'explication des variations des taux de change sur une période de long terme repose sur trois principales hypothèses. La première porte sur la validité de la PPA. La deuxième reprend les éléments de la théorie quantitative de la monnaie (MV = PT) avec hypothèse de plein-emploi et de la flexibilité parfaite des prix. Enfin, on assume la mobilité parfaite des capitaux. Le modèle général, formulé par Bilson (1978), se caractérise par les équations suivantes :

$$m - p = k + \varphi y - \lambda i \quad \text{fonction de demande de monnaie.} \tag{2.14}$$

$$m^* - p^* = k^* + \varphi y^* - \lambda i^* \tag{2.15}$$

$$e_t = p - p^* \quad \text{parité du pouvoir d'achat.} \tag{2.16}$$

$$f_t - e_t = i - i^* \quad \text{parité de taux d'intérêt.} \tag{2.17}$$

$$f_t = \mathrm{E}(e_{t+1}/\mathrm{I}_t) \quad \text{anticipations rationnelles.} \tag{2.18}$$

Toutes les variables sont exprimées en logarithme naturel, sauf les taux d'intérêt i. Les définitions des variables sont :

m = stock de monnaie,

p = niveau des prix,

y = revenu national en terme réel,

i = taux d'intérêt,

e = taux de change courant,

f = taux de change à terme,

φ = élasticité de revenu de demande de monnaie,

λ = élasticité d'intérêt de demande de monnaie.

$\mathrm{E}(e_{t+1}/\mathrm{I}_t)$ est l'anticipation de la valeur du taux de change pour la période $t + 1$, compte tenu de l'information I disponible au temps t. L'astérisque désigne les variables correspondantes dans le pays étranger.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

L'équation (2.14) exprime la demande de monnaie en terme réel en fonction du revenu national et des taux d'intérêt – fonction associée à Cagan (1956). La monnaie, en tant que stock plutôt que flux, traduit l'essence du modèle monétaire. Frenkel (1978) rapporte les propos de Cannan à l'effet que l'on peut penser à une offre de devises de la même manière qu'à une offre de maisons résidentielles, qui dépend du stock disponible plutôt que de la construction annuelle. Joan Robinson aurait soutenu, selon Frenkel : « La perception traditionnelle que la valeur d'une devise nationale en toutes circonstances dépend de sa quantité disponible semble justifiée pourvu qu'il soit permis d'incorporer des variations dans la demande interne de cette monnaie. » Ce modèle de détermination des taux de change fondé sur le stock de monnaie a des affinités avec l'approche des actifs (*the asset view*), dont il sera question un peu plus loin.

La combinaison des équations (2.14) et (2.15), sous l'hypothèse des élasticités φ et λ identiques dans les deux pays, donne :

$$(m - p) - (m^* - p^*) = k + \varphi y - \lambda i - (k^* - \varphi y^* - \lambda i^*), \quad (2.19)$$
$$m - m^* = k - k^* + p - p^* + \varphi(y - y^*) - \lambda(i - i^*).$$

Transposant l'équation de change (2.16) dans (2.19), on obtient après transformation :

$$e_t = -(k - k^*) + (m - m^*) - \varphi(y - y^*) + \lambda(i - i^*). \quad (2.20)$$

À partir des équations (2.17) et (2.18), on déduit que :

$$E_t e_{t+1} - e_t = i - i^*. \quad (2.21)$$

Transposant (2.21) dans (2.20) :

$$e_t = -(k - k^*) + (m - m^*) - \varphi(y - y^*) + \lambda(E_t e_{t+1} - e_t). \quad (2.22)$$

$$e_t = 1/(1 + \lambda)[-(k - k^*) + (m - m^*) - \varphi(y - y^*)] + [\lambda/(1 + \lambda)]E_t e_{t+1}. \quad (2.23)$$

Ces diverses transformations mathématiques indiquent que le modèle monétariste du taux de change a plusieurs versions, dont entre autres :

$$e_t = \alpha_0 + \alpha_1(m - m^*) + \alpha_2(y - y^*) + \alpha_3(i - i^*). \quad (2.24)$$

$$e_t = \alpha_0 + \alpha_1(m - m^*) + \alpha_2(y - y^*) + \alpha_4(f_t - e_t). \quad (2.25)$$

$$e_t = \alpha_0 + \alpha_1(m - m^*) + \alpha_2(y - y^*) + \alpha_3(i - i^*) + \alpha_4 e_{t-1}. \quad (2.26)$$

$$e_t = \alpha_0 + \alpha_1(m - m^*) + \alpha_2(y - y^*) + \alpha_3(i - i^*) + \alpha_4(p - p^*). \quad (2.27)$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les trois premiers termes de chacune de ces équations constituent la partie fondamentale du modèle monétariste, tandis que les autres sont la résultante des anticipations des agents sur la prime à terme. Cette anticipation peut être adaptative ou rationnelle.

Frankel (1979) a procédé à une analyse comparative des impacts de chaque variable indépendante à partir du modèle (2.27) entre les approches monétariste et keynésienne. Ainsi, selon la version monétariste dans la lignée de Bilson-Frenkel de l'Université de Chicago, les coefficients prennent les signes suivants :

$$\alpha_1 = 1 ; \alpha_2 < 0 ; \alpha_3 \geq 0 , \alpha_4 \geq 0.$$

Alors que chez les keynésiens (modèle Dornbusch) :

$$\alpha_1 = 1 ; \alpha_2 < 0 ; \alpha_3 < 0 ; \alpha_4 \geq 0.$$

En effet, selon l'école de Chicago, comme les prix sont très flexibles, une variation dans les taux d'intérêt ne reflète qu'un changement dans le taux anticipé de l'inflation. En conséquence, une hausse relative des taux d'intérêt domestique par rapport aux taux étrangers ne fera que baisser la valeur de la devise nationale via l'effet de l'inflation, d'où une relation positive entre les taux de change et le différentiel des taux d'intérêt[12].

Quant à la théorie keynésienne, elle présume que les prix sont rigides à très court terme. Ainsi, une variation des taux d'intérêt reflète tout simplement les conditions de crédit et de la politique monétaire. Il en découle qu'une hausse relative des taux d'intérêt domestiques par rapport aux taux étrangers, indique une contraction de l'offre de monnaie domestique sans induire une variation de prix. Cette hausse des taux d'intérêt domestiques attire les capitaux étrangers et contribue à faire apprécier la devise nationale ; d'où une relation négative, selon le point de vue keynésien, entre le taux de change et le différentiel d'intérêt.

Les divergences majeures entre monétaristes et keynésiens se retrouvent donc au niveau de l'impact des écarts des taux d'intérêt. Cependant, comme l'explique Frankel (1979), l'École de Chicago est réaliste quand le différentiel d'inflation est assez important, un peu comme la situation hyperinflationniste de l'Allemagne des années 1920. La théorie keynésienne est également réaliste dans les situations de faible différentiel d'inflation. En général, avec la libéralisation croissante des

12. À noter que les taux de change sont cotés à l'incertain (i.e. quantité en devise domestiques par unité de devise étrangère). Plus la quantité de monnaie domestique augmente, plus cette monnaie se déprécie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.7A
Résultat d'estimation du modèle monétaire selon divers auteurs : cas de l'Allemagne

Auteur	Période d'estimation	Méthode d'estimation	n	Constante	$(m_t - m^*_t)$	$(y_t - y^*_t)$	$(r_t - r^*_t)$	$(\pi_t - \pi^*_t)$	$(p_t - p^*_t)$	p
Frankel (1979a ; b)	juil. 74 févr. 80	OLS	44	1,33 (0,10)	0,87 (0,17)	–0,72 (1,94)	–1,55 (1,94)	28,65 (2,70)		
Frankel	–	CORC	43	0,80 (0,19)	0,31 (0,25)	–0,33 (0,20)	–0,26 (1,96)	7,72 (4,47)		0,98
Frankel	–	IVE et AR	41	1,39 (0,12)	0,97 (0,21)	–0,52 (0,22)	–5,40 (2,04)	29,40 (3,33)		0,46
Driskill et Sheffrin (1981)	–	CORC	41	–4,75 (0,54)	0,37 (0,27)	–0,36 (0,19)		0,014 (0,01)	–0,66 (0,88)	–0,98 (0,03)
Haynes et Stone (1981)	jul. 74 avr. 80	CORC	44	–4,08 (23,40)	–0,57 (1,89)	0,02 (0,08)	0,22 (0,13)	13,33 (3,57)		0,77

Auteur	Période d'estimation	Méthode d'estimation	Constante	m_t	m^*_t	y_t	y^*_t	r_t	r^*_t	π_t	π^*_t	p
Haynes et Stone (1981)	juil. 74 avr. 80	CORC	1,86 (1,65)	0,24 (1,84)	–1,84 (3,95)	0,20 (0,77)	0,56 (2,20)	0,02 (0,01)	–2,50 (1,29)	2,62 (0,67)	3,53 (0,75)	0,59
				$(m_t - m^*_t)$								
Haynes et Stone	–	CORC	–1,64 (1,31)	–0,65 (1,90)		–0,38 (1,21)	–0,13 (0,44)	–7,28 (2,29)	–1,95 (0,79)	13,73 (2,98)	–9,04 (1,66)	0,62
				$(m_t - m^*_t)$				$(r_t - r^*_t)$				
Frankel (1981)	févr. 74 nov. 80	IVE	2,45 (1,22)	–0,50 (0,34)		–0,17 (0,32)	–0,22 (0,29)	–1,47 (0,52)		7,24 (2,08)	–4,88 (0,76)	0,66
Frankel	–	IVE	3,81 (1,84)	1,00 ‡		–0,14 (0,39)	–0,67 (0,41)	–2,12 (0,65)		11,31 (3,09)	–5,10 (1,32)	0,82

r : désigne le taux d'intérêt nominal.

π : taux d'inflation.

‡ : contraint.

CORC : dénote l'usage de la méthode Cochrane Orcutt, les écarts types sont entre parenthèses.

IVE (Instrumental Variables Estimation) : Technique d'estimation permettant de tenir compte de la présence d'erreur dans les variables de régression.

mouvements de capitaux et l'ampleur sans précédent de ces transactions, l'hypothèse keynésienne de l'impact négatif du différentiel de taux d'intérêt demeure plausible, c'est-à-dire qu'un pays qui a le taux d'intérêt le plus élevé voit sa monnaie s'apprécier, en autant, bien entendu, que l'inflation ne soit pas trop débridée dans ce pays en comparaison des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

autres. Par contre, l'analyse monétariste de long terme peut être difficilement contestée au niveau de l'impact des variables de la masse monétaire, du revenu national et de l'inflation. À court terme, l'approche monétaire du taux de change repose sur les anticipations des agents économiques, comme il en sera question plus loin.

TABLEAU 2.7B
Résultats d'estimation du modèle monétaire du taux de change selon divers pays

Pays	Constante	$(m_t - m^*_t)$	$(y_t - y^*_t)$	$(r_t - r^*_t)$	$(\pi_{t+1} - \pi^*_{t-1})$	R^2	σ_u	Durbin-Watson
Royaume-Uni	–1,1222	0,6691	0,4762	0,0102	–0,0020			
	(3,881)	(5,899)	(1,827)	(2,078)	(0,248)	0,44	0,1164	0,102
Japon	–7,1967	–0,3137	0,2769	0,0102	0,0286			
	(11,938)	(2,618)	(1,587)	(3,042)	(3,806)	0,59	0,0889	0,204
Allemagne	–0,1855	–1,1404	–0,4806	0,0135	0,0080			
	(2,118)	(8,213)	(1,641)	(3,096)	(1,434)	0,51	0,0969	0,369
Canada	2,2580	–0,9289	–1,4435	0,0086	–0,0015			
	(6,253)	(6,439)	(9,531)	(2,830)	(0,119)	0,56	0,0600	0,343
France	–1,2366	0,6886	–1,4285	0,0276	0,0559			
	(32,86)	(6,533)	(4,292)	(5,834)	(4,542)	0,68	0,1105	0,416

test t entre parenthèses.

r : désigne le taux d'intérêt nominal.

π : taux d'inflation.

Source : Tableau tiré de Baillie et McMahon, *The Foreign Exchange Market*, Cambridge University Press, 1989, p. 224 et 226.

Le modèle monétaire a fait l'objet de nombreux tests empiriques : Bilson (1978), Frankel (1979a, 1984), Frenkel (1978), Driskill et Sheffrin (1981), Haynes et Stone (1981). Baillie et McMahon (1989) ont effectué une comparaison des divers tests de ce modèle monétariste (tableaux 2.7A et 2.7B). On constate que le signe des coefficients des variables explicatives n'est pas toujours compatible avec les prédictions de la théorie. Par exemple, le coefficient de l'écart de la masse monétaire est négatif, contrairement à la théorie, et statistiquement significatif chez Haynes et Stone (1981). De façon générale, il faut reconnaître que les coefficients estimés varient d'une étude à l'autre, probablement parce que différents indicateurs des variables sont utilisés, de même que différentes périodes et méthodes d'estimation. Par ailleurs, la capacité de prédiction des modèles économétriques repose sur l'hypothèse que les relations établies entre les variables dans le passé continueront de prévaloir dans le futur. Cette hypothèse de stabilité des paramètres estimés est souvent remise en cause.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.1.4. Approche de portefeuille

L'école des actifs ou de portefeuille du taux de change, associée à Branson (1977), Kouri (1983), Stockman (1980), Dornbusch et Fisher (1980), repose sur l'hypothèse d'une substitution entre les titres domestiques et les titres étrangers. Les taux de change s'ajustent suite aux décisions de placement de fonds de la part des détenteurs de capitaux ou d'actifs financiers. Aussi, la diversification de portefeuille est fonction du risque de taux de change et du taux de rendement. La prime de risque se retrouve au centre de l'approche de portefeuille. Face à une prime de risque plus élevée, les investisseurs auront une préférence pour les actifs domestiques. La présence d'un risque non systématique suffisamment élevé sur les marchés financiers implique que la parité couverte des taux d'intérêt ne tient plus. On a plutôt :

$$i = i^* + \sigma, \tag{2.28}$$

où σ représente une prime de risque.

Krueger (1983, p. 86-90) représente un modèle simple à un pays dans lequel les agents économiques répartissent leur portefeuille sur divers actifs financiers.

$$M = a\left(\overset{-}{i}, \overset{-}{i^*}\right) W. \tag{2.29}$$

$$B = \beta\left(\overset{+}{i}, \overset{-}{i^*}\right) W. \tag{2.30}$$

$$eF = \lambda\left(\overset{-}{i}, \overset{+}{i^*}\right) W. \tag{2.31}$$

$$W = M + B + eF. \tag{2.32}$$

où M est la demande de monnaie domestique, B l'offre d'actifs domestiques (obligations), F les actifs étrangers (obligations étrangères), e le taux de change, i le taux d'intérêt domestique, i^* le taux d'intérêt étranger et W la richesse.

Les équations (2.29) à (2.32) ne sont pas indépendantes puisque la somme des quotes-parts α, β et λ est égale à l'unité. La demande d'obligations étrangères dépend négativement du taux d'intérêt domestique et positivement du taux d'intérêt étranger. Pour ce qui est des variations du taux de change, elles affectent la répartition de la richesse, particulièrement la proportion d'obligations étrangères. Le rôle du taux de change est d'assurer l'équilibre entre les offres et les demandes d'actifs. Si on exprime la demande d'obligations étrangères en fonction des paramètres exogènes, on obtient la condition d'équilibre suivante :

$$eF = (1 - \alpha - \beta)\, W = f(i, i^*)\, W. \tag{2.33}$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

En isolant pour le taux de change :

$$e = (1 - \alpha - \beta)\ (W / F) = f(i, i^*)\ W/F. \qquad (2.34)$$

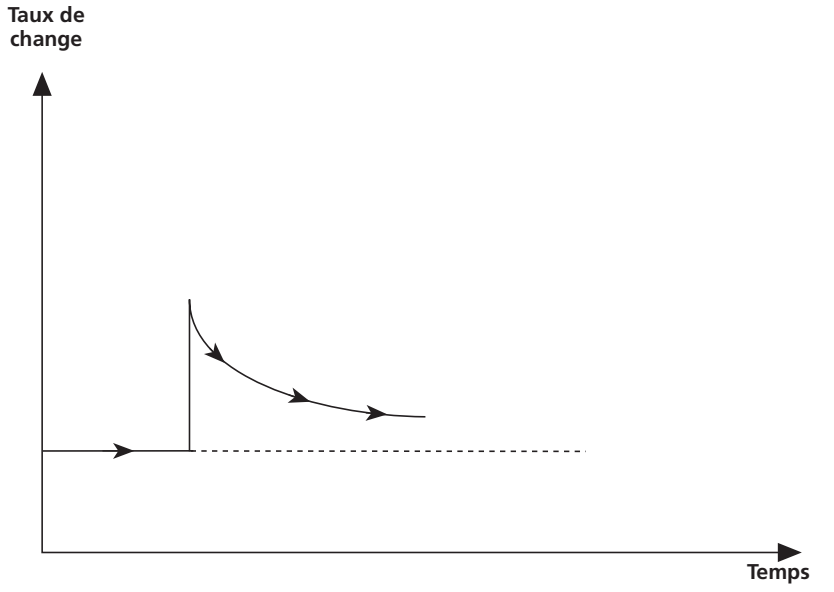
Sous cette forme, le taux de change représente le prix que les résidents nationaux sont prêts à payer pour détenir les actifs étrangers et domestiques. À partir des équations présentées, on peut illustrer l'effet dynamique de divers chocs exogènes. Branson explique qu'un déséquilibre de portefeuille causé par un choc monétaire conduit à un surajustement du taux de change (*overshooting*). En effet, une politique monétaire expansionniste augmente la part du stock de monnaie domestique dans le portefeuille des investisseurs au détriment des obligations domestiques qui diminuent. Aussi, la hausse de M amène une chute des taux d'intérêt domestique *i* et rend, par le fait même, les titres étrangers plus alléchants. La baisse des taux d'intérêt et l'achat des titres étrangers entraînent, à leur tour, une dépréciation de la monnaie locale. Toutefois, cette dépréciation, au-delà d'une limite, conformément au mécanisme des prix et du flux d'espèces, rend les titres domestiques plus concurrentiels, de sorte que leur achat par les investisseurs étrangers contribue à une appréciation de la devise. En définitive, le choc monétaire introduit un mouvement de dépréciation de la monnaie, mouvement qui se résorbe de lui-même sans pour autant ramener la devise à sa position initiale, d'où le phénomène du surajustement (figure 2.10). Notons que, dans ce modèle de Branson, les variations du taux de change sont de sources monétaires.

Également, une diminution exogène de la proportion marginale à importer provoquerait un surplus du compte courant, ce qui se traduirait par une augmentation du niveau de richesse. Alors, il y aurait augmentation de la demande d'obligations domestiques et diminution de la demande d'obligations étrangères de la part des résidents nationaux. La demande pour les devises domestiques augmenterait pendant que la demande de devises étrangères diminuerait, ce qui entraînerait une appréciation du taux de change.

Si le modèle de portefeuille reflète pleinement la réalité, en pratique on devrait associer les surplus du compte courant avec les appréciations du taux de change et les déficits avec les dépréciations. Copeland (1989) procède à l'analyse graphique de la relation entre les variations du taux de change et l'évolution du solde du compte courant pour l'Allemagne, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Pour les États-Unis, l'appréciation presque continue du taux de change s'est produite au moment où le déficit du compte courant s'aggravait. Pour l'Allemagne, le mark se dépréciait alors que le compte courant enregistrait surplus après surplus.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.10
Surajustement du taux de change



Du point de vue économétrique, le premier problème qui se pose est celui de la disponibilité des données désagrégées sur les actifs détenus en différentes dénominations ainsi que la nationalité des détenteurs d'obligations. Un autre problème, soulevé par Copeland (1989), est que l'approche de portefeuille tente d'expliquer la détermination d'un taux de change dans un cadre bilatéral, alors qu'en pratique on se retrouve dans un cadre multilatéral. Plusieurs formes réduites du modèle découlant des équations (2.29) à (2.32) ont été proposées. Baillie et McMahon (1989) ont établi la fonction de réaction suivante :

$$\frac{W_t^*}{e_t W_t} = \text{EXP}\left\{\lambda + \beta\left[\left(i_t - i_t^*\right) - \left(E_t e_{t+1} - e_t\right)\right]\right\}, \qquad (2.35)$$

où W = actifs domestiques,

W^* = actifs étrangers,

$\lambda = \alpha_1(m_t - m^*_t) + \alpha_2(y_t - y^*_t) + v_t$ (v_t = erreur aléatoire),

E = désigne l'espérance.

L'équation (2.35) signifie que le rapport des actifs étrangers sur les actifs domestiques dépend de la valeur espérée d'un facteur exogène (λ) relié à la politique monétaire du pays, de même qu'à la croissance de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

l'économie et à la prime du risque de change, laquelle est fonction du différentiel du taux d'intérêt ($i - i^*$), et de l'écart entre le taux à terme et le taux comptant ($E_t e_{t+1} - e_t$). La transformation de l'équation (2.35) amène à la forme suivante :

$$e_t = \alpha_0 + \alpha_1(m_t - m^*_t) + \alpha_2(y_t - y^*_t) + \alpha_3(p_{t-1} - p^*_{t-1}) + \alpha_4(W_t - W^*_t). \quad (2.36)$$

C'est, en somme, l'approche monétaire avec un ajout des actifs domestiques et étrangers. Pour sa part, MacDonald (1988) dérive la forme réduite suivante :

$$e = f\,(M, B, F, i^*). \quad (2.37)$$

Dans un cadre de modèle à deux pays, on caractérise les déterminants du taux d'intérêt étranger tel que :

$$i^* = g\,(M^*, B^*, F^*), \quad (2.38)$$

où M est la masse monétaire, B les obligations, F les actifs financiers et le signe * signifie l'étranger. En substituant (2.38) dans (2.37), on obtient :

$$e = f(M, M^*, B, B^*, F, F^*). \quad (2.39)$$

Branson, Haltunen et Masson (1979) ont effectué l'estimation de (2.39) après transformation logarithmique, c'est-à-dire :

$$e = \alpha_0 + \alpha_1 m + \alpha_2 m^* + \alpha_3 f + \alpha_4 f^* + v, \quad (2.40)$$

où les variables m et m^* correspondent à M_1 alors que f et f^* sont approximées par la valeur du compte courant. L'estimation de cette équation a été faite pour le taux de change du mark allemand en fonction du dollar américain. La décision de laisser tomber les termes B et B^* est motivée par leur effet indéterminé sur le taux de change. Utilisant différentes méthodes d'estimation pour pallier certaines difficultés économétriques (correction de l'autocorrélation des résidus), les résultats empiriques de Branson *et al*. supportent la validité du modèle de portefeuille, ne serait-ce que par le signe espéré des paramètres estimés.

Une critique du travail de Branson *et al.* est faite par Bisignano et Hoover (1983)[13]. Ces derniers notent que les données utilisées pour évaluer F et F^* sont déficientes et que l'exclusion des termes B et B^* entraîne des coefficients d'estimation biaisés. En modifiant la spécification de l'équation estimée par Branson *et al*., les résultats obtenus par

13. En fait, Bisignano et Hoover suggèrent d'utiliser non pas le compte courant global, mais plutôt le compte bilatéral.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Bisignano et Hoover (1983), pour le taux de change du dollar canadien versus le dollar américain, ne sont pas assez robustes, mais justifient l'importance des termes B et B^* dans la détermination du taux de change à partir du modèle de portefeuille.

2.1.5. Modèles d'efficience du marché

L'hypothèse d'efficience des marchés, développée par Fama (1965), est appliquée au marché des changes. À la base, cette école considère qu'un marché efficient est un marché de concurrence pure où l'information courante est disponible à tous les participants sans coûts additionnels (Baillie et McMahon, 1989). Plus précisément, un marché est efficient lorsque les prix reflètent toutes les informations disponibles. On distingue généralement trois types de marché efficient :

- marché fortement efficient : ce marché est tel que tous les intervenants connaissent l'ensemble des informations (les prix) qui sont intégrées dans le cours de change. La possibilité de réaliser un profit excessif s'avère limitée ;
- marché moyennement efficient : c'est le cas quand une information (un prix) est rendue publique. Il s'agit donc d'interpréter correctement le contenu de cette information pour pouvoir réaliser un profit ;
- marché peu efficient : tel est le cas lorsque le cours de change reflète à chaque instant l'information disponible relativement au cours antérieur.

De ces définitions de marché efficient, il ressort que les prix sont les variables explicatives du taux de change. Plus particulièrement, ce sont les valeurs du taux de change courant ou du taux à terme qui déterminent le taux de change futur. La formulation du modèle est celle de Fama (1970) qui a été reprise par MacDonald (1983), Baillie et McMahon (1989) et Copeland (1989).

On suppose que le marché financier et le marché des changes sont parfaits, c'est-à-dire qu'il n'y a aucun coût de transaction, aucun contrôle des changes, aucune restriction sur les mouvements de capitaux pour la réalisation des opérations d'arbitrage, aucune taxe et aucun risque de défaut. Les actifs financiers sont donc des substituts presque parfaits. Également, on suppose que les anticipations des agents économiques sont rationnelles, tel que :

$$e_{t+1} = e^{e}_{t+1} + \upsilon_{t+1}, \tag{2.41}$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

où e_t est le taux de change au comptant, $e^e{}_t$ le taux de change anticipé et v_t est un bruit blanc. Ainsi, le taux de change à terme devrait être un estimateur non biaisé du taux de change futur :

$$e^e{}_{t+1} = \mathrm{E}(e_{t+1} / \Omega_t) = f_t^{t+1}, \tag{2.42}$$

où $e^e{}_{t+1}$ est le taux de change au comptant anticipé pour la période $t + 1$; il est égal à $\mathrm{E}(e_{t+1} \mid \Omega_t)$ l'espérance mathématique du taux de change de la période $t + 1$ conditionnelle à l'ensemble d'information connue à la période t ; et f_t^{t+1} est le taux de change à terme établi en t pour la période de maturité $t + 1$. En substituant l'équation (2.42) dans (2.41), on obtient :

$$e_{t+1} = f_t^{t+1} + v_{t+1}, \tag{2.43}$$

qui dit que le taux de change au comptant à la période $t + 1$ doit être égal au taux de change à terme correspondant, plus un terme d'erreur aléatoire. En supposant que les agents sont « riscophobes », une compensation est nécessaire pour les convaincre de s'engager dans des contrats à terme à cause de l'incertitude quant à la valeur du taux de change courant. Ainsi, on peut récrire l'équation (2.43) en incorporant une prime de risque :

$$e_{t+1} = f_t^{t+1} + v_{t+1} + \xi_{t+1}. \tag{2.44}$$

L'équation (2.44) représente la condition d'équilibre des marchés efficients, car le taux de change à terme reflète à la fois toute l'information publiquement connue à travers les anticipations rationnelles, ainsi que l'attitude des agents économiques face aux marchés financiers, incorporée dans la prime de risque. Le modèle repose sur l'hypothèse qu'il y a certaines inerties sur le marché de change. Ainsi, les valeurs passées du taux de change servent à prédire l'avenir. La technique ARIMA (*autoregressive moving average*) permet d'exploiter davantage la capacité de prédiction des variables passées du taux de change. Aussi, les extensions possibles de ce modèle conduisent-elles à l'approche des méthodes numériques de prévision[14].

Pour tester l'hypothèse des marchés efficients, on doit avoir recours à une série de données où l'intervalle entre chaque observation est égal à la période de maturité des contrats à terme. Il s'agit de l'approche utilisée par Frenkel (1981) et Bilson (1981). L'équation testée prend la forme :

$$e_{t+1} = \alpha + \beta \times f_t^{t+1} + v_{t+1} \tag{2.45}$$

14. Les méthodes numériques consistent dans l'usage des moyennes mobiles d'un cours, c'est-à-dire la moyenne des données sur une période ajustée à l'arrivée de chaque nouvelle cotation.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et les hypothèses de départ sont :

i) le coefficient estimé de la constante doit être non significativement différent de zéro ($\alpha = 0$) ;

ii) le coefficient estimé de la pente doit être non significativement différent de l'unité ($\beta = 1$) ;

iii) il ne doit y avoir aucune autocorrélation des erreurs.

Les estimations sont faites avec les méthodes des MCO (moindres carrés ordinaires) et des variables instrumentales où les instruments utilisés sont le différentiel de taux d'intérêt et le taux de change à terme retardé d'une période. L'échantillon de Frenkel (1981) est composé des taux de change du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne par rapport au dollar américain de 1973 à 1979. Bilson (1981) se concentre sur la France et le Royaume-Uni pour la période de 1974 à 1980. Les résultats obtenus sont similaires : $0{,}84 < \beta_{MCO} < 0{,}96$, $\alpha_{MCO} \approx 0$ et aucune autocorrélation n'est détectée. Les deux auteurs ne rejettent pas l'hypothèse des marchés efficients. Baillie et McMahon (1989) ont présenté, dans leur manuel, les résultats de tests effectués par plusieurs auteurs. Ces résultats divergent en raison de la période d'estimation considérée, de la fréquence des observations, de la méthode d'estimation et du pays considéré. Les deux auteurs concluent, que pour la période débutant avec ce régime flexible (dès 1972), la plupart des études ne sont pas en mesure de rejeter l'hypothèse nulle d'estimateur sans biais du taux à terme. Bailey *et al*. (1984) trouvent que cette hypothèse peut être rejetée pour le franc et la livre sterling, le dollar canadien, le mark, la lire ou pour le franc suisse.

Les travaux de Longworth (1979), sur l'efficience du marché des changes Canada-États-Unis, indiquent que le taux de change courant est meilleur informateur du taux futur que le taux à terme. De plus, les tests statistiques effectués rejettent l'hypothèse nulle d'efficience de marché sur la période de stabilité relative du taux de change de juin 1971 à octobre 1976. Par contre, sur toute la période de janvier 1971 à décembre 1978, l'auteur conclut qu'il est impossible de rejeter l'hypothèse nulle. En somme, l'ensemble des travaux d'estimation quantitative et de vérification du modèle d'efficience des marchés est à considérer avec toutes les réserves nécessaires.

Également, pour tenir compte de la relation d'interdépendance entre les taux de change, MacDonald (1983) et Bailey *et al*. (1984) ont estimé l'équation (2.45) sous la forme d'équations simultanées en utilisant la méthode SURE[15]. L'équation se transforme pour devenir :

15. De Zellner (1962) : *seemingly unrelated regressions equations* (SURE)

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

$$e_{it+1} = \alpha_i + \beta_i \times f_{it}^{t+1} + v_{it+1}, \qquad (2.46)$$

où i est le nombre de taux de change. Les résultats de Bailey *et al*. indiquent que les coefficients estimés par la méthode SURE sont de meilleure qualité que ceux obtenus par les MCO : $\beta_{MCO} > 0{,}96$ et $\alpha_{SURE} < \alpha_{MCO}$. À l'exception de l'Allemagne, l'hypothèse des marchés efficients n'est pas rejetée pour les autres pays.

Par contre, les résultats de MacDonald (1983) pour les taux de change franc français/dollar américain et livre sterling/dollar américain, sur la période de 1972 à 1979, indiquent un rejet de l'hypothèse des marchés efficients dans les trois cas. À partir des résultats des études mentionnées, on peut affirmer que l'hypothèse des marchés efficients ne semble pas être vérifiée pour tous les pays et pour différentes périodes étudiées. Le rejet de l'EMH ne signifie pas pour autant que le comportement des agents économiques sur les marchés de change est irrationnel, car l'opportunité de réaliser des profits sur le marché de change à terme existe vraiment.

2.1.6. Théorie psychologique du taux de change

La théorie psychologique du taux de change serait attribuable à Albert Aftalion ; selon lui : « les taux de change sont commandés par le sentiment qu'en a l'opinion publique, que les marchés monétaires approuvent ou non les politiques macroéconomiques suivies » (Kindleberger, 1990, p. 63-65). On parle aussi de psychologie des « moutons de Panurge » : tous les gens se précipitent dans la même direction. Cette théorie repose sur l'effet des nouvelles et des anticipations.

Ainsi, si les nouvelles sont bonnes, une devise s'apprécie ; mauvaises, elle se déprécie. McKinnon (1979) observe que « si une position qui reflète une anticipation de dévaluation dans 10 jours est prise sur le marché, cette dévaluation aura lieu aujourd'hui ». La spéculation sur les marchés financiers est d'autant plus vive que les banques centrales n'ont pas beaucoup d'argent pour intervenir. Quelques faits méritent d'être rapportés ici. Le 1er novembre 1978, l'administration Carter annonce un programme de défense du dollar, comprenant une politique monétaire restrictive, une hausse du taux d'escompte et une mise de fonds de 30 milliards de dollars pour intervenir sur le marché des changes. À 9 h 13 ce matin-là, le dollar grimpe de 7,25 % par rapport à son niveau de la veille, contre le mark ; à 9 h 36, on enregistre une autre hausse de 1 %. La journée clôture avec une remontée du dollar contre le mark, le yen et les autres principales monnaies. La suite des événements indique que, dès le mois de décembre, la glissade du dollar a repris, alimentée par le choc pétrolier de 1979, en dépit des interventions massives du Federal

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Reserve System. Les observateurs du marché ont conclu qu'une intervention seule, sans égard à son amplitude, était loin d'être efficace, si elle n'était pas suivie de mesures macroéconomiques appropriées.

Par contre, après la crise de 1981-1982, le dollar s'est beaucoup apprécié sur le marché des changes. En septembre 1985, dans le but de freiner cette hausse du dollar, le G-5, sous le leadership américain, émit un communiqué conjoint qui se lisait comme suit :

> Les ministres et les gouverneurs s'entendent pour dire que les taux de change doivent jouer un rôle dans l'ajustement des balances de paiements. Dans cet ordre, les taux de change doivent mieux refléter les conditions économiques fondamentales qu'il n'en est jusqu'à présent. Ils pensent que des politiques concertées doivent être renforcées et mises en place pour améliorer ces conditions fondamentales et qu'en regard des changements actuels et potentiels de celles-ci, une autre appréciation ordonnée des principales devises autres que le dollar soit désirable vis-à-vis le dollar. Ils se tiennent prêts à coopérer plus étroitement pour parvenir à ce but aussi longtemps qu'il est souhaitable. (FMI, *Survey*, 7 octobre 1985, p. 297)

Apparemment, le communiqué eut de l'effet : le dollar chuta même bien avant toute intervention officielle. Cette baisse était attribuable uniquement au communiqué du G-5, par sa capacité de rassembler l'unanimité des principaux pays industrialisés. Ces deux exemples illustrent l'importance de l'effet des nouvelles et, aussi, les limites des interventions officielles sur le marché des changes. Il importe, maintenant, d'examiner les facteurs souvent sujets à des anticipations.

Les anticipations portent sur l'orientation des politiques monétaires et budgétaires. Kindleberger (1990, p. 64) explique que si

> le dollar n'a pas si vite baissé entre 1982-1985, c'est en partie une réaction tardive aux facteurs fondamentaux, par opposition à la théorie psychologique du change qui a conduit certains observateurs à prédire que le dollar resterait fort, et même le resterait encore aussi longtemps que le président Reagan serait à la Maison Blanche et que Paul Volcker resterait président du Federal Reserve System.

On sait que ce dernier fut un adepte de l'école monétariste, laquelle prône une politique monétaire anti-inflationniste. Les discours des banques centrales et du ministre des Finances sont régulièrement pris en compte par les spéculateurs.

L'impact des déficits budgétaires sur les variations du taux de change est difficilement prévisible. Une hausse du déficit, financé par des obligations, relève les taux d'intérêt et, conséquemment, fait apprécier la monnaie. La monétisation de la dette amène l'effet contraire, une dépréciation. Les anticipations sur les déficits et la dette doivent ainsi incorporer les fonctions de réaction des banques centrales. On comprend

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

aisément que la force du billet vert est reliée à l'accumulation du déficit américain, dont le financement passe sur le marché des obligations. On avance, d'ailleurs, que le niveau déjà élevé de la dette américaine est un avantage compétitif du dollar devant la future monnaie européenne, l'écu. Plus précisément, J.-M. Vittori (1992) observe que :

> Les États-Unis ont fabriqué le produit aujourd'hui considéré par les opérateurs comme le plus sûr du monde : les obligations du Trésor. Un gisement énorme, « soixante ans de dette publique » [...] L'Europe peut-elle faire aussi « fort » ? [...] L'ennui est que le marché financier européen restera une mosaïque de places nationales.

Les anticipations portent aussi sur l'évolution de la balance commerciale. Les publications des organismes statistiques sur l'écart de la balance des paiements agissent comme des nouvelles. Une balance commerciale déficitaire entraîne une réaction défavorable du marché financier et déclenche un processus de dépréciation, même si le solde des capitaux est positif. D'autres indicateurs (le chômage, la création d'emplois, les mises en chantier, le rapport consommation-épargne, les ventes de gros, de détail...) d'activité économique apportent avec eux des éléments de spéculation sur les marchés.

Enfin, les facteurs politiques, allant des idéologies de gestion publique aux crises internationales et purement nationales, ont leur impact sur les taux de change. Reportons-nous, une fois de plus, au cas de la crise de la livre sterling de la deuxième moitié des années 1960. Le Parti travailliste de Wilson, élu en 1964, a préféré ne pas dévaluer la livre contrairement aux indications du marché, craignant d'être considéré comme un *parti de dévaluation* – ce même parti avait appliqué une dévaluation en 1949 (Marston, 1988). Les chocs pétroliers de 1973 et de 1979 n'ont pas manqué d'introduire une instabilité sur le marché des changes en relançant, particulièrement, l'inflation. Depuis lors, l'annonce d'une réunion future des pays membres de l'OPEP suffit pour faire varier les taux de change, avant même qu'une entente fasse varier le prix du pétrole. Le marché financier étant traditionnellement conservateur, la couleur politique d'un gouvernement rejaillit sur la devise. Un changement politique vers la droite est souvent salué par une appréciation de la devise concernée. Les problèmes sociaux, les grèves et les remises en cause du cadre politique ont tous un impact défavorable sur la devise. Enfin, les investisseurs préfèrent éloigner leurs placements des zones géostratégiques délicates. À cet égard, les États-Unis et le Canada bénéficient d'une position géographique plus favorable que celle des pays d'Europe.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le dollar chute à l'annonce de la démission du premier ministre Bourassa

Le dollar canadien perdait un demi-cent dès les premiers indices d'une démission éminente du premier ministre du Québec, Robert Bourassa. Les rumeurs quant à cette décision, ayant été vérifiées plus tard dans la journée, circulaient déjà sur le continent nord-américain, après une nuit où le dollar avait perdu de sa valeur en Asie, après les ventes d'obligations canadiennes par les investisseurs japonais.

Tard dans la journée, le dollar s'échangeait à 75,64 cents (américains), perdant 0,45 cent par rapport à la veille. À un moment, la devise atteignait même le bas niveau des 75,59 cents à l'ouverture du marché des changes sur le continent nord-américain. Habituellement, les ventes sur un autre marché continental (Asie) sont vues comme une opportunité en Amérique du Nord, mais le climat d'instabilité politique donnait des signes généraux plus sombres aux marchés. En effet, le fait que M. Bourassa ne dirigerait pas le Parti libéral aux prochaines élections provinciales a été vu comme donnant au Parti québécois une certaine chance de former le prochain gouvernement, augmentant ainsi le risque associé aux investissements canadiens.

Puis cette nouvelle ne formait qu'un des symptômes d'une instabilité politique provoquée également par une campagne électorale fédérale serrée où aucun gagnant clair ne se démarquait et donc, avec la possibilité de l'élection d'un gouvernement minoritaire. Les investisseurs tentent de voir les impacts fiscaux et monétaires.

Jusqu'au résultat du 25 octobre prochain, le vice-président du marché des changes à la Banque de la Nouvelle-Écosse nous indique que le dollar canadien demeure vulnérable. Malgré la vente massive de la devise sur les marchés étrangers, la Banque du Canada n'est pas intervenue. Cette vente a fait baisser le prix des bons du Trésor et hausser le rendement exigé, laissant le taux d'escompte deux points plus bas, soit à 5,02 %.

Source : *The Globe and Mail*, le 15 septembre 1993, p. B-1.

2.1.7. Attaques spéculatives et crises de change

Au cours des années 1990, survient une série de crises de change dont l'ampleur a suscité l'étonnement général. Rapportons ici quelques unes de ces crises. La crise du SME observée durant l'été 1993 ne sera résolue que par un virement à un système de quasi-flottement des monnaies de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

la zone, c'est-à-dire un élargissement des marges de fluctuation (de ±2¼ % à ±15 %). Même après ce passage, certaines monnaies (en l'occurrence le franc français) restaient soumises à des attaques spéculatives, les forçant à se déprécier. Les réserves de la Banque de France ont considérablement chuté au cours de cette période. Pourtant, comme le rapporte Artus (1994) :

> la France ne présente aucune des caractéristiques du pays sujet à une crise de balance des paiements [...] elle présente en 1992 et 1993 un léger excédent de la balance courante ; le taux d'inflation (2 % par an environ) y est bien inférieur à celui de l'Allemagne (4 % par an) ; la compétitivité coût est bonne ; de 1987 à 1992, elle a progressé de près de 10 % par rapport à l'Allemagne, en raison de l'évolution rapide des coûts salariaux unitaires dans ce pays de 1990 à 1992.

Depuis le début de 1990, le dollar canadien ne cesse de se déprécier par rapport au dollar américain pour atteindre son plus bas niveau le 1er novembre 2001 (0,6294 $US). Bien que cette fluctuation du dollar canadien n'ait rien de comparable à une crise, les autorités politiques du pays considèrent qu'elle ne reflète aucunement « les fondamentaux » économiques qui se révèlent bons (inflation peu élevée, surplus budgétaires, croissance économique, etc.)

Quant aux économistes de la Banque du Canada, ils se reportent à leur modèle prévisionnel qui identifie les prix des produits de base, les prix énergétiques et bien entendu, le différentiel des taux d'intérêt comme facteurs explicatifs. L'évolution de ces facteurs au cours de la dernière décennie ne semble pas être favorable au Canada. En effet, environ 30 % des exportations canadiennes sont constituées de biens primaires tels le blé, les métaux, le papier et le bois de sciage. Or, les prix de ces produits ont tendance à chuter, ce qui crée une pression à la baisse du dollar canadien. Quant aux prix énergétiques, il est avancé que plus ces prix augmentent, plus le dollar se déprécie. Par exemple, de février 1999 à septembre 2001, le prix du baril de pétrole double presque sur le marché de New York et le dollar canadien en subit les contrecoups. Cet impact négatif du prix énergétique s'explique par le renchérissement du coût de production manufacturière que ne compense pas une exportation plus élevée de pétrole par la province de l'Alberta. Peu importe la plausibilité de ces facteurs explicatifs, la dépréciation constante du dollar canadien sur une si longue période (depuis 1990) est suffisante pour susciter des inquiétudes tant auprès du milieu financier qu'auprès des consommateurs canadiens, d'où la réaction du ministre des Finances et du premier ministre en novembre 2001 pour une réassurance dans l'économie canadienne.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dans les pays en développement, on assiste à une véritable crise de devises : celle du peso mexicain survenue en décembre 1994, les déboires incessants du réal brésilien et surtout la crise asiatique (le siège du dollar Hong Kong en juillet 1997, suivi de la dévaluation spectaculaire du baht thaïlandais, du ringgit de la Malaisie, du won coréen et aussi du yen japonais)[16]. Ces crises de devises ont stimulé les recherches visant pour l'essentiel à fournir des explications. En effet, plusieurs questions effleurent l'esprit. Ces crises sont-elles fondées, c'est-à-dire compatibles avec l'équilibre général, ou mieux, avec les « fondamentaux » économiques ? Sont-elles prévisibles et peuvent-elles durer indéfiniment ? Ce sont là des questions auxquelles divers auteurs ont tenté de donner des réponses.

Dans la documentation portant sur les crises de devises, l'article de Krugman (1979) est particulièrement cité et ressort comme le point de départ d'une analyse systémique. L'auteur développe un modèle de crises de la balance de paiements par lequel il explique qu'un gouvernement qui cherche à empêcher une appréciation de sa devise peut se retrouver dans une situation inflationniste inacceptable. En fait, l'idée centrale défendue par Krugman est fort simple : quand un gouvernement est incapable de défendre sa devise, les investisseurs peuvent décider du sort qui lui est réservé ; elle ne peut alors que se déprécier. Bien que cette explication soit fort plausible, le modèle macroéconomique développé par Krugman repose sur de nombreuses hypothèses. Il faut dire que l'hypothèse de l'incapacité d'un gouvernement face aux investisseurs a été soulignée par Marston (1989, p. 79-136), Frankel (1996) et O'Brien (1995) qui écrit :

> *Like the Vandals who conquered decadent Rome, the currency traders sweep away economic empires that have lost their power to resist. Time after time in country after country, when governments can't cope with the new financial realities, traders are the agents of creative destruction.*

On voit bien que l'idée intuitive s'énonce clairement, mais le recours au modèle quantitatif n'ajoute qu'à la complexité du phénomène étudié. Enfin, soulignons que le modèle du Krugman n'est pas à proprement parler un modèle de détermination des taux de change. Cette thèse de spéculation autoréalisante est l'essence du modèle développé par Obstfeld (1986). Ce n'est pas tant l'existence de déséquilibres économiques fondamentaux qui importe, mais les anticipations des investisseurs qui forceront un gouvernement à réviser sa politique.

16. Entre juillet 1997 et octobre 1997, la chute de la valeur par rapport au dollar américain est de 36 % pour le baht thaïlandais, du ringgit de la Malaisie, du won koréen et aussi du yen japonnais.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Mais faisons remarquer tout de suite que les régimes fixes ne sont pas non plus à l'abri des attaques spéculatives, comme le témoigne le siège du dollar Hong Kong et la crise asiatique. D'ailleurs, Eichengreen et Wyplosz (1993) expliquent que les systèmes de change fixe sont fondamentalement instables en l'absence de contrôle des capitaux puisqu'ils sont vulnérables à la spéculation autoréalisatrice, d'où la proposition de ces auteurs d'introduire un grain de sable (contrôle par la taxe) dans le rouage de la finance internationale.

L'étude de Frankel et Rose (1996) sur les causes des crises de devises mérite d'être ici rapportée. Pour ce faire, les auteurs ont d'abord défini « une crise de devise » comme étant une dépréciation d'au moins 25 % ou une appréciation d'au moins 10 %, les deux seuils étant somme toute arbitraires. Ensuite ceux-ci ont fait porté leur étude sur des observations allant de 1971 à 1992 pour 105 pays en voie de développement. Ces observations sont classées en quatre catégories : *i*) les variables macroéconomiques domestiques (croissance du crédit domestique, déficit budgétaire en pourcentage du PIB, ratio des réserves sur les importations, compte courant en pourcentage du PIB, croissance économique, etc.) ; *ii*) l'endettement extérieur et autres variables externes (dette extérieure en pourcentage du PIB, taux de change réel, etc.) ; *iii*) la composition de la dette (investissement direct étranger (IDE), portefeuille, dette concessionnelle, dettes multilatérales, etc.) ; *iv*) les variables étrangères (croissance économique mondiale, prix des produits de base, taux d'intérêt réels, chocs financiers, etc.). Ces dernières ont été retenues pour tenir compte de ce qui se passe sur les marchés financiers du niveau mondial et sur lesquels le pays n'a pas véritablement de contrôle. Comme résultat à l'analyse, les auteurs prouvent que les crises de devises surviennent dans un pays quand la croissance économique est faible, la croissance du crédit domestique (politique monétaire) est forte, le niveau de taux d'intérêt à l'étranger est élevé et quand il y a un faible ratio d'IDE par rapport à la dette. Ces résultats sont fort pertinents à la lumière de ce qu'on peut dégager de la crise asiatique et mexicaine. En effet, dans le cas de la crise du dollar Hong Kong, les spéculateurs s'attendent à ce que le passage de l'île à la Chine signifie de facto la fin de la parité fixe du dollar Hong Kong à l'égard du dollar américain. Dès cet instant, le dollar Hong Kong ne peut que perdre de la valeur. Plus les autorités monétaires de Hong Kong essaient de prouver le contraire, plus la devise plonge. En fait, les autorités monétaires sont à contre-courant du marché. Dans le cas de la Thaïlande, les observateurs de marché voyaient bien que le pays accusait un énorme déficit commercial et que la devise était surévaluée alors que le marché immobilier était très spéculatif avec des hausses exorbitantes des prix. C'est

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ce que nous confirme Lipsky (1998), alors économiste en chef et directeur des études à la Chase Manhattan Bank (New York), selon qui la Thaïlande a connu une onde de choc inattendue dans le sens que :

> Les autorités et les marchés financiers étaient conscients du risque de dévaluation du baht. Depuis un an au moins, les signes avant-coureurs de la crise s'amoncelaient, qu'il s'agisse du ralentissement des exportations, de l'appréciation du baht en termes effectifs réels, du creusement d'un déficit extérieur courant financé de plus en plus par des entrées du capitaux à court terme, de l'essor rapide du crédit intérieur, de la flambée spéculative de l'immobilier, ou de l'accélération de l'inflation intérieure.
>
> Mais nul ne savait quelle serait la réaction des autorités thaïlandaise. En l'occurrence, le déblocage de financements massifs par la banque centrale (en juin) pour des aides d'urgence aux banques a signalé aux investisseurs qu'il était temps de se désengager de leurs placements à très court terme en baht, tout en leur fournissant des liquidités pour financer cette fuite des capitaux. Quand les autorités ont entrepris de dissimuler les pertes de réserves internationales en recourant aux contrats de change à terme, l'effondrement de ce château de cartes est devenu inévitable.

Dans le cas du Mexique, Martinez (1998), le gouverneur de la Banque du Mexique nous livre ses explications sur la crise de peso. Après la crise d'endettement extérieur de 1981 à 1982, le Mexique a bénéficié d'une entrée importante de capitaux, lesquels ont contribué à un déficit du compte courant « à un point tel que les investisseurs ont commencé à se demander s'il était supportable. La vulnérabilité de l'économie mexicaine s'est accrue, d'autant plus que d'autres facteurs ont joué, notamment l'expansion rapide du crédit bancaire au secteur privé, le maintien d'un taux de change fixe, la hausse des taux d'intérêt internationaux et l'incertitude considérable résultant de certains événements politiques et d'actes criminels. »

Commentant les crises de change dans les économies émergentes, Jean-Claude Trichet (1999), gouverneur de la Banque de France, attribue la forte dépréciation de la devise indonésienne (rupiah) à des incertitudes politiques qui ont fait craindre que le gouvernement de ce pays repousse les mesures d'ajustement structurel négociées avec le FMI et à une instabilité sociale (émeutes et craintes d'intervention militaire forçant le départ du président Suharto). Les événements sanglants du Timor oriental ne peuvent que déstabiliser davantage la devise indonésienne. Dans le cas du ringgit de la Malaisie, Trichet y voit des difficultés économiques persistantes ainsi que des tensions politiques. Le gouverneur commente les déboires du rouble russe dès juin 1999 qui d'après lui est :

> […] affecté par des incertitudes concernant la capacité de la Russie à rembourser ses emprunts. Aussi, la Banque de la Russie a-t-elle été amenée à élargir les marges de fluctuation autorisées pour sa monnaie et à relever

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> ses taux directeurs jusqu'à 150 % pour contrecarrer la méfiance des investisseurs étrangers. Le rouble a connu une forte dépréciation […] passant de 6,24 roubles contre un dollar le 31 juillet [1999] à 23 roubles contre un dollar en septembre [1999], du fait du refus de la Douma d'accorder l'investiture à M. Tchernomyrdine pour le poste de premier ministre.

On retrouve implicitement dans ces diverses explications sur les crises asiatique et mexicaine les éléments identifiés par Frankel et Rose (1996) il s'agit de facteurs tant politiques, économiques et sociaux qui minent la confiance des investisseurs et qu'on peut fort bien analyser sans avoir recours à un modèle formel.

Il convient donc de reconnaître que la spéculation sur les devises, loin de constituer un activité perverse, voire déstabilisante, peut, dans bien des cas, s'appuyer sur des considérations rationnelles et compatibles avec le fonctionnement du marché financier. Les spéculateurs ne sont pas nécessairement tous des méchants loups. Comme le dit si bien Georges Soros : « la spéculation de devise est un mal nécessaire. »

2.2. Précis sur l'analyse technique

2.2.1. Rationalité et objectif

L'analyse technique est la méthode qui consiste à examiner l'évolution passée des prix, pour prévoir des tendances futures à l'aide des graphiques. Deux idées maîtresses ressortent de cette définition : l'évolution passée des prix et l'usage des graphiques.

D'abord, il s'agit initialement d'une démarche de prévisions des variables de prix et non de volume. Par prix, on entend, par exemple, le prix d'une action, le prix d'une obligation, le taux d'intérêt (loyer d'argent), le taux de change (prix de la devise nationale), les indices boursiers, le prix d'une marchandise (or, cuivre, café, sucre, etc.). Cependant, et comme on le constatera après l'exposé, l'analyse technique trouve son application à bien d'autres variables économiques, aussi bien de prix que de volume, pour la simple raison qu'elle reste fondée sur l'utilisation des séries temporelles. Mais revenons aux deux constats précités, en commençant par celui de l'évolution passée des prix et concentrons-nous sur le cas des taux de change pour éclairer le point.

Dès l'instant où il faut anticiper l'évolution future d'un taux de change, on peut fort bien avoir recours aux modèles d'analyse monétariste, d'inspiration keynésienne, d'actifs financiers, d'approche de portefeuille, et que sais-je encore, des anticipations rationnelles comme nous l'avons mentionné précédemment. C'est ce que l'on convient de quali-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

fier *d'approche fondamentale*, c'est-à-dire du monde du savoir, du pourquoi et de la connaissance. On cherche dans ces diverses démarches, non seulement à dégager les perspectives prévisionnelles, mais aussi à appuyer celles-ci sur des explications probantes. Par exemple, avec l'approche monétaire, le prévisionniste accordera une attention essentielle à l'orientation de la politique monétaire des deux pays en cause. Le terme *fondamental* renvoie à la mise en évidence des variables clés d'explication du taux de change. Il n'en est rien dans l'analyse technique, ce qui ne signifie pas pour autant que la tâche de prévision y serait plus aisée.

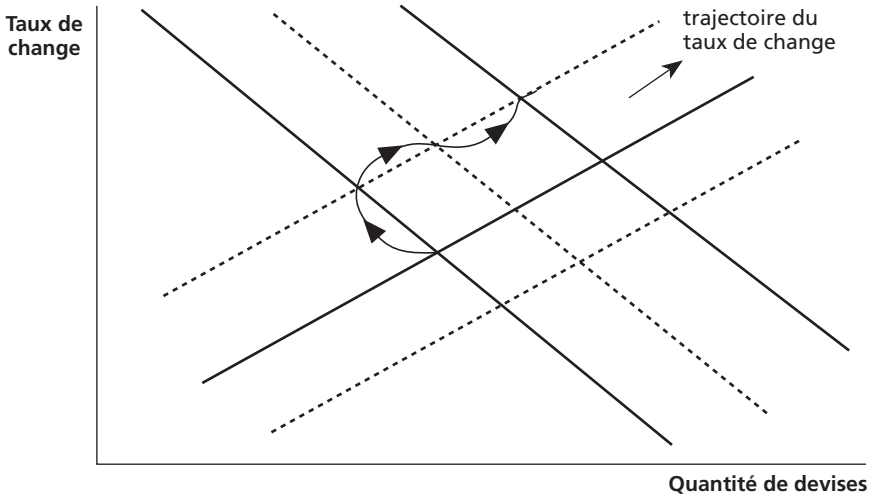
En effet, cette méthode, dite aussi de « chartiste », repose sur l'hypothèse que le mouvement futur du taux de change s'apprécie par rapport à l'évolution passée, un peu comme si « l'histoire se répétait d'elle-même ». Mais par quels raisonnements a-t-on pu aboutir à ce postulat ? On nous explique que tout facteur pouvant influencer les prix d'un bien (en l'occurrence le taux de change) est déjà incorporé dans le prix de ce bien ; en d'autres termes, l'analyse technique ignore, par exemple, l'importance du différentiel du taux de croissance de la masse monétaire ou de l'écart de croissance de la production intérieure brute entre deux pays dans la prévision du taux de change, mais estime simplement que l'impact de ces deux variables se sont déjà manifestées, soit dans le taux de change courant ou passé. De fait, ces variables objectives conditionnent l'équilibre de l'offre et de la demande de devises. Ainsi, le point d'équilibre du taux de change, ou l'intersection entre l'offre et la demande de devise nationale, se déplace constamment (figure 2.11).

L'enjeu consiste donc à suivre la trajectoire constituée des points d'équilibre du taux de change, c'est-à-dire, en définitive, l'évolution passée.

Par ailleurs, et c'est ici l'argument-choc, l'analyse technique considère qu'il faut distinguer les modèles explicatifs des modèles prévisionnels. Dans les exercices de prévision, ce qui compte après tout, c'est ni plus ni moins que la capacité prédictive de l'approche retenue. Or, les modèles explicatifs présentent le double désavantage d'être complexes et de mal décrire la réalité ou alors de ne pas faire l'unanimité, parce que dogmatiques. Et ce n'est pas par hasard que l'on assiste à une prolifération de théories du taux de change. Pire encore, les modèles explicatifs sont tellement descriptifs, qu'une fois l'analyse terminée il est trop tard pour l'appliquer, le *momentum* s'étant envolé. Un marché aussi spéculatif que le marché des changes ne peut que renforcer l'importance du facteur temps (*timing*) de vente ou d'achat de devises, ce qui laisse place à une évaluation subjective et fondée sur des règles très vite opérationnelles.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.11
Équilibre de l'offre et de la demande de devises



Une dernière remarque sur l'opportunité de l'analyse technique s'impose. La simplicité de cette méthode, par la concentration sur la seule variable historique de prix, contraste avec l'approche fondamentale où de nombreuses variables interviennent, sans ignorer les problèmes de leur estimation, même sur des périodes antérieures, ainsi que des exercices économétriques qui leur sont associés. C'est d'ailleurs en vertu de cette raison de concentration sur une variable unique que l'approche technique peut être utilisée pour la prévision des prix de nombreux biens, sans qu'il soit nécessaire d'être spécialisé dans l'analyse industrielle du bien en question. Pour la prévision du taux de change, l'analyse technique ne demande pas une maîtrise de la théorie d'équation des échanges, ni des théories économiques monétaires, ni du système financier.

Le recours aux graphiques mérite quelques explications. Comme Murphy (1987) le précise, « le concept de tendance est absolument essentiel dans l'approche technique ». On entend par là, que les prix bougent en affichant une tendance qui a toute probabilité de se maintenir. Dès lors, l'enjeu consiste à identifier cette tendance et au mieux, à repérer les mouvements de retournement. Et comme l'*histoire se répète*, il est naturel d'observer les mouvements passés. La véracité de cette hypothèse ne peut être débattue qu'à l'égard des évidences empiriques. Cette théorie de retournement des faits historiques n'est pas plus propre à l'analyse technique, mais se trouve au cœur des études de cycle

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

économique. Les successions des phases de récession et d'expansion se font par période de temps et peuvent être prévisibles ! Quoi qu'il en soit, le rejet de cette hypothèse de tendance dans les fluctuations des prix rend futile l'analyse technique et rend du coup plus attrayants d'autres modèles prévisionnels, tels que la promenade aléatoire (*random walk theory*) ou celui que l'on peut dénommer la « théorie de l'inconnu ». Selon l'École de l'inconnu et analysé par Langford (1991),

> qui fait de l'argent grâce à l'analyse des éléments fondamentaux ou grâce à l'analyse technique a tout simplement de la chance ; un peu comme qui gagne à la loterie [...] Que fait le tenant de la théorie de l'inconnu pour faire de l'argent ? Il applique tout simplement des stratégies dites neutres dans lesquelles il a des probabilités de faire du profit, peu importe les mouvements du marché.

Il s'agit en somme de se protéger contre les fluctuations des taux de change ou de spéculer davantage à dessein en jouant avec les innovations financières, tels les contrats à terme, les options, les swaps que nous décrirons ultérieurement. Pour revenir à l'analyse technique, glissons quelques mots sur ses inconvénients. Le fondement théorique de cette approche n'est pas plus convaincant. Premièrement, il n'y a pas de preuve établie que l'usage des séries temporelles soit un meilleur prévisionniste. Deuxièmement, l'analyse subjective requise dans l'identification de la tendance et sa transposition dans le futur présentent le paradoxe d'être à la fois nécessaires et inefficaces. Enfin, autant les modèles explicatifs ont des caractéristiques distinctives selon les auteurs, autant l'analyse technique présente des résultats fort divergents selon les techniciens ou les « chartistes ». En dernier ressort, le domaine de la prévision demeure un art plutôt qu'une science.

2.2.2. Présentation graphique et interprétation

L'origine de la théorie de l'analyse technique est attribuée à Charles Dow, associé d'Edward Jones, qui tous deux travaillaient sur le marché boursier au début du siècle aux États-Unis et avaient mis au point l'indice boursier qui porte encore leur nom (indice Dow Jones). Dow a publié une série d'articles sur l'évolution de l'indice boursier, ainsi que sur des éléments d'interprétation des graphiques. Dow a formulé l'hypothèse que tout est déjà escompté dans le prix et qu'il y a une tendance dans tout marché (soit une tendance principale à long terme, une secondaire ou temporaire et une tendance de fluctuations de très court terme). La tendance principale, autant à la baisse qu'à la hausse, est déterminée successivement par des investisseurs expérimentés, suivis d'investisseurs de notoriété intermédiaire et enfin du public en général, lesquels

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

renforcent le mouvement de tendance déjà enclenché. L'analyse technique a été développée plus tard, autour de ces principaux concepts de Dow. Examinons les caractéristiques de cette approche graphique.

Le technicien ou le « chartiste » a besoin d'une règle, d'un crayon, d'une gomme à effacer et, bien entendu, des séries historiques du taux de change. Maintenant ces opérations de traçage se font plus aisément avec l'ordinateur. Dans l'espace cartésien, on porte le prix (la valeur du taux de change) sur l'ordonnée et le temps sur l'abscisse, soit journalier, hebdomadaire, mensuel, trimestriel ou annuel, suivant la prévision recherchée. Trois types de graphiques sont généralement utilisés : graphes linéaires, graphes en bâtonnets (*bar charts*), graphes en « OX » ou de « points et croix ». Les graphes linéaires représentent un trait qui relie la valeur du cours de change à chaque période de relevé du cours. Les graphes en bâtonnets sont construits selon le même procédé de périodicité-cours que les précédentes, mais indiquent l'écart entre le plus bas et le plus haut par une ligne verticale, ainsi que le dernier cours coté par une ligne horizontale.

Les graphes en « points et croix » sont construits différemment des deux autres. L'ordonnée demeure l'échelle des cours, mais l'abscisse représente des événements et non des périodes. Les variations significatives des cours sont symbolisées par des croix en cas de hausse et par des points, ou « O », en cas de baisse. Le retournement de tendance se traduit par une inscription décalée sur la droite. Dans la suite de cette présentation, nous nous servirons des graphes linéaires, qui se prêtent plus facilement à l'analyse du concept. En vertu du postulat de présence de tendance dans l'analyse technique, un graphique devrait donc l'afficher. Conséquemment, deux principales informations sont contenues dans un graphique : tendances et congestions, comme la théorie de Dow le suggère. Nous avons, jusqu'ici, évoqué le concept de tendance dans une série, sans véritablement offrir une définition précise. Le *Petit Robert* entend par tendance, « ce qui porte à être, à agir, à se comporter de telle ou telle façon ». Mais c'est la définition au sens statistique qui nous éclaire davantage quand le dictionnaire ajoute : « tendance durable pouvant être expliquée graphiquement – les prix ont tendance à monter. Tendance à la hausse ». En d'autres termes, il faut voir à déceler la tendance dans les fluctuations à la hausse ou à la baisse, sans ignorer cependant les zones de stabilité. Les figures suivantes permettent de mieux illustrer cette notion de tendance.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.12
Exemple de tendance à la hausse

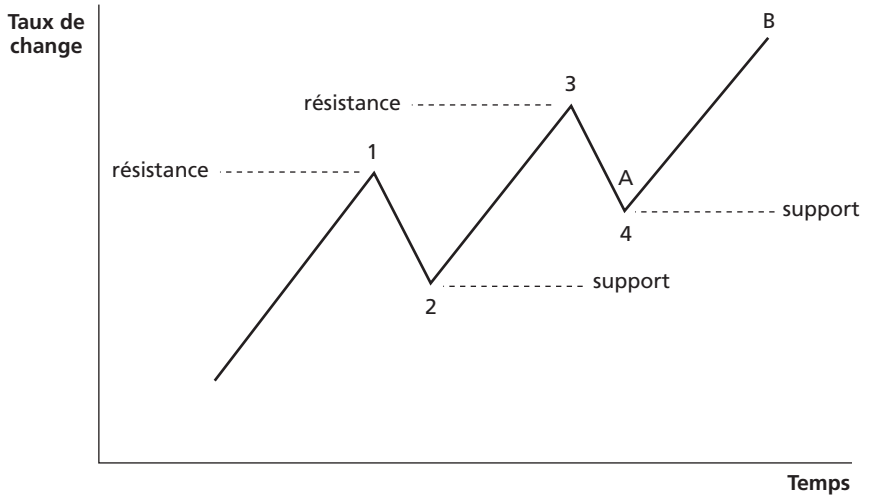
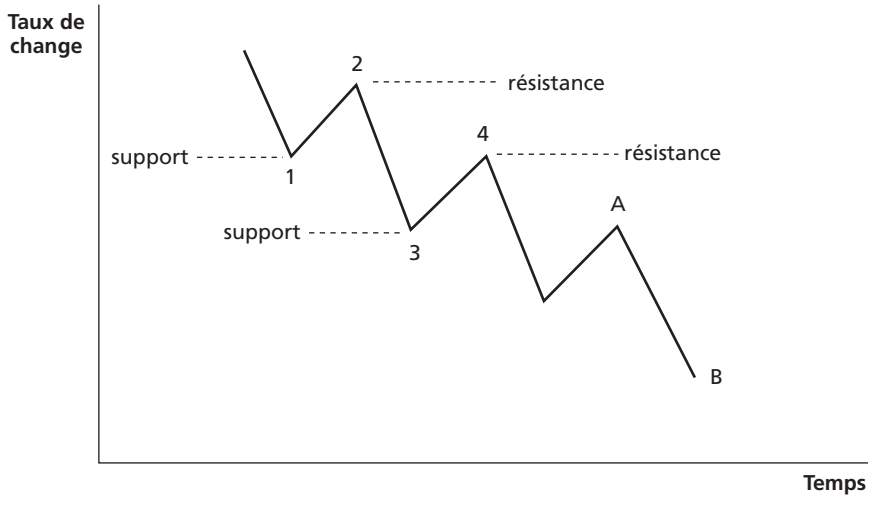


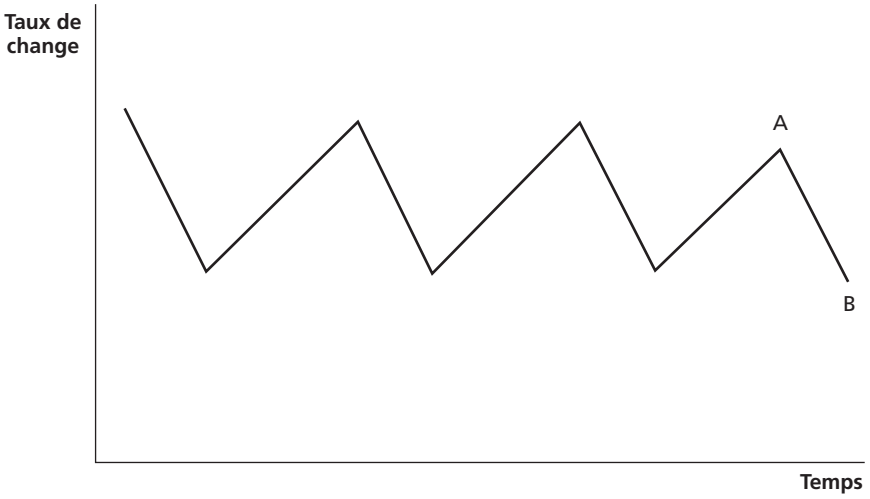
FIGURE 2.13
Exemple de tendance à la baisse



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.14
Exemple de tendance latérale ou mouvement sans tendance



L'interprétation des figures 2.12 et 2.13 est sans équivoque, mais il est à noter que la longueur du segment AB s'avère déterminante pour maintenir la persistance de la tendance ou amorcer un mouvement de repli avant la poursuite de cette tendance. Dans le cas de la figure 2.14, on note une absence nette de tendance, ce qui rend peu appréciable le principe d'analyse technique. On suggère d'ailleurs de se retirer du marché dans ce cas de comportement. Ainsi, il y a possibilité d'arbitrage et de profit dans un marché de variation tendancielle, tandis qu'un marché sans tendance se compare à une loterie ou un jeu de casino.

Quelques précisions supplémentaires sur les mouvements de tendance s'avèrent utiles. On classifie généralement une tendance en trois principales catégories : tendance principale ou de fond, tendance secondaire ou intermédiaire et tendance de fin de période. Chacune de ces catégories s'échelonne sur des durées différentes ; la tendance principale étant la plus longue (6 mois et plus), la tendance intermédiaire sur 3 à 6 mois et la dernière, sur une période encore plus courte. En référence à l'évolution du taux de change canadien à l'égard de la devise américaine (figure 2.15), on peut distinguer plusieurs périodes. Entre la période 1 et la période 7, la fluctuation peut sans doute être caractérisée de tendance à la baisse. De la période 8 à 13, c'est un mouvement à la hausse (signifiant une plus grande dépréciation du dollar canadien). Dans le cas de l'euro (figure 2.16), on peut raisonnablement affirmer que cette devise affiche une tendance à la baisse. Le lecteur notera avec attention

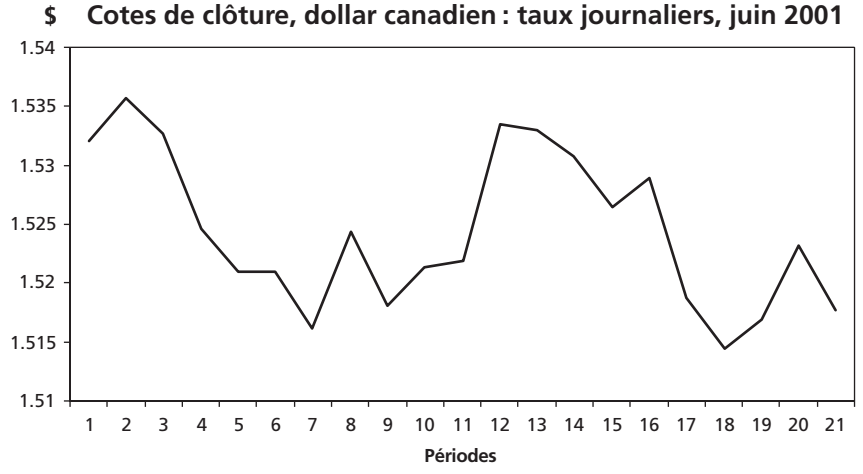
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

que cette interprétation graphique de l'évolution du dollar canadien et de l'euro est celle de l'auteur et peut effectivement différer selon le « chartiste ».

Un autre concept utile dans l'étude des tendances est la ligne de résistance et de support. Dans le figure 2.12, de tendance à la hausse, les points 1 et 3 sont des niveaux de résistance ou des points sommets de prix des périodes antérieures, alors que les points 2 et 4 sont des niveaux de support ou les bas niveaux de prix. L'analyse inverse prévaut pour le cas de la figure 2.13, de tendance à la baisse. Pour qu'une tendance à la hausse se maintienne, il faut que le point de support récent soit plus élevé que le point de support précédent, c'est-à-dire que le graphique soit au-dessus de la ligne de support en diagonale unissant deux bas niveaux. De la même façon, pour qu'une tendance à la baisse se poursuive, il faut que le point de résistance récent soit inférieur au point de résistance précédent, c'est-à-dire que le graphique soit situé au-dessous de la ligne de résistance en diagonale unissant les deux plus hauts niveaux.

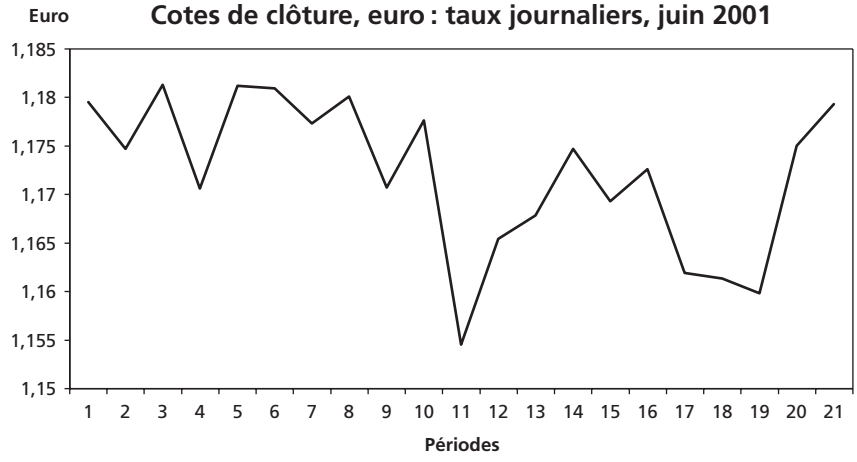
FIGURE 2.15
Cotes de clôture du dollar canadien pour un dollar américain



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

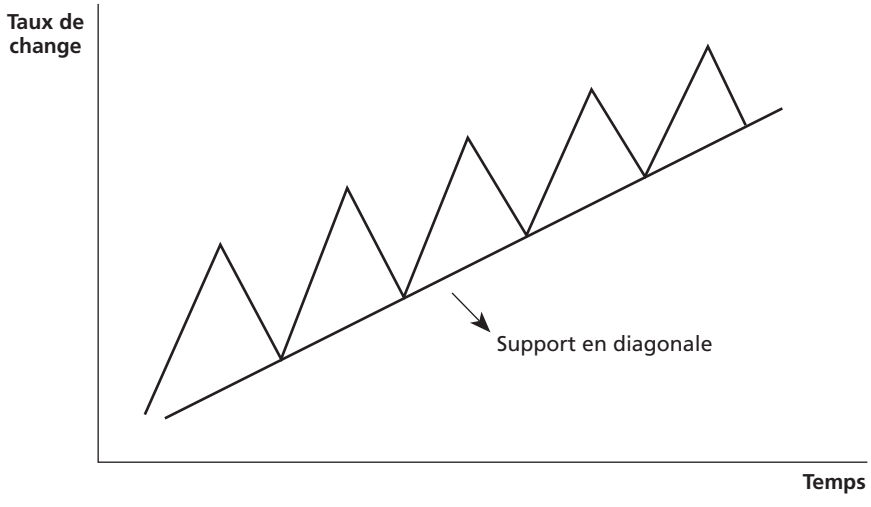
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.16
Cotes de clôture de l'euro pour un dollar américain



Lorsque le prix (taux de change) traverse à la baisse la ligne de support, la tendance à la hausse ne sera plus la même et peut être inversée. Parallèlement, quand le prix traverse à la hausse la ligne de résistance, la tendance à la baisse peut être inversée. Dans de tels cas, où une ligne de tendance est traversée ou cassée, il faudra l'effacer pour en faire une autre unissant les deux points pivots les plus récents.

FIGURE 2.17
Support en diagonale



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Tournons à présent notre attention sur le phénomène des congestions, un autre facteur important dans l'interprétation d'un graphique (figure 2.19). Deux types de congestion s'observent : celles de fin d'une tendance et début d'une autre dans le même sens (type A), d'une part et, d'autre part, celles d'une tendance et début d'une autre en sens contraire (type B).

FIGURE 2.18
Résistance en diagonale

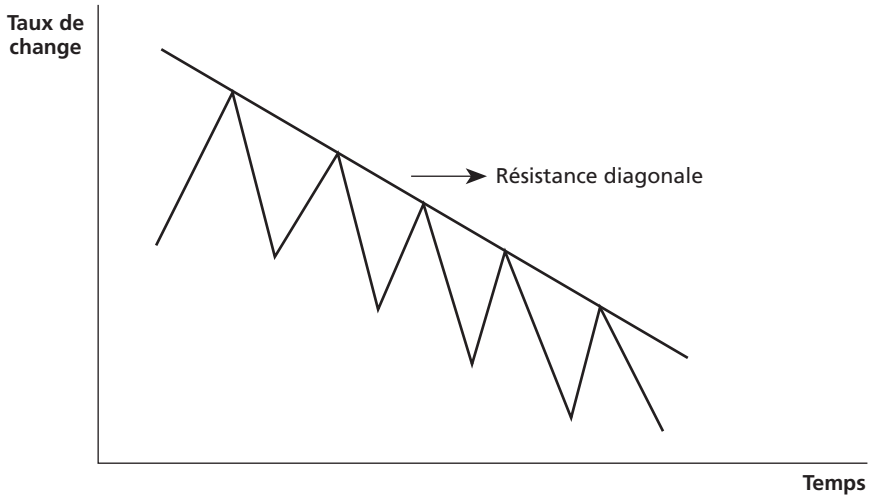
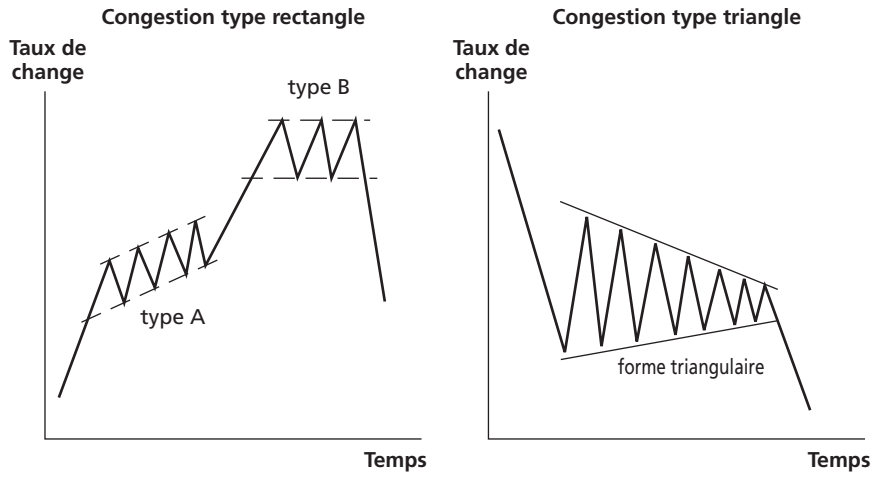


FIGURE 2.19
Congestion : types rectangle et triangle



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La congestion de type A peut prendre différentes formes, dont le rectangle et le triangle. Les formes rectangulaires peuvent être de côtés parallèles aux axes obliques, indiquant que le prix fluctue entre un haut et un bas dans ce corridor. Dans ce cas, et pour une tendance à la hausse, si la nouvelle cotation traverse le haut de la congestion, cela signifie que la tendance à la hausse redémarre. Par contre, si la nouvelle cotation traverse le bas de la congestion, cela indique une inversion de tendance. Les formes triangulaires de congestion sont également variées : triangle isocèle, triangle rectangle descendant, triangle rectangle ascendant. Avec un triangle isocèle aussi caractérisé de triangle symétrique (figure 2.20), il est difficile de prévoir si le prix sortira à la hausse ou à la baisse. La technique prévisionnelle consiste à mesurer la ligne verticale AB (base du triangle) et à la projeter, à partir du point de cassure C, dans une direction comme dans une autre, d'où l'incertitude[17]. Pour un triangle descendant, tel qu'illustré à la figure 2.21, le prix sortira à la baisse et à la hausse avec un triangle ascendant. L'approche prévisionnelle dans ces deux types de triangle est identique et consiste à projeter la base du triangle à partir du point de cassure C. La congestion de type B présente également diverses formes : figure M (tendance à la hausse terminée, nouvelle à la baisse) ; figure W (tendance à la baisse terminée, nouvelle à la hausse) ; figure « tête et épaules », *head and shoulders* ; figure rectangle. La distance de la ligne du cou au sommet de la tête donne l'amplitude maximale de la baisse ou de la hausse, suivant l'épaule droite (figure 2.23). De fait, on suppose que les prix parcourent les mêmes distances en dessous de la ligne du cou que celles du dessus. Ainsi, une autre technique prévisionnelle consiste tout simplement à doubler la distance AB de la figure 2.23 vers le bas comme objectif de prix à espérer[18]. En réalité, la prolongation de la ligne AB, ainsi que la détermination de sa pente est laissée à la discrétion du technicien. Pour une congestion de type B rectangulaire, si la nouvelle cotation traverse à la hausse ou à la baisse le haut ou le bas de la zone de congestion, alors débute une nouvelle tendance. Ajoutons enfin que le chiffre trois ressort de façon prépondérante dans l'analyse technique : trois types de tendance (principale, secondaire, mineure), trois directions (haut, bas, latérale), trois types de triangle (symétrique, ascendant, descendant), trois sources d'information (prix, volume, nombre de transactions), Murphy (1987).

17. La base du triangle exprime le différentiel le plus élevé entre le haut et le bas des fluctuations de prix dans la zone de congestion, ou simplement l'indice de volatilité des prix.

18. La figure *head and shoulders* peut avoir plusieurs têtes ou sommets. On parle ici du double ou triple, *tops and bottoms*.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.20
Congestion : type triangle symétrique

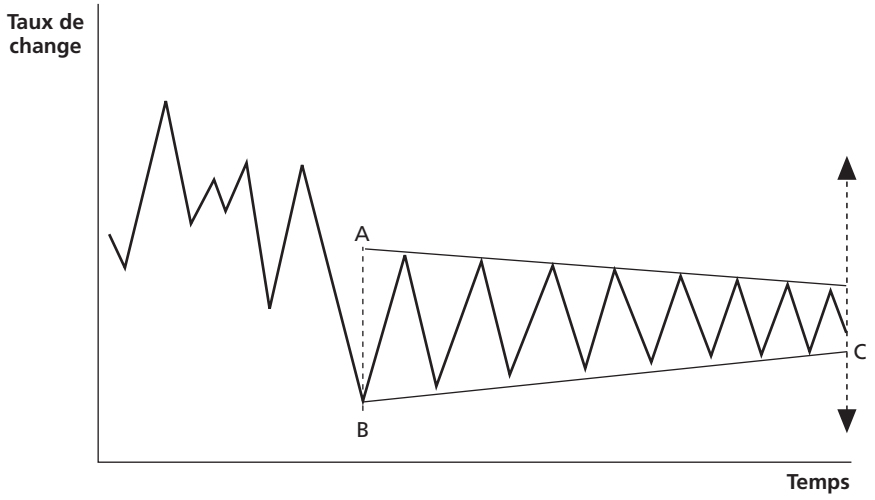
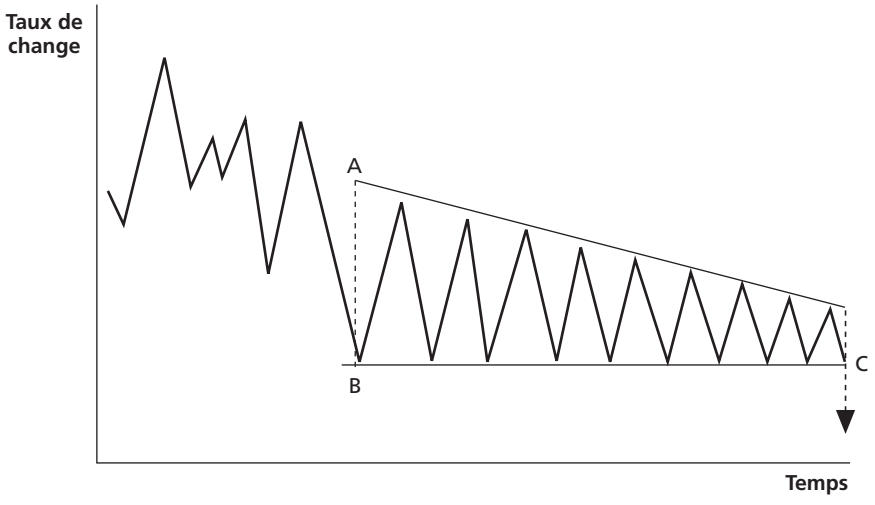


FIGURE 2.21
Congestion : type triangle descendant



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.22
Congestion : type triangle ascendant

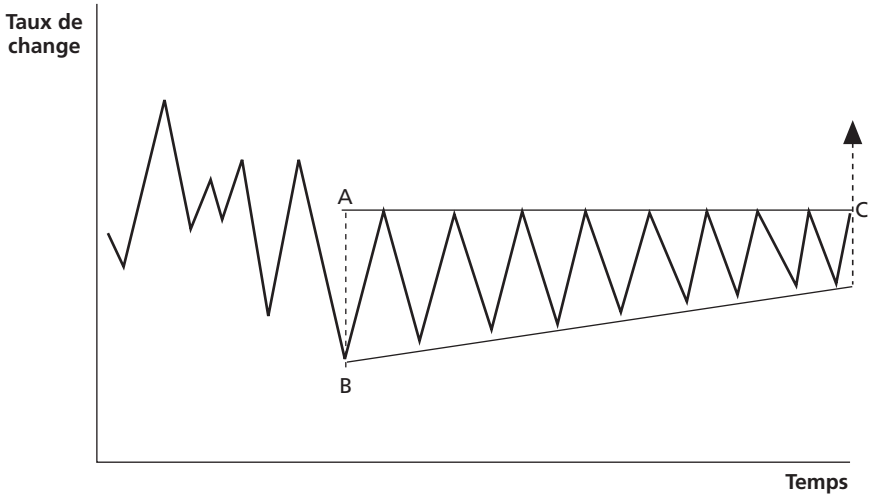
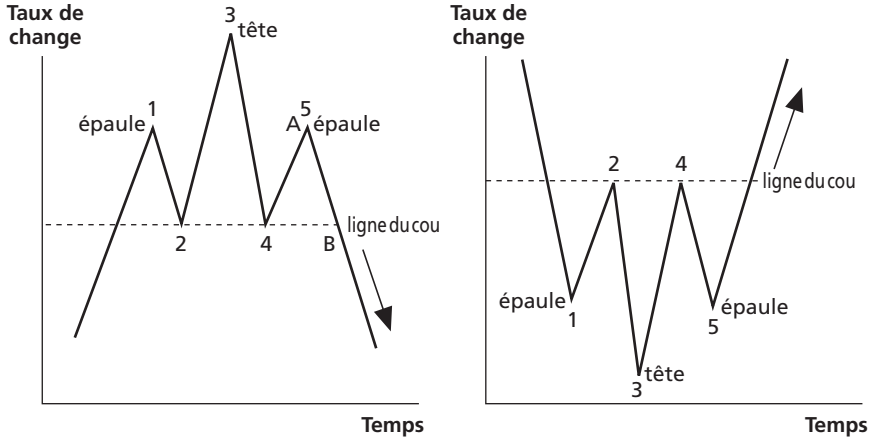


FIGURE 2.23
Congestion : type « tête et épaules »



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.2.3. Les moyennes mobiles et les filtres

La difficulté d'interprétation des graphiques, à partir des évaluations plus ou moins subjectives, a contribué à la recherche d'une procédure systématique, certes contraignante, mais qui au moins pouvait garantir un degré de fiabilité acceptable. La moyenne mobile (*moving average*) se révèle alors utile, particulièrement pour traiter des séries temporelles à valeurs retardées. Comme le terme l'indique, la méthode de la moyenne mobile consiste à effectuer la moyenne d'une série d'observations, en tenant compte de la nouvelle donnée et en retranchant la plus ancienne. Ici, le terme *mobile* prend son sens. Selon l'importance qu'on peut accorder aux nouvelles observations, c'est-à-dire aux nouvelles cotations, la moyenne mobile présente trois grandes caractéristiques :

a) moyennes mobiles arithmétiques ou ordinaires ;

b) moyennes mobiles pondérées ;

c) moyennes mobiles pondérées de façon exponentielle.

L'objet de la moyenne mobile est d'annoncer et de confirmer la poursuite d'une tendance. Plus précisément, le signal d'une nouvelle tendance à la hausse est donné quand le prix (devise) traverse à la hausse sa moyenne mobile. Le signal d'une nouvelle tendance à la baisse provient du mouvement de prix (devise) traversant à la baisse sa moyenne mobile. L'enjeu se résume donc simplement dans le calcul de la moyenne. Mais le lecteur notera avec attention qu'un signal à la hausse ou à la baisse ne donne pas l'amplitude de variation et encore moins le moment exact du début de tendance.

Avant d'examiner à tour de rôle chacune de ces trois méthodes de calcul, il faut penser qu'une moyenne s'effectue sur un nombre fixe de périodes. Par exemple, pour une série trimestrielle, la moyenne peut s'effectuer sur une période de quatre, cinq, six, etc., ce qui signifie que l'on fait la somme des 4, 5 et 6 premières observations, divisée respectivement par 4, 5, 6 et ainsi de suite. La moyenne d'une série varie donc selon la périodicité choisie. Plus la période est longue, plus on accorde implicitement de l'importance aux observations anciennes. Il ne semble pas y avoir de règle précise quant au choix de la période. Nous reviendrons bientôt sur ce point.

La moyenne mobile ordinaire, ou arithmétique, se calcule selon l'expression suivante :

$$\overline{X} = \frac{\sum_{i=1}^{n} x_i}{n}$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

où $\overline{X}$ = la moyenne mobile,

x_i = l'observation à la période i,

n = nombre de périodes fixé.

On refait le calcul dès qu'une nouvelle cotation est disponible en enlevant la première observation et en ajoutant cette observation récente. Une nouvelle série de moyenne calculée est ainsi créée, comme l'illustre l'exemple des tableaux 2.8 et 2.9. Le signal de tendance qui en ressort n'est pas toujours compatible avec les fluctuations réelles du dollar canadien ou de l'euro vis-à-vis le dollar américain[19].

TABLEAU 2.8
Moyenne mobile ordinaire : dollar canadien pour un dollar américain

Période	Cote de clôture	Moyenne mobile à 4 périodes	Signal de tendance
1	1,5320		
2	1,5357		
3	1,5327		
4	1,5246	1,5313	À la baisse
5	1,5209	1,5285	
6	1,521	1,5248	
7	1,5161	1,5207	
8	1,5244	1,5206	
9	1,5181	1,5199	
10	1,5214	1,5200	À la hausse
11	1,5219	1,5215	
12	1,5335	1,5237	
13	1,5329	1,5274	
14	1,5308	1,5298	
15	1,5264	1,5309	À la baisse
16	1,5289	1,5298	
17	1,5187	1,5262	
18	1,5145	1,5221	
19	1,5169	1,5198	
20	1,5232	1,5183	
21	1,5177	1,5181	

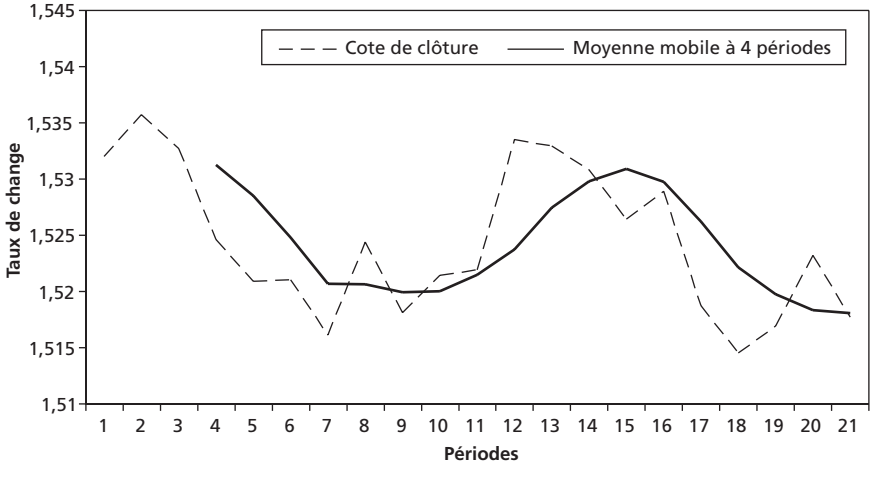
19. Le positionnement de la moyenne mobile ne fait pas l'unanimité parmi les praticiens. Certains suggèrent de placer la moyenne après le nombre de périodes utilisé pour la calculer ; d'autres préconisent plutôt le décalage de la moyenne d'une certaine période en avance, pour qu'elle prenne le sens d'indicateur ou de moyenne mobile avancée. Mais les signaux ne sont pas plus fiables avec la moyenne mobile avancée et peuvent au contraire être retardés.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 2.9
Moyenne mobile ordinaire : euro pour un dollar américain

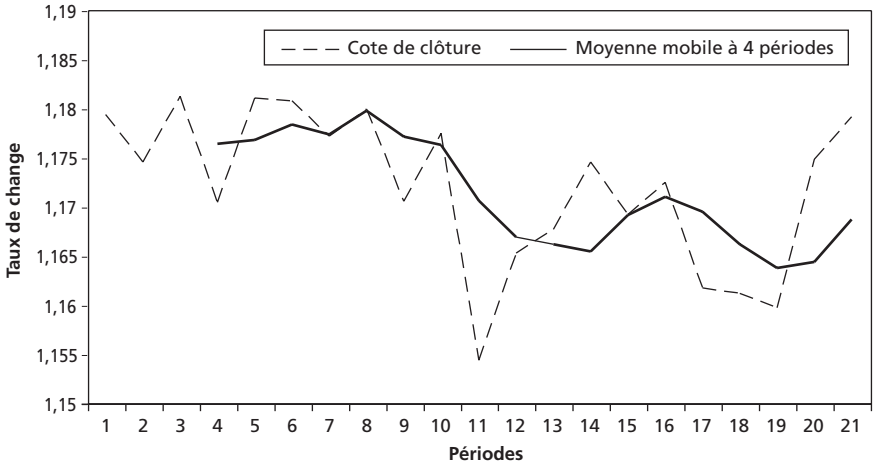
Période	Cote de clôture	Moyenne mobile à 4 périodes	Signal de tendance
1	1,1795		
2	1,1747		
3	1,1813		
4	1,1706	1,1765	À la baisse
5	1,1812	1,1769	
6	1,1809	1,1785	
7	1,1773	1,1775	
8	1,1801	1,1799	À la hausse
9	1,1707	1,1772	
10	1,1776	1,1764	
11	1,1545	1,1707	
12	1,1654	1,1670	
13	1,1678	1,1663	
14	1,1747	1,1656	
15	1,1693	1,1693	
16	1,1726	1,1711	
17	1,1619	1,1696	À la baisse
18	1,1613	1,1663	
19	1,1598	1,1639	
20	1,1750	1,1645	
21	1,1793	1,1688	

FIGURE 2.24
Moyenne mobile ordinaire : dollar canadien pour un dollar américain



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.25
Moyenne mobile ordinaire : euro pour un dollar américain



Comme il se trouve que la moyenne mobile diffère selon la périodicité, il est parfois suggéré de procéder à deux sortes de calcul : l'un de longue période, l'autre de courte période ; ce qui donne deux séries de moyennes mobiles. La décision d'achat et de vente de devises se prend selon le point d'intersection des deux courbes de moyenne. Un signal d'achat est donné par l'intersection à la hausse de la courbe de longue période par la courbe de courte période. Un signal de vente est donné par l'intersection à la baisse de la courbe de longue période par la courbe de courte période. Notons qu'il s'agit bien de la tendance de la courbe de longue période qui importe dans ces énoncés d'achat et de vente. Quoique ces signaux puissent être d'une certaine utilité, ils ne nous paraissent pas appropriés à certains égards. D'une part, la courbe de longue ou de courte période n'est pas unique et varie selon les périodicités respectives retenues et, d'autre part, l'approche de la moyenne mobile ne fournit pas le moment exact, mais indique plutôt une tendance à suivre.

La moyenne mobile pondérée arithmétique vise à accorder une certaine importance aux cotations récentes. Le facteur de pondération (α), à l'instar du nombre de périodes, est laissé à la discrétion du technicien. Il est courant que le poids accordé à la récente observation soit égal à la valeur de la période, c'est-à-dire $\alpha_1 = n$, et de le réduire chaque fois d'une unité pour les observations subséquentes, à savoir : $_i = n + 1 - i$

$$\overline{X} = \frac{\sum_{i=1}^{n} \alpha_i x_i}{\sum_{i=1}^{n} (n + 1 - i)}$$

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

où $\overline{X}$ = moyenne mobile pondérée,
x_i = observation de la période i,
$(n + 1 - i) = \alpha_i$ = facteur de pondération,
n = nombre de périodes fixé.

Le tableau 2.10 illustre le résultat de ce calcul et l'interprétation de tendance.

La moyenne mobile exponentielle permet de miser encore davantage sur l'importance des observations récentes. On suppose qu'il y a décroissance exponentielle des cotes précédentes. Le procédé de calcul de la moyenne mobile exponentielle est un peu plus complexe et demande l'utilisation des ordinateurs. Comme il est mentionné un peu plus haut, la méthode de la moyenne mobile ordinaire ou pondérée a le défaut de pouvoir donner un mauvais signal, particulièrement durant les phases de congestion et aussi, d'être moins précise sur le *timing*. Il se produit donc un décalage entre le signal de tendance et la situation effective ; d'où possibilité de perte de profit. Afin de pallier ces inconvénients, la méthode du *filtre* a été développée.

TABLEAU 2.10
Moyenne mobile pondérée : dollar canadien pour un dollar américain

Période	Cote de clôture	Moyenne mobile à 4 périodes	Signal de tendance
1	1,5320		
2	1,5357		
3	1,5327		
4	1,5246		
5	1,5209	1,5300	À la baisse
6	1,5210	1,5259	
7	1,5161	1,5229	
8	1,5244	1,5194	À la hausse
9	1,5181	1,5209	
10	1,5214	1,5199	
11	1,5219	1,5205	
12	1,5335	1,5212	
13	1,5329	1,5261	
14	1,5308	1,5297	
15	1,5264	1,5311	À la baisse
16	1,5289	1,5297	
17	1,5187	1,5289	
18	1,5145	1,5245	
19	1,5169	1,5198	
20	1,5232	1,5177	
21	1,5177	1,5191	

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le principe des filtres est similaire à celui de tunnel, d'une enveloppe, d'une bande, ou en anglais *buffer zone*. Il s'agit, en fait, de calculer la moyenne mobile et d'y ajouter ou soustraire un pourcentage donné pour obtenir une moyenne supérieure et une moyenne inférieure. Une tendance à la hausse est détectée si la cotation traverse à la hausse la moyenne mobile supérieure et à la baisse, si elle traverse à la baisse la moyenne inférieure ; d'où les signaux respectifs d'achat et de vente. Dans le calcul de la moyenne mobile, le choix du nombre de périodes s'avère crucial.

Des devins ont fourni des éléments de réponse. Le nom du mathématicien italien du XIII^e siècle, Leonardo Fibonacci, est devenu célèbre en contribuant à l'adoption, en Europe, du système de numérotation arabe et de la mise au point de la fameuse série visant à résoudre le problème de reproduction des lapins :

1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144..... ∞.

Deux principales caractéristiques de la série Fibonacci sont mises en relief :

a) chaque nombre de la série est égal à la somme des deux nombres précédents, à savoir : 2 = 1 + 1 ; 3 = 2 + 1 ; 89 = 55 + 34 ; 144 = 89 + 55.

b) à l'exception des quatre premiers nombres, chaque nombre de la série, divisé par celui qui le précède, donne un ratio approximatif de 1,618 ou l'inverse de 0,618, c'est-à-dire : 21/13 ≈ 34/21 ≈ 55/34 ≈ 1,618

Le ratio 1,618 devient le ratio d'or (*golden ratio* ou *golden mean*), déjà connu par les Anciens Grecs et les Égyptiens qui l'utilisaient dans la construction des pyramides. Comme Langford (1991) le rapporte, « une statue grecque donne 1,6, un temple avait des proportions divines dans ses dimensions, c'est-à-dire la hauteur, la longueur, la largeur étaient connues pour respecter le ratio d'or ». De là, l'application du ratio à tout un éventail d'activités humaines : musique, art, architecture. Pourquoi pas les activités boursières et le marché des changes ! Les nombres de Fibonacci, tels que 5, 8, 13, 21, 34 sont des candidats idéaux pour le choix de périodes dans le calcul de la moyenne mobile, en raison de leurs propriétés. La courbe de courte période peut être construite avec une période de 3, 5, 8, 13, tandis que celle de longue période avec un chiffre de 21, 34, 55, 89, 144... selon la longueur de la série. Il s'agit là bien sûr d'une évaluation subjective, de sorte que le nombre de périodes pour le calcul de la moyenne mobile demeure toujours une affaire de choix.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 2.26
Moyenne mobile pondérée : dollar canadien pour un dollar américain

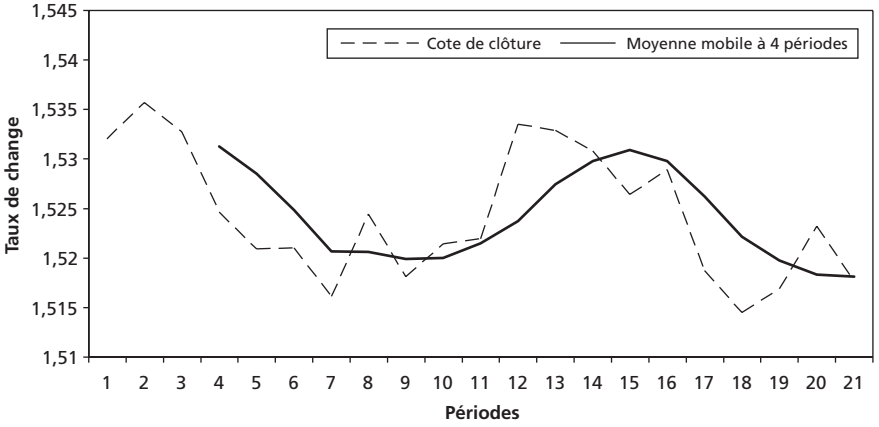
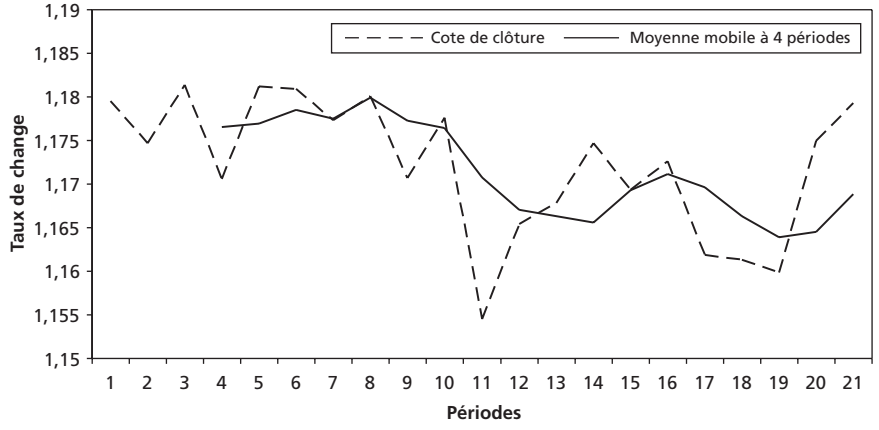


FIGURE 2.27
Moyenne mobile pondérée : euro pour un dollar américain



Dans le raffinement de la méthode de moyenne mobile, on a développé l'approche de l'oscillateur pour mieux prévoir l'évolution des prix dans une phase de congestion et, plus particulièrement, durant les phases de fluctuations latérales. L'oscillateur a pour objet de donner un signal d'un marché surévalué ou sous-évalué ; ce qui le rend attrayant pour le marché des changes. Un oscillateur est une représentation graphique du mouvement des prix dans un système cartésien où l'axe des abscisses représente le temps et l'axe des ordonnées peut prendre deux formes :

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

a) une échelle de 0 à 100 ;

b) une ligne horizontale représentant 0 au-dessus de laquelle les valeurs sont positives et au-dessous de laquelle elles sont négatives et avec des valeurs extrêmes.

L'interprétation d'un oscillateur se fait selon le principe suivant : lorsque le prix (la devise) atteint les points maximaux de l'oscillateur, cela signifie que le marché est surchargé et qu'un mouvement inverse va se produire. Ainsi, on achète la devise lorsque le point maximal inférieur est atteint et on la vend lorsque le point maximal supérieur est atteint. De plus, un signal de tendance est donné quand le prix traverse la ligne horizontale zéro. L'explication de cette interprétation se base sur le concept de *momentum*[20]. Le momentum s'exprime par la différence entre deux observations à deux périodes différentes. C'est en somme le taux de variation des prix. Ici, le choix de la période importe beaucoup. On parle ainsi de momentum à n période, soit 30 jours, 60 jours, 1 mois, 3 mois, etc. Par exemple, pour une série mensuelle d'observation, le momentum à 3 périodes signifie le calcul suivant :

où $M_{n=3} = X_t - X_{t-3}$

$M_{n=3}$ = momentum à 3 périodes (3 mois),

X_t = observation à la période t,

X_{t-3} = observation à la période retardée de 3 mois.

Plus la période est courte, plus les variations sont prononcées et vice versa. Le nombre de périodes indique donc la sensibilité du momentum. Les valeurs du momentum sont portées sur un graphique avec comme abscisse, le temps. Sur l'ordonnée, les données positives du momentum sont indiquées au-dessus de la ligne horizontale zéro et les données négatives en dessous. On peut ainsi visualiser la vitesse de croissance des prix ou la vélocité.

En général, un signal d'achat est donné quand le prix traverse à la hausse la ligne zéro et un signal de vente, quand le prix traverse à la baisse la même ligne. On normalise les données du momentum afin d'obtenir des points maximaux et minimaux. À ce sujet, plusieurs techniques ont été mises au point, dont, entre autres, l'indice de force relative

20. On aurait pu penser que le terme *momentum* pourrait avoir une signification proche de *moment* ou du *timing*, mais cela ne semble pas être le cas, puisqu'il traduit la notion de variation ou de vélocité.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

[*Relative Strength Index* (RSI)] et les oscillateurs stochastiques. Le RSI fut développé par J. Welles Wilder et appliqué au marché des valeurs mobilières et se calcule comme suit :

$$RSI = 100 - [100/1 + RS]$$

ou RS = moyenne de momentum positif/moyenne de momentum négatif.

Dans ce calcul, on prend généralement le chiffre 14 jours pour le nombre de périodes, c'est-à-dire que : $M_{n=14} = X_t - X_{t-14}$.

La valeur moyenne du momentum est obtenue en divisant la somme des données positives par 14, ou la somme des données négatives par 14. Avec le RSI, on obtient une échelle allant de 0 à 100 qui varie au fur et à mesure que les informations deviennent disponibles. Bien entendu, il n'est pas indiqué d'observer les deux lignes extrêmes de 0 et 100 pour donner le signal de vente ou d'achat. Un ordre de vente peut être donné dès que le RSI atteint 70 % ou 80 % du point extrême supérieur, tandis qu'un ordre de vente peut s'effectuer à partir d'un RSI à 30 %, 20 % ou 10 % du point inférieur de la ligne 0.

La méthode des oscillateurs stochastiques a également pour but de normaliser l'échelle des valeurs du momentum. À cet effet, deux courbes sont déterminées pour mesurer l'écart entre le prix de clôture (dernière observation disponible), le haut et le bas d'une série d'observations. La formule est la suivante :

$$\%\,K = 100 \cdot \frac{X_t - \underline{X}}{\overline{X} - \underline{X}}$$

ou X_t = dernière observation au temps t,

$\underline{X}$ = le bas durant la période considérée (14 jours ou 5 jours...),

$\overline{X}$ = le haut durant la période considérée (14 jours, 5 jours...).

La valeur % K est comprise entre 0 et 100, puisque le numérateur est inférieur ou égal au dénominateur. L'autre formule, dite de % D, est une moyenne mobile de trois jours, obtenue à partir de la série % K déjà calculée. Un signal d'achat est donné quand la courbe moyenne mobile % D atteint 10 % ou 15 % de la ligne inférieure 0 et un signal de vente quand elle atteint 80 % à 90 % de la ligne supérieure de 100. Aussi, l'intersection de % K et % D révèle des informations pertinentes. Une tendance à la hausse des prix s'annonce quand le % K traverse à la baisse le % D. Faisons remarquer que le choix du nombre de périodes dans la théorie des oscillateurs est aussi arbitraire. Les nombres de Fibonacci peuvent sans doute être d'une certaine utilité !

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.2.4. Conclusion

En résumé, l'analyse technique ne vise rien d'autre que de prévoir l'évolution des prix et ignore les raisons de cette fluctuation. Le recours à des séries historiques a une certaine utilité dans la mesure où, d'une part, il importe de disposer de ces renseignements dans toute tentative prévisionnelle et, d'autre part, qu'il est parfois malaisé de réfuter l'hypothèse que l'histoire peut se répéter. On voit mal, en effet, comment on peut parler de prévision, sans avoir en mains les informations actuelles. Toutefois, le processus d'identification et de projection de tendance, qu'il soit fondé sur une lecture subjective des graphiques ou sur des modèles mathématiques, n'apparaît pas véritablement *scientifique*. C'est davantage une *technique* où l'arbitraire demeure prépondérant. On ne se surprend guère que l'on évoque la pertinence des nombres de Fibonacci quant au choix du nombre de périodes dans le calcul de la moyenne mobile, dans la théorie des oscillateurs ou la théorie des vagues d'Elliott[21]. Une vraie compréhension des mécanismes d'ajustement des taux de change requiert forcément l'analyse fondamentale, tel qu'exposé dans les chapitres précédents.

RÉSUMÉ : LE MARCHÉ DES CHANGES

1. Le marché des changes présente de nombreux acteurs, allant des banques centrales aux banques commerciales et aux courtiers en passant par des investisseurs et des commerçants de toute origine. Les transactions sont également diversifiées selon les devises, les places financières, les opérations (swap, comptant, à terme) et les parties contractantes (entre banques, avec des clients). L'ampleur des transactions sur le marché des changes est telle qu'en deux semaines elles dépassent de loin les exportations d'une année pour chacun des principaux pays industrialisés.

21. La théorie des vagues d'Elliott est une autre méthode de lecture des graphiques. La description des vagues se fait à partir des nombres de Fibonacci, c'est-à-dire, par exemple, que le nombre de vagues d'une tendance principale est un nombre de Fibonacci ; chacune des vagues se subdivise en parties, dont le nombre en est un de la série de Fibonacci. Ainsi, une bonne description des vagues passées permet de prévoir les vagues futures. Pour de plus amples informations sur le sujet, voir Murphy, John, *Technical Analysis of the Futures Markets*, Prentice-Hall, 1986, p. 371-401.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2. La volatilité des taux de change est un des traits marquants du marché financier au cours des 20 dernières années. Plusieurs théories explicatives ont été développées, dont voici les faits saillants.
   - La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) établit que les monnaies nationales ont des pouvoirs d'achat en termes de biens et services réels qui tendent à s'égaliser. Autrement dit, il y a une relation prévisible entre l'inflation et les variations de la valeur relative des devises. La vérification empirique ici effectuée indique que la PPA, quoique imparfaite, constitue un puissant facteur explicatif des taux de change. Les pays les plus inflationnistes sont également ceux dont les devises se sont le plus dépréciées au cours de la période 1980-1989.
   - L'approche monétaire relie les variations du taux de change à long terme à la performance relative du pays au chapitre de la croissance économique, de la masse monétaire et des anticipations des agents sur la prime à terme, lesquelles peuvent se refléter dans l'écart inflationniste, l'écart des taux d'intérêt ou simplement le taux de change de la période antérieure. Quoique ce modèle soit logique dans sa structure, sa vérification à la base économétrique s'avère moins concluante en raison des données, du choix de la période d'estimation et surtout des procédures d'estimation.
   - L'approche de portefeuille ou des actifs est en développement croissant. Elle considère que les fluctuations des taux de change trouvent leurs sources dans les décisions des détenteurs de capitaux qui ajustent leur portefeuille constitué de titres domestiques et étrangers en fonction des primes de risque. À l'heure des flux importants de capitaux, grâce aux facilités des nouvelles technologies et de la déréglementation, cette théorie semble appropriée pour expliquer les variations de court terme des taux de change.
   - La théorie psychologique du taux de change stipule que les gens vont dans la même direction que les autres. On tombe ici dans le débat non résolu sur la spéculation, laquelle peut être stabilisante ou déstabilisante.
   - L'approche de l'« analyse technique » a principalement pour but, non pas d'expliquer, mais de prévoir l'évolution future des taux de change. Cette analyse est basée sur le postulat qu'il existe une tendance dans les variations de taux de change qu'il importe de décrire et de projeter. À cet égard,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

plusieurs techniques ont été mises au point pour la classification des graphiques, ainsi que le recours à des calculs de moyennes mobiles arithmétiques ou pondérées.

3. Les crises de devises survenues au cours des années 1990, tant dans les pays industrialisés (crise du SME) que dans les pays en développement (crise asiatique, crise du Mexique, etc.) ont suscité de nouvelles recherches visant pour l'essentiel à fournir des explications. Il ressort de cette documentation que les incertitudes politiques, l'instabilité sociale, les difficultés économiques persistantes (profonds déséquilibres des « fondamentaux » économiques) contribuent à des attaques spéculatives sur les devises, particulièrement des pays en développement. Pour les pays industrialisés, l'anticipation d'un changement de politique économique, combinée à une trêve de spéculation autoréalisante inhérente au système de taux flexible semble être l'explication dominante.

MOTS CLÉS

actif financier
analyse technique
anticipation rationnelle
arbitrage couvert
congestion
crises de change
Fibonacci (nombre)
efficience de marché
escompte à terme
modèle de portefeuille
inflation
masse monétaire
moyenne mobile
modèle monétaire
momentum
périodicité
oscillation
parité de taux d'intérêt
prime de risque
PPA
prime à terme
spéculation
résistance (ligne)
revenu réel
crises de change
support (ligne)
surajustement (*overshooting*)
taux de change à terme (*forward*)
taux de change courant (*spot*)
taux de change effectif réel
triangle
théorie psychologique

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

PROBLÈMES DE RÉVISION

1. Définissez les termes suivants : spéculation stabilisante ; phénomène du surajustement ; parité du pouvoir d'achat ; effet Fisher ; efficience des marchés ; marché à terme.

2. On considère souvent qu'un régime de parité fixe protège l'économie contre les chocs monétaires ou fiscaux, qu'il amène une discipline dans les politiques monétaires et qu'il rend la vente et l'achat international des biens et services moins risqués. On dit aussi que le monde peut vivre soit avec un régime fixe et une libéralisation des échanges, soit avec un régime flexible et le protectionnisme, mais en aucun cas avec un régime flexible et une libéralisation des échanges. Commentez.

3. La volatilité des taux de change a-t-elle un rapport avec les politiques monétaires ou est-elle plutôt le résultat des activités spéculatives ? Comparez, sur les périodes 1972-1982 et 1982-1991, l'écart inflationniste et les fluctuations de taux de change des pays de l'OCDE avec les États-Unis.

4. Selon l'approche monétaire du taux de change, une hausse relative des taux d'intérêt entraîne une dépréciation. Commentez.

5. La compagnie XYZ dispose de 1 million de dollars canadiens pour effectuer des placements à court terme. Dans sa stratégie de diversification de portefeuille, elle considère l'opportunité d'acheter des bons du Trésor du gouvernement fédéral à 90 jours, rapportant 3,0 % d'intérêt durant cette période et ceux du gouvernement américain comportant un taux de 2,0 % à 90 jours. Les fluctuations du dollar canadien, par rapport au dollar américain, sont ci-après résumées (données du premier trimestre de chaque année : valeur de 1 $US en $CAN).

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1,167	1,146	1,209	1,290	1,366	1,372	1,301	1,365	1,40	1,486	1,485

Le vice-président à la trésorerie de cette compagnie vous consulte quant aux décisions à prendre de l'année 2000, compte tenu du critère de rentabilité.

a) Lui conseillez-vous de placer le montant en bons du Trésor américains et pourquoi, sachant que le taux de change futur (à 90 jours) est de 1,4900 en ce début d'année 2000 ?

b) Que faut-il conclure sur la parité des taux d'intérêt ?

c) Constatant que votre réponse prenait en compte le taux de change futur, le vice-président est curieux d'en apprendre davantage sur les facteurs déterminant le taux de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Baserez-vous votre réponse sur l'approche monétaire, la parité du pouvoir d'achat, la théorie psychologique de change ou l'approche de portefeuille ? Expliquez votre choix.

6. Vérifiez si les primes à terme ou les escomptes à terme aident à prévoir l'évolution du taux de change (référez-vous à une ou deux devises particulières).

7. Expliquez si un taux de change flexible permet d'équilibrer la balance commerciale et si un tel régime de parité devrait être poursuivi par le Canada plutôt qu'un régime de parité fixe. Examinez le cas du Mexique.

8. Dans l'hypothèse de flexibilité parfaite des taux de change entre le Canada et la zone euro, évaluez si chacun des événements suivants entraîne une dépréciation ou une appréciation du dollar canadien vis-à-vis l'euro :
   a) une augmentation soudaine des touristes canadiens en France ;
   b) un dépôt en dollars canadiens par la Société Air France pour une durée de 3 mois auprès de la Banque Nationale à Montréal ;
   c) un taux d'intérêt réel plus élevé dans la zone euro incitant les investisseurs canadiens, dont en particulier les banques commerciales, à placer leurs fonds en France ;
   d) une hausse d'achat de vin de la Société québécoise des alcools (SAQ) auprès des producteurs français ;
   e) un écart d'inflation d'environ 3 % à la faveur du Canada ;
   f) une hausse soudaine de la masse monétaire au Canada suite à des politiques expansionnistes d'un nouveau gouvernement qui ressort gagnant d'une élection où le thème central est la création d'emploi ;

9. Le tableau suivant donne la cotation du taux de change au comptant de certaines devises dans le journal *Globe and Mail* de Toronto :

Dollar canadien

	1er février 2002	27 août 2002
Dollar américain	1,5907	1,5538
Franc suisse	0,9260	1,0623
Livre sterling	2,2530	2,3838
Euro	1,3705	1,5277
Nouveau peso (Mexique)	0,1737	0,1693
Yen	0,0118	0,0135

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Précisez le type de cotation (certain ou incertain) du dollar canadien. Le dollar canadien est-il déprécié entre les deux dates par rapport au dollar américain ? Qu'en est-il de sa fluctuation vis-à-vis le franc suisse, le peso et l'euro ?

10. On dit souvent que les opérations d'arbitrage contribuent à stabiliser les taux de change.

    a) À l'aide des données suivantes, illustrez le cheminement d'arbitrage ainsi que le montant maximal de revenu d'opération pour un arbitragiste de New York disposant d'un budget de 400 000 $US.

Cotisation	
New York	1 livre sterling = 1,4560 $US 1 euro = 0,8610 $US
Londres	1 livre sterling = 1,4778 $US 1 euro = 0,8590 $US
Paris	1 livre sterling = 1,4400 $US 1 euro = 0,8620 $US

    b) À quoi est dû le succès de cette opération ?

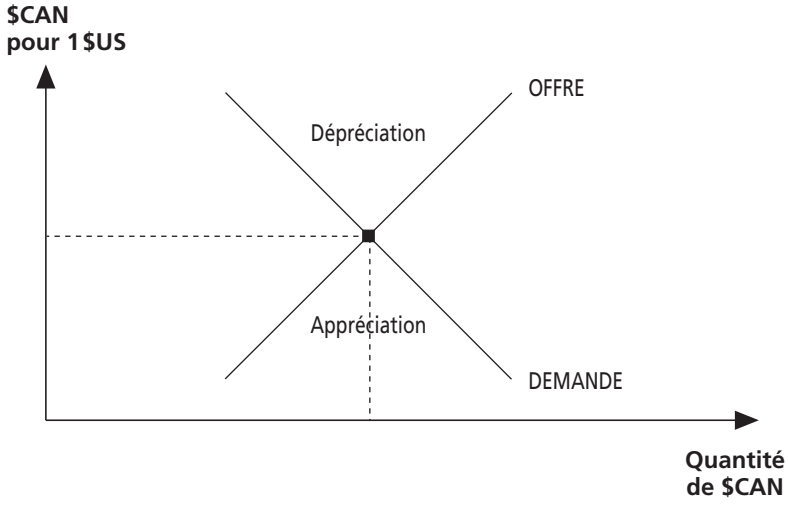
    c) L'arbitragiste juge-t-il de l'évolution des taux de change ?

11. À l'aide du graphique suivant :

    a) évaluez l'impact d'une hausse de demande américaine de dollars canadiens ;

    b) précisez votre réponse en a) sur le graphique ;

    c) que se passe-t-il lorsque l'offre de dollars canadiens augmente ?



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

12. Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils élevés dans les PVD ?

13. Dans l'analyse technique de prévision des taux de change, on a souvent recours aux nombres de Fibonacci pour le choix de la périodicité dans le calcul de la moyenne mobile, soit arithmétique, soit pondérée. Que révèlent ces nombres et en quoi peuvent-ils améliorer les prévisions des taux de change ?

14. Les fluctuations des taux de change à court terme sont de nature aléatoire et, par conséquent, rendent inopérante l'analyse technique. Qu'en pensez-vous ?

15. L'analyse technique repose sur l'hypothèse que chaque cotation des taux de change d'une devise par rapport à une autre reflète l'équilibre de l'offre et de la demande. Qu'y a-t-il de faux dans ce raisonnement ?

16. Vous êtes sur le point d'acheter une voiture Volkswagen Jetta pour le prix de 21 000 $CAN. Votre concessionnaire vous offre un modèle déjà disponible sans délai et à ce prix ou d'attendre deux mois pour vous prévaloir du même modèle qui serait placé en commande, mais dont le prix dépendra des fluctuations du mark. Le jour où vous devez décider de placer cet ordre d'achat ou de commande, le mark se transige à 0,60 $ au comptant et à 0,623 au terme de 60 jours. Expliquez votre décision d'achat et précisez vos hypothèses ou vos anticipations.

17. L'analyse technique est l'une des principales méthodes de prévision utilisée sur le marché des devises.

    a) Expliquez le procédé de cette approche à l'aide des données suivantes et selon la méthode moyenne arithmétique ordinaire (précisez vos hypothèses de travail).

    Données journalières, euro pour 1 dollar américain au cours de juin 2001 :

    1,17952 1,17467 1,18133 1,17055 1,18120 1,18092 1,17730 1,18008
    1,17069 1,17758 1,15447 1,63370 1,16782 1,17467 1,69320 1,17261
    1,16185 1,16131 1,15982 1,17495 1,17925

    b) Répondez à la question a) avec la méthode de moyenne arithmétique pondérée.

    c) Que pensez-vous de cette procédure prévisionnelle en comparaison de l'analyse fondamentale ?

18. Les primes à terme ou les escomptes à terme sont de puissants indicateurs de l'évolution du taux de change. Évaluez.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

19. À supposer que les causes de la dépréciation du dollar américain sont :
    a) une hausse démesurée de la masse monétaire ;
    b) une hausse appréciable de productivité au Japon et en Europe ;
    expliquez les impacts différentiels de ces deux causes de dépréciation sur l'économie américaine.
20. Expliquez le processus par lequel une banque centrale peut influencer la valeur de sa devise sur le marché des changes par le biais des actions suivantes :
    a) achat et vente des devises étrangères ;
    b) politique monétaire restrictive ;
    c) augmentation des dépenses publiques financées par l'émission des obligations qui sont vendues aux nationaux et aux étrangers.
21. En dépit de leur engagement formel pour un régime flexible de taux de change, chacune des banques centrales essaie par tous les moyens possibles de stabiliser la valeur de sa devise. Pourquoi une dépréciation ou une appréciation des taux de change est-elle ainsi mal perçue par les banques centrales ?
22. Dans l'hypothèse où le taux d'intérêt baisserait sensiblement au Royaume-Uni par rapport au taux de la zone euro, la livre sterling aurait-elle tendance à se déprécier ?
23. Le gain de détention des devises étrangères tend à disparaître avec les fluctuations excessives des taux de change. Évaluez.
24. Fournissez des évidences empiriques de l'importance de l'effet des nouvelles sur les taux de change.
25. Caractérisez les participants au marché des changes selon leurs motifs, leur volume de transactions ainsi que le type d'opérations auquel ils ont recours.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

BIBLIOGRAPHIE

Allen, Polly R. (1973). « A Portfolio Approach to International Capital Flows », *Journal of Political Economics*, vol. 3, nº 2, p. 135-160.

Artus, P. (1988). « Efficience et cloisonnement du marché des changes et des marchés financiers en France (1970-1986) », *Cahiers économiques et monétaires*, nº 31, Paris, Banque de France.

Artus, P. (1994). « Pourquoi y a-t-il des attaques spéculatives contre le franc ? », *Revue d'Économie politique*, vol. 104.

Artus, P. (1997). *Économie des taux de change*, Paris, Économica, « Économie Poche ».

Baillie, Richard T. (1989). « Econometric Tests of Rationality and Market Efficiency », *Econometric Review*, vol. 8, p. 151-186.

Baillie, Richard T. et Patrick McMahon (1989). *The Foreign Exchange Market. Theory and Econometric Evidence*, Cambridge, Cambridge University Press.

Balassa, Bela (1964). « The Purchasing Power Parity Doctrine : A Reappraisal », *Journal of Political Economy*, vol. 72, p. 584-596.

Balassa, Bela (1972). « The Purchasing Theory Doctrine : a Reappraisal », *Journal of Political Economy*, décembre.

Bailey, R.W., R.T. Baillie et P.C. MacMahon (1984). « Interpreting Econometric Evidence on Efficiency in the Foreign Exchange Market », *Oxford Economic Papers*, vol. 36, p. 67-85.

Banque du Canada, *Revue de la banque*, divers numéros.

Bilson, John F.O. (1978). « Rational Expectations and the Exchange Rate », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, New York, Addison-Wesley Publishing Company.

Bilson, John F.O. (1979). « Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination », *IMF Staff Papers*, vol. 26, p. 201-223.

Bilson, John F.O. (1980). « The Speculative Efficiency Hypothesis », *NBER, working paper,* nº 474.

Bilson, John F.O. (1981). « The Speculative Efficiency Hypothesis », *Journal of Business*, nº 54, p. 435-451.

Bisignano, Joseph et Kevin Hoover (1983). « Some Suggested Improvements to a Simple Portfolio Balance Model of Exchange Rate Determination with Special Reference to US Dollar/Canadian Dollar Rate », *Weltwirtschaftliches Archiv (World Economic Review),* vol. 119, p. 19-37.

Blanchard, O. et M. Watson (1984). « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », *Annales de l'INSEE*, nº 54.

Bordo, M.D. et E.V. Choudri (1982). « Currency Substitution and the Demand for Money : Some Evidence from Canada », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, p. 48-57.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Borowski D. et C. Couharde (1998). « Parité eurodollar et ajustements macroéconomiques : Que révèle une analyse en termes de taux de change d'équilibre ? », *Revue d'Économie financière*, vol. 49, septembre.

Branson, William H. (1969). « The Minimum Covered Interest Differential Needed for International Arbitrage Activity », *Journal of Political Economy*, vol. 77, p. 1028-1034.

Branson, William H. (1977). « Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination », *Sozialwissenschaftliche Annalen*, p. 68-89.

Branson, William H. (1979). « Exchange Rates in the Short Run : Some Further Results », *European Economic Review*, vol. 12, nº 4, octobre, p. 395-402.

Branson, William H., H. Halttunen et P. Masson (1979). « Exchange Rates in the Short Run », *European Economic Review*, vol. 10, p. 395-402.

Burt, J., F.R. Kaen et G.G. Booth (1977). « Foreign Exchange Market Efficiency under Flexible Exchange Rates », *The Journal of Finance*, p. 1325-1330.

Cagan, Phillip (1956). « The Monetary Dynamics of Hyperinflation », dans M. Friedman (dir.), *Studies in the Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, p. 25-117.

Calvo, Guillermo et Carlos Rodriguez (1977). « A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectation », *Journal of Political Economy*, vol. 85, p. 617-625.

Cassel, Gustav (1918). « Abnormal Deviations in International Exchanges », *Economic Journal*, vol. 20, décembre, p. 413-415.

Cassel, Gustav (1919). « The Depreciation of the German Mark », *Economic Journal*, vol. 29, p. 496.

Cassel, Gustav (1922). *Money and Foreign Exchange After 1914*, Londres, Constable and Co.

Cahen, Philippe (2001). *Comprendre l'analyse technique dynamique, Paris,* Économica.

Copeland, Laurence S. (1984). « The Pound Sterling US Dollar Exchange Rate and the "news" », *Economic Letters*, vol. 15, p. 109-113.

Copeland, Laurence S. (1989). *Exchange Rates and International Finance*, Don Mills Addison-Wesley Publishing Company.

Cornell, B. (1983a). « Money Supply Announcements and Interest Rates : Another View », *Journal of Business*, nº 56, p. 1-23.

Cornell, B. (1983b). « The Money Supply Announcements Puzzle : Review and Interpretation », *American Economic Review*, nº 73, p. 644-657.

Darby, Michael R. (1980). « Does Purchasing Power Parity Work ? », *NBER, working paper,* nº 607.

De Grauwe P., H. Dewachter et H. Embrechts (1993). *Exchange Rate Theory, Chaotic Models of Foreign Exchange Models,* New York, Blackwell.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dornbusch, Rudiger (1976a). « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, vol. 84, p. 1161-1176.

Dornbusch, Rudiger (1976b). « Exchange Rate Expectations and Monetary Policy », *Journal of International Economics*, vol. 6, p. 231-244.

Dornbusch, Rudiger (1978). « The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading (Mass.), Addison-Wesley Publishing Company.

Dornbusch, Rudiger et S. Fisher (1980). « Exchange Rates and the Current Account », *American Economic Review*, vol. 70, p. 960-971.

Driskill, R.A. et S.M. Sheffrin (1981). « On the Mark : Comment », *American Economic Review*, vol. 71, p. 1068-1074.

Dunn, Robert (1974). « Canada's Experience with Fixed and Flexible Exchange Rates in a North American Capital Market » dans B.C. Kevistead, J.R.G. Brander, J.F. Earl et C.M. Waddel (dir.), *Economics Canada : Selected Readings*, Don Mills, MacMillan.

Ethier, Wilfred et Arthur Bloomfield (1975). « Managing the Managed Float », *International Finance*, nº 112.

Eichengreen, Barry et Charles Wyplosz (1993). « The Unstable EMS » *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 51-124.

Eichengreen, Barry, James Tobin et Charles Wyplosz (1995). « Comment glisser quelques grains de sable dans les rouages de la spéculation financière », *Problèmes économiques*, nº 2.4291, juin.

Evans, John S. (1992). *International finance : A market approach*, Orlando, Harcourt Brace Jovanovich College Publisher.

Fama, Eugene F. (1965). « The Behaviour of Stock Market Prices », *Journal of Business*, vol. 38, p. 34-105.

Fama, Eugene F. (1970). « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, p. 383-417.

Fisher, Irving (1930). *The Theory of Interest*, New York, MacMillan.

Fisher, Stanley (1977). « Stability and Exchange Rate Systems in a Monetary Model of the Balance of Payments », dans R.Z. Aliber (dir.), *The Political Economy of Monetary Reform*, New York, MacMillan, p. 59-73.

Fonds monétaire international (1974). « Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates », *Annual Report*, p. 122-126.

Fonds monétaire international (1958-1998). *Annual Report*, Washington, FMI.

Fonds monétaire international, *Bulletin*, divers numéros.

Frankel, Jeffrey (1979a). « On the Mark : A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials », *American Economic Review*, vol. 69, nº 4, septembre, p. 610-622.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Frankel, Jeffrey (1979b). « The Diversibility of Exchange Risk », *Journal of International Economics*, vol. 9, p. 379-393.

Frankel, Jeffrey (1984). « Testing of Monetary and Portfolio Balance Model of Exchange Rate Determination », dans J. Bilson et R. Marston (dir.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press.

Frankel, Jeffrey (1996). « Recent Exchange-Rate Experience and Proposals for Reform », *American Economic Association Papers and Proceeding*, vol. 86, nº 2, mai.

Frankel, Jeffrey et K. Froot (1987). « Using Survey Data to Test Standard Propositions Regarding Exchange Rate Expectations », in *American Economic Review*, mars.

Frankel, Jeffrey et A. Rose (1996). « Currency Crashes in Emerging Markets : an Empirical Treatment », *Journal of International Economics*, nº 2.

Frenkel, Jacob (1978a). « A Monetary Approach to the Exchange Rate : Doctrinal Aspects and Empirical Evidence », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Don Mills, Addison-Wesley Publishing Company.

Frenkel, Jacob (1978b). « Purchasing Power Parity : Evidence from the 1920's », *Journal of International Economics*, nº 8, p. 161-191.

Frenkel, Jacob (1980). « The Collapse of Purchasing Power Parities During the 1970's », *European Economic Review*, nº 16, p. 145-165.

Frenkel, Jacob (1981). « Flexible Exchange Rates, Prices and the Role of « News » : Lessons from the 1970's », *Journal of Political Economy*, vol. 89, n° 4, p. 665-705.

Frenkel, Jacob (1982). « The Mystery of the Multiplying Marks : A Modification of the Monetary Model », *Review of Economics and Statistics*, août.

Frenkel, Jacob et H.G. Johnson (1978). *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading (Mass.), Addison-Wesley.

Fredman, Charles (1979). « Taux d'intérêt à long terme, martingales et marchés efficients », *L'Actualité économique*, juillet-septembre, p. 360-374.

Friedman, Milton (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates », dans M. Friedman, *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press (repris sous forme abrégée par Caves and Johnson, 1968).

Giddy, I. and G. Dufey (1975). « The Random Behaviour of Flexible Exchange Rates : Implications for Forecasting », *Journal of International Business Studies*, p. 1-32.

Guido, Carli (1988). « International Financial Policies » dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, Chicago, The University of Chicago Press, p. 136-147.

Hakkio, Craig S. (1984). « A Reexamination of Purchasing Power Parity : A Multi Country and Multi Period Study », *Journal of International Economics*, vol. 17, p. 265-277.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Hakkio, Craig S. et Douglas K. Pearce (1985). « The Reaction of Exchange Rates to Economic News », *Economic Inquiry*, vol. 23.

Harberger, Arnold C. (1950). « Currency Depreciation, Income, and the Balance of Trade », *Journal of Political Economy*, vol. 58, p. 47-60.

Haynes, S.E. et J.A. Stone (1981). « On the Mark : Comment », *American Economic Review*, vol. 71, p. 1060-1071.

Hoffmeyer, Erik (1992). *The International Monetary System : An Essay in Interpretation*, Amsterdam, North Holland.

Ingrid, Bryan (1986). *Economic Policies in Canada*, Toronto, Butterworths.

Jeanne O. (1996). « Les modèles de crise de change : un essai de synthèse en relation avec la crise du franc de 1992-1993 », *Économie et Prévision*, n^{os} 123-124.

Johnson, Harry G. (1958). « Towards a General Theory of the Balance of Payments », dans H.G. Johnson (dir.), *International Trade and Economic Growth*, Londres, Allen and Unwin, p. 153-168.

Johnson, Harry G. (1970). « The Case for Flexible Exchange Rate, 1969 », *Federal Reserve System of St. Louis Review*, vol. 52, p. 12-24.

Johnson, Harry G. (1977). « The Monetary Approach to the Balance of Payments : A Non-Technical Guide », *Journal of International Economics*, n° 7, p. 251-268.

Kemp, Murray C. (1970). « The Balance of Payments and the Terms of Trade in Relation to Financial Controls », *Review of Economic Studies*, vol. 37, n^{o} 1, p. 25-31.

Kindleberger, Charles (1990). *Les mouvements internationaux de capitaux*, Paris, Dunod.

Kouri, Pentti J.K. (1976). « The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short-Run and in the Long-Run : A Monetary Approach », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 78, p. 280-304.

Kouri, Pentti J.K. (1983). « Balance of Payments and the Foreign Exchange Market : A Dynamic Partial Equilibrium Model », dans J.S. Bhandati, B.H. Putnam et J.H. Levine, *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, MIT Press.

Kouri, Pentti J.K. et Jorge Braga de Macedo (1978). « Exchange Rates and the International Adjustment Process », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 111-150.

Krueger, Anne O. (1983). *Exchange-Rate Determination*, Cambridge, Cambridge University Press.

Krugman Paul (1979). « A Model of Balance of Payments Crisis », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11.

Krugman Paul (1998). « What happened to Asia ? », *Internet Site*, janvier.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Langford, K. Charles (1991). *L'analyse technique, formulation et lecture des tendances de prix à la Bourse*, Société éducative financière internationale (SÉFI). France.

Leroux, François (1988). *Le marché des capitaux*, Sainte-Foy, Presses de l'Université du Québec.

Levich, Richard (1978). « Tests of Forecasting Models and Market Efficiency in the International Money Market », dans Frenkel Jacob et Johnson Harry (dir.). *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading, Addison-Wesley Publishing Company.

Lindert, Peter (1989). *Économie internationale*, 8e édition, Paris, Economica.

Lipksy, John (1998). « La crise asiatique, vue des marchés », *Finances et développement*, juin, p. 10-13.

Longworth, D. (1979). « Testing the Efficiency of the Canadian-US Exchange Market Under Assumption of no Risk Premium », *Journal of Finance*, vol. 36, no 1, mars, p. 43-49.

Longworth, D., P.M. Boothe et K. Clinton (1983). « L'efficience des marchés des changes », *Banque du Canada*, Ottawa, octobre.

MacDonald, Ronald (1983). « Some Tests of the Rational Expectations Hypothesis in the Foreign Exchange Markets », *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 30, p. 235-250.

MacDonald, Ronald (1988). *Floating Exchange Rates, Theories and Evidence*, Londres, Unwin Hyman.

MacDonald, Ronald (1995). « Long Run Exchange Rate Modeling : A Survey of the Recent Evidence », *Working Papers of the IMI*, no 14.

Magee, Stephen (1978). « Contracting and Spurious Deviations from Purchasing Power Parity », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading (Mass.), Addison-Wesley Publishing Company.

Marston, Richard (1988). « Exchange Rate Policy Reconsidered », dans Marlin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, Chicago, University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research.

Martinez, Guillermo Ortiz (1998). « Les enseignements de la crise mexicaine et le redressement de l'Asie », *Finances et développement*, juin, p. 6-9.

McKinnon, Ronald I. (1979). *Monnaie et finance dans l'échange international, principes*, Paris, Bonnel.

McKinnon, Ronald I. (1983). « Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard », *American Economic Review*, vol. 72, p. 320-333.

McKinnon, Ronald I. (1988). *Floating Exchange Rates : Theories and Evidence*, Winchester (MA), Allen and Unwin.

Meade, James E. (1951). *The Balance of Payments*, Londres, Oxford University Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Meade, James E. (1956). « The Price Adjustment and the Australian Balance of Payments », *Economic Record*, vol. 32, p. 239-256.

Messe R. et K. Rogoff (1983). « Empirical Exchange Rate Models of the Seventies : Do they Fit out of Sample ? », *Journal of International Economics*, nº 14.

Miles, Marc A. (1978). « Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independance », *American Economic Review*, vol. 68, 428-436.

Miles, Marc A. (1981). « Currency Substitution : Some Further Results and Conclusions », *Southern Economic Journal*, nº 438, p. 78-86.

Mundell, Robert (1960). « The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 74, p. 227-257.

Mundell, Robert (1963). « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, p. 475-485.

Murphy, John (1987). *Technical Analysis of the Future Markets*, New York, Prentice-Hall.

Murphy, John (1999). *Technical Analysis of the Financial Markets : Comprehensive Guide to Trading Methods and Application*, Paramus, New York, New York Institute of Finance.

Mussa, Michael (1974). « A Monetary Approach to Balance of Payments Analysis », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 6, p. 333-351.

Mussa, Michael (1976). « The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy Under a Regime of Controlled Floating », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 78, p. 229-254.

Mussa, Michael (1978). « The Exchange Rate, the Balance of Payments, and Monetary and Fiscal Policy Under Regime of Controlled Floating », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading (Mass.), Addison-Wesley Publishing Company.

Mussa, Michael (1979a). « Macroeconomic Interdependence and the Exchange Rate Regime », dans Rudiger Dornbusch et J.A. Frenkel (dir.). *International Economic Policy : Theory and Evidence*, Baltimore, John Hopkins University Press, p. 160-199.

Mussa, Michael (1979b). « Our Recent Experience with Fixed and Flexible Exchange Rates », *Carnegie Rochester Supplement*, nº 3, p. 1-50.

O'Brien, Richard (1995). « Who Rules the World's Financial Markets ? », *Harvard Business Review*, mars-avril, p. 144-151.

Obstfeld, Maurice (1986). « Rational and Self-Fullfilling Balance of Payments Crises », *American Economic Review*, vol. 76.

Officer, Lawrence (1976). « The Purchasing-Power Parity Theory of Exchange Rates : A Review Article », *IMF Staff Papers*, vol. 23, nº 1, p. 1-60.

Polak, J.J. (1977). « Monetary Analysis of the Balance of Payments », *International Economic Review*, vol. 2, nº 1, p. 1-28.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Prais, S.J. (1961). « Some Mathematical Notes on the Quantity Theory of Money in an Open Economy », *IMF Staff Papers*, vol. 8, nº 1, p. 212-221 (repris dans *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Washington (D.C.), International Monetary Fund).

Sachs, Jeffrey D. (1981). « The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 201-268.

Solomon, Robert (1988). « Exchange Rates, Macroeconomic Policies, and the Debt Problem », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, NBER, Chicago, University of Chicago Press.

Stockman, Alan (1978). « Risk, Information, and Forward Exchange Rates », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading (Mass.), Addison-Wesley Publishing Company.

Stockman, Alan (1980). « A Theory of Exchange Rate Determination », *Journal of Political Economy*, vol. 88, p. 673-698.

Taylor, M.P. (1987). « Covered Interest-Rate Parity : A High Frequency, High Quality Data Study », *Economica*, p. 429-438.

Thimberlake, Richard H.J *et al*. (1985). « The Deregulation of Banking in the United States », *American Economic Review*, vol. 75, nº 2, mai, Papers and proceedings, p. 97-113.

Trichet, Jean-Claude (1999). « Les marchés de change », *Problèmes économiques*, nº 2-632, septembre, p. 16-18.

Ujiie, Junichi (1978). « A Stock Adjustment Approach to Monetary Policy and the Balance of Payments », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.). *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Reading (Mass.), Addison-Wesley Publishing Company.

Vittori, Jean-Marc (1992). « L'écu, concurrent au dollar ? », *Problèmes économiques*, nº 2-256, 2 janvier.

White, Lawrence H. (1984). *Free Banking in Britain : Theory, Experience, and Debats, 1800-1845*, New York, Cambridge University Press.

Whitman, Marina (1975). « Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments, *Brookings Papers in Economic Activity*, vol. 3, p. 491-536.

Williamson, John (1985). « The Exchange Rate System. Policy Analysis », *International Economics*, nº 5.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

CHAPITRE 3

Les marchés financiers internationaux

> Les systèmes financiers mondiaux connaissent depuis une dizaine d'années une évolution sans précédent qui a radicalement transformé le comportement des institutions financières et les moyens de mobiliser les capitaux. Des liens plus étroits se sont tissés entre les marchés financiers de nombreux pays, et d'importantes sphères de l'activité financière internationale ont désormais une dimension mondiale. (Conseil économique du Canada, 1989)

La complexité des transactions internationales de services financiers peut être évaluée en considérant le nombre de participants à ce marché. Les banques commerciales y sont fortement présentes, non seulement par le biais du mécanisme de paiements, mais aussi en offrant plusieurs services allant des dépôts et prêts à la protection des risques. Les institutions quasi bancaires, les assurances et les courtiers en valeurs mobilières, suivent leur clientèle à l'étranger pour profiter des opportunités sur les marchés internationaux. Les entreprises, les multinationales soucieuses de se faire connaître davantage à l'étranger et de diversifier leur actionnariat ou de disposer rapidement de volumes importants de fonds, ne voient d'autres alternatives que d'aller sur les marchés financiers internationaux. Enfin, des pays souverains empruntent de plus en plus à l'étranger. Les banques centrales des pays y sont particulièrement actives, ne serait-ce que pour protéger les devises nationales.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dans ce chapitre, nous passerons rapidement en revue les principaux facteurs d'internationalisation des marchés financiers. Nous exposerons, par la suite, les caractéristiques et l'évolution des euromarchés, leurs tailles et leur impact sur la stabilité macroéconomique. Nous terminerons en examinant les principales innovations financières, dont les produits dérivés.

1. MOTIFS D'INTERNATIONALISATION ET DÉVELOPPEMENT DE L'EUROMARCHÉ

La globalisation financière ou la création d'un marché unique du capital au niveau planétaire est le résultat d'une série d'événements parmi lesquels on retrouve la conjoncture économique, marquée par la déréglementation des services financiers, et la révolution technologique.

1.1. Revirement de la conjoncture

La crise économique des années 1970, intensifiée par les chocs pétroliers, a jusqu'à aujourd'hui encore des répercussions non seulement sur la conduite des politiques monétaires et fiscales, mais également sur la nature de l'intermédiation financière. En effet, alors que les années 1960 avaient vu chaque type d'institution financière (banques, courtiers en valeurs mobilières, fiducies, assurances, fonds de pension…) enregistrer une forte croissance d'activité, on observe, dès le début des années 1970, une évolution très contrastée des différentes institutions financières devant les sombres perspectives de la conjoncture mondiale qui semblent désormais s'imposer. Les sociétés de fiducie, traditionnellement confinées sur le marché hypothécaire, ne peuvent prospérer et soutenir la concurrence qu'en diversifiant leur domaine d'activité.

Les courtiers en valeurs mobilières ont cruellement besoin de capital et de clientèle, deux ingrédients nécessaires à leur rentabilité, mais qui semblent disponibles uniquement auprès des banques. Les sociétés d'assurance, expertes au chapitre de la détermination des primes, ont cependant un réseau de distribution fort onéreux, d'où leur volonté de s'associer aux banques qui ont des succursales de vente bien établies et visibles pour les consommateurs. Quant aux banques, elles doivent dorénavant composer avec les pays en développement qui ne parviennent pas à honorer leurs dettes extérieures. De plus, comme l'explique Nyahoho (1993, p. 54-57). le recours au circuit bancaire, autant par les entreprises que par les ménages, a été sérieusement ébranlé par la politique des hauts taux d'intérêt de la période 1981-1982. En effet, le taux d'escompte des États-Unis, de 15,25 % au début des années 1980, a chuté

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

à 11 % en août, mais il franchissait le cap des 20 % quatre mois plus tard, atteignant 21,5 % en décembre de la même année. Cette instabilité des taux d'intérêt, comme celle des taux de change, née d'un climat inflationniste, a encore aujourd'hui des conséquences difficilement mesurables. D'abord, le marché financier témoigne d'un certain déplacement de portefeuille ou d'une substitution progressive des titres aux dettes. De fait, les hauts taux d'intérêt conduisent littéralement à la faillite de bon nombre de firmes dont le ratio d'endettement est élevé.

Les institutions de dépôt et de crédit voient alors une part importante de leur clientèle traditionnelle leur échapper. Par ailleurs, les assureurs ont tout lieu de s'inquiéter de ces variations aléatoires des taux d'intérêt qui ne manquent pas de modifier les habitudes des consommateurs désormais soucieux d'un arbitrage entre les investissements à court et à long termes. L'assurance-vie étant une épargne sensible aux variations des taux d'intérêt, la fixation des taux de long terme devient assez complexe pour les assureurs qui désirent attirer les consommateurs. Ainsi, le déplacement de portefeuille des entreprises et la recherche de placements diversifiés par les ménages sont des preuves d'une clientèle devenue plus exigeante.

Parallèlement à ce choc des taux d'intérêt, il y a eu celui de la balance des paiements. Courchesne (1988) fait remarquer que le système financier a joué un rôle clé dans le recyclage des pétrodollars qui a bénéficié aux banques puisque les membres de l'OPEP avaient une préférence pour les dépôts à terme. Ces pétrodollars, principalement ceux du Moyen-Orient, étaient déposés auprès des banques des pays industrialisés qui les prêtaient aux pays en développement. Il fallait donc que les banques augmentent leur capacité d'attirer ces pétrodollars, d'une part, et, d'autre part, qu'elles en disposent sur des marchés autres que le marché domestique, d'où leur internationalisation.

Mais avec la chute des prix du pétrole, seuls l'Allemagne et le Japon présentent, dès le début des années 1980, des surplus importants de la balance des paiements. Les choix de ces nouveaux pays excédentaires diffèrent de ceux des pays de l'OPEP : ils investissent dans des obligations d'épargne ou sur le marché du capital, c'est-à-dire en dehors des banques. En conséquence, le choc des taux d'intérêt, conjugué à celui de la balance des paiements, rehausse les activités boursières au détriment des activités traditionnelles des banques de dépôt et de prêt. La rentabilité des banques se trouve d'autant compromise que les pays du tiers-monde éprouvent des difficultés à rembourser leurs emprunts. La cote de crédit de la plupart des grandes institutions au monde a baissé. Et Courchesne précise qu'en 1980 aucune des banques de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

l'Amérique du Nord n'a reçu la cote AAA de la firme Standard and Poor ; en 1986, une seule banque l'a reçue, d'où la convoitise des banques pour le courtage dont le dynamisme de croissance semble bien assuré.

Parallèlement, l'énorme déficit budgétaire américain exige un financement par les bons du Trésor. Ainsi, ces trois phénomènes (pétrodollars, surplus des pays industrialisés, déficit américain) expliquent l'intensification de la mondialisation des marchés financiers. La volatilité des taux d'intérêt due au climat inflationniste (dès 1981) et l'instabilité du marché des changes (après la chute du Bretton Woods) amènent les institutions financières à développer de nouveaux produits pour leur clientèle désormais soucieuse de diversifier placements et investissements.

L'assouplissement des réglementations compte aussi parmi les facteurs d'internationalisation des services financiers qui, paradoxalement, demeurent l'un des secteurs d'activité économique les plus réglementés. L'étendue et l'ampleur des réglementations varient cependant selon les pays. Par exemple, comme le rapporte Delas (1994, p. 50). l'arrivée aux commandes de M^me^ Thatcher en Grande-Bretagne, couplée à la volonté manifeste de construction de l' « *espace financier européen* », qui prélude au grand marché unique de 1993, a suscité un fort courant de décloisonnement en Europe. Ainsi a lieu le Big Bang britannique (déréglementation) du 27 octobre 1986 qui abolit la distinction entre les « brokers « et les « joblers », autorisant les banques à posséder à 100 % ou à créer de nouvelles sociétés de bourses.

En France, Delas observe qu'à partir de 1984 le ministre Bérégovoy lance un mouvement analogue en réformant la Bourse. Par contre, ce courant de décloisonnement, quoique bien amorcé, est un peu plus lent en Amérique du Nord. De fait, aux États-Unis, le *Glass-Steagall Act*, émis en 1933, maintient la séparation des fonctions entre maisons de titre et banques. Cette loi, révisée en 1986, précise que la séparation entre banques et maisons de titre ne s'applique qu'aux établissements opérant aux États-Unis ; en ce qui concerne les opérations à l'étranger, les maisons de titre américaines sont dorénavant libres de créer des filiales bancaires offrant tous les services, et les banques commerciales ont été spécifiquement autorisées, par la « Réglementation K » à souscrire, à placer et à négocier des valeurs mobilières hors du territoire des États-Unis. Il s'ensuit qu'une banque comme Citicorps ne peut être courtier aux États-Unis, mais est autorisée à faire partie du *Stock Exchange* de Londres. En novembre 1999, le *Gramm-Leach-Bliley Act* vient supprimer la section 20 de la législation *Glass-Steagall* qui restreint les affiliations entre les banques, maisons de titre, compagnies d'assurance et autres services financiers. Le *Gramm-Leach-Bliley Act* vient aussi modifier le *Bank Holding Company Act* de 1956 afin de permettre aux entreprises qui possèdent des banques de fournir d'autres services finan-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ciers ; ce qui pousse à l'intégration verticale dans l'industrie. Néanmoins, sous la législation *Gramm-Leach-Bliley*, les banques nationales ne sont pas autorisées à posséder des compagnies d'assurance pouvant cependant agir à titre d'agent ou de courtier d'assurance.

Le décloisonnement des services financiers au Canada épouse une logique un peu similaire à celle des États-Unis. Les révisions successives de la loi bancaire au cours des années 1980 et 1990 ont permis aux banques commerciales canadiennes d'intégrer, lorsqu'elles opèrent à l'étranger, les fonctions de courtage et leur ont imposé de ne posséder de maisons de courtage sur le territoire domestique que sous des entités distinctes. On voit bien que le mouvement d'intégration ou de décloisonnement entre les institutions de dépôt, de courtage et d'assurance est beaucoup plus poussé dans les pays de l'Union européenne qu'il ne l'est en Amérique du Nord.

Les restrictions sur l'admission des institutions étrangères sont aussi variables. Certains pays, tel le Canada, n'autorisent la présence des banques étrangères que sous la forme de filiale afin de les assujettir aux lois nationales. D'autres subordonnent la création de filiales à des conditions de réciprocité. On pourait disserter longuement sur la diversité et l'hétérogénéité des réglementations dans le domaine financier, mais le fait le plus remarquable de la dernière décennie dans bon nombre de pays industrialisés demeure l'ouverture pure et simple du marché. On parle ainsi de décloisonnement, de déréglementation, de disparition des quatre piliers (banques, assurances, courtage, fiducies). de concurrence, de libre disposition des fonds sans frontières géographiques. De quoi, en fait, encourager les institutions financières à suivre leur clientèle (ménages, entreprises) partout où elle se trouve. Faisons ici remarquer que la déréglementation des services financiers est aussi une conséquence de l'internationalisation. L'ouverture des marchés fait en sorte que l'on s'aligne sur les réglementations les moins contraignantes.

Enfin, les innovations technologiques permettent des opérations bancaires automatisées et la diffusion rapide de l'information, rendant les marchés accessibles 24 heures par jour. Puisque l'on peut effectuer des transactions à l'étranger à partir du bureau domestique, il devient de plus en plus difficile de distinguer les opérations domestiques de leurs pendants internationaux.

1.2. Expansion des réseaux bancaires à l'étranger

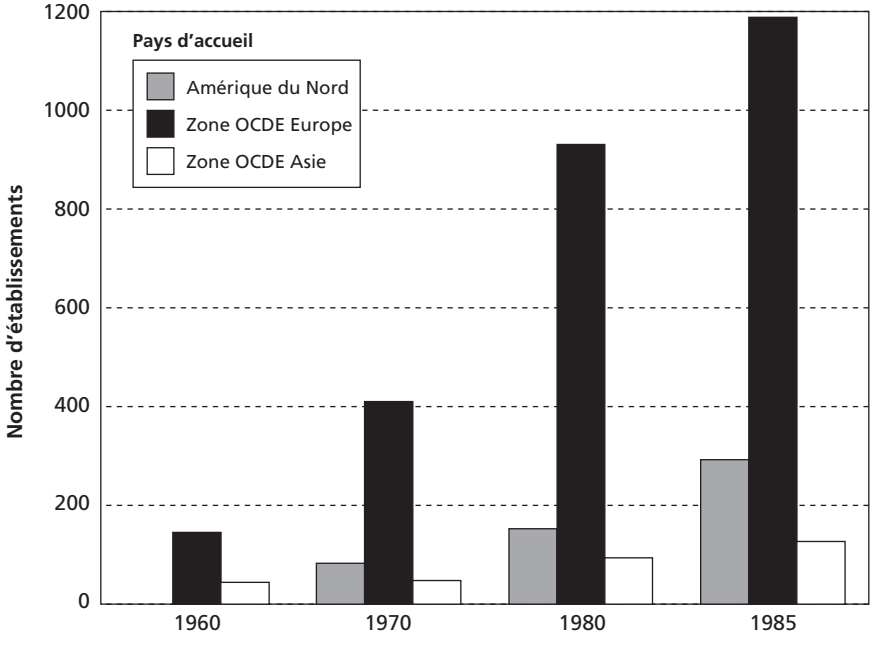
Cette mondialisation des marchés financiers est illustrée notamment par l'élargissement des réseaux bancaires, des prêts extérieurs et des opérations sur les valeurs mobilières étrangères. Voyons un peu ce qui caractérise l'évolution de la présence des banques à l'étranger.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

D'abord, on assiste à l'internationalisation des réseaux bancaires, ainsi décrite par les analystes de l'OCDE (1989) :

> Du point de vue géographique, la concurrence internationale a pris par ailleurs une nouvelle dimension avec le développement continu des réseaux bancaires internationaux et l'intensification de la concurrence entre les grandes places financières. L'accès des banques étrangères a aujourd'hui été largement libéralisé dans la plupart des pays de l'OCDE en conformité avec le principe généralement admis de libre établissement.

FIGURE 3.1
Présence des banques étrangères



Source : OCDE (1989).

Quelques chiffres permettent d'illustrer la situation[1].

1. Les données qui suivent proviennent de l'OCDE, *La concurrence dans le secteur bancaire*, Paris, 1989.

   Pour plus de détails sur l'internationalisation des services financiers, voir le livre d'E. Nyahoho (1993).

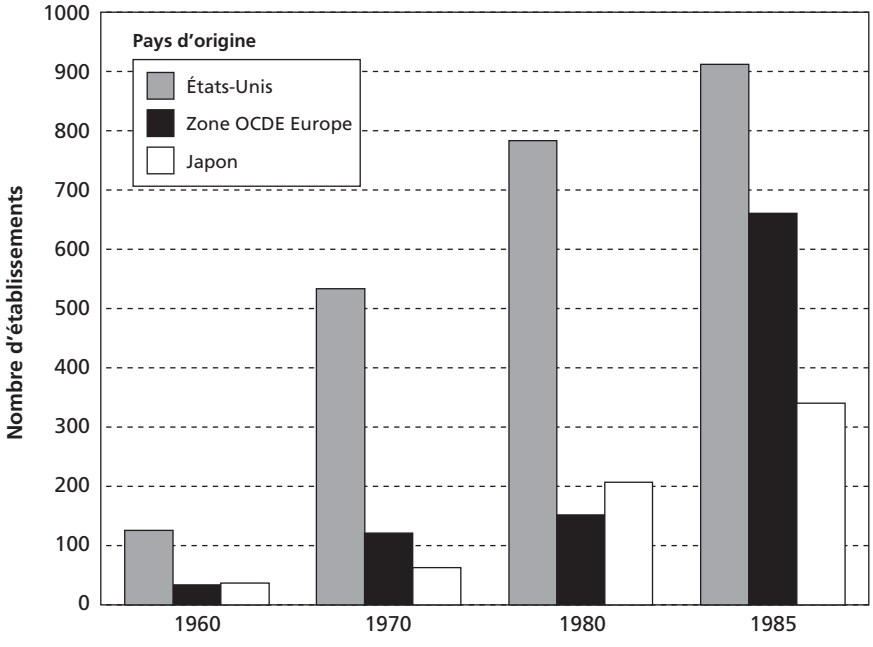
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

En moins de 25 ans (1960 à 1985), on a vu se multiplier presque par dix la présence de banques étrangères dans certains des pays observés dans la figure 3.1. Les pays de la zone OCDE Europe, qui accueillaient en 1960 seulement 141 institutions bancaires étrangères sur leur territoire, en comptaient pas moins de 1 187 en 1985. Pour d'autres zones, la progression est moins rapide, mais tout aussi réelle. Ainsi, l'Amérique du Nord, qui ne recevait aucune institution étrangère en 1960, en comptait 153 en 1980 et 291 en 1985, témoignant d'une progression tardive. Il en est à peu près de même pour la zone OCDE Asie, laquelle reçoit moins de 50 institutions jusqu'en 1970 et dépasse la centaine en 1985.

En corollaire, la présence de banques nationales à l'étranger progresse régulièrement (figure 3.2). Cette fois, ce sont les États-Unis qui donnent le ton. En 1960, ils avaient déjà trois fois plus d'institutions à l'étranger que les autres zones étudiées, soit plus d'une centaine ; ils en comptent plus de 900 en 1985. Les autres régions ont cependant réduit l'écart. L'Europe passe d'une trentaine d'institutions en 1960, à plus de 600 établissements à l'étranger en 1985 ; le Japon, parti à peu près du même point, en compte près de 350 au même moment.

FIGURE 3.2
Banques nationales à l'étranger



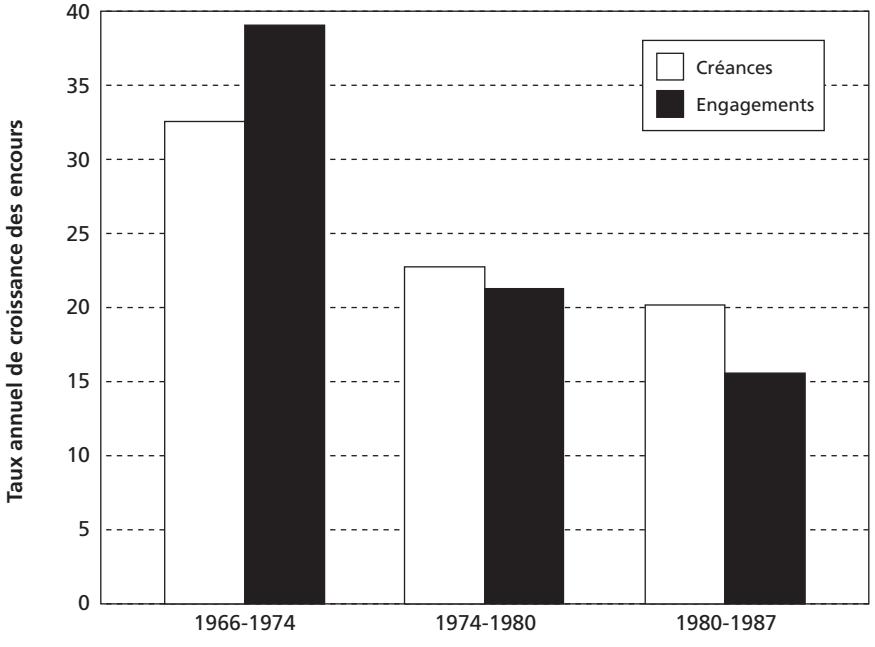
Source : OCDE (1989).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le développement d'un réseau international par les banques de plusieurs pays est donc une première manifestation de la mondialisation du domaine financier. Les données sur la croissance des avoirs extérieurs des banques sont tout aussi concluantes. Un autre indice majeur d'internationalisation des marchés financiers est le développement des euromarchés.

FIGURE 3.3
Expansion des marchés interbancaires internationaux



Source : OCDE (1989).

1.3. Caractéristiques générales de l'euromarché

1.3.1. Genèse

Les eurodevises (*eurocurrencies* ou *offshore currency*) sont « des dépôts en monnaies convertibles effectués dans des banques situées à l'extérieur du système monétaire de la devise considérée ». Ainsi, des dollars américains peuvent se retrouver dans des banques à Londres, Paris ou Rome, tout comme la livre sterling à Montréal, New York, Milan, Tokyo… Le terme générique *euro* suivi du nom de la devise est utilisé pour signifier ce phénomène. Par exemple, eurodollars désigne l'ensemble des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

dollars détenus en dehors des États-Unis. De la même façon, on parle des eurodollars canadiens, des euroyens, des eurolivres, des europesos. Il convient de noter que le terme « euro » ne signifie pas que la devise est détenue uniquement en Europe car, en fait, l'eurodollar comprend tout aussi bien les dollars déposés en Europe que ceux détenus à Tokyo, Montréal ou Kingston en Jamaïque.

Trois principales raisons reviennent souvent dans l'explication du développement des eurodevises : les facteurs conjoncturels, les facteurs politiques et les réglementations.

Les eurodollars ont véritablement débuté vers la fin des années 1950, au moment où le volume du commerce mondial prenait de l'ampleur. Les firmes européennes avaient alors besoin de dollars pour régler leurs transactions et estimaient préférable de s'en procurer auprès de leurs banques locales. On ne saurait ignorer que le dollar régnait sans partage au cours des années 1950 et 1960. On le disait aussi bon que l'or.

En ce qui concerne les facteurs politiques, la guerre froide entre les États-Unis et la désormais défunte Union des républiques socialistes soviétiques est un élément explicatif. Le commerce entre pays soviétiques et pays occidentaux se réglait généralement en dollars. Les Russes achetaient des dollars en vendant de l'or, déposant ces dollars en Europe et en dehors des États-Unis, afin d'empêcher Washington de les confisquer en cas de conflit. Il semble, d'ailleurs, que le mot *eurobank* serait le code de Télex des Soviétiques pour le suivi de leurs opérations bancaires à Paris. Rappelons que vers la fin des années 1970, les États-Unis ont décrété un gel des avoirs iraniens après la prise des otages. Cet événement soulevant la crainte des pays arabes de déposer leurs pétrodollars aux États-Unis, il s'en est suivi un recyclage de ces pétrodollars par des banques européennes ou autres qu'américaines, ce qui a accentué le développement des eurodollars. La chute du Bretton Woods et le retour au régime flexible (une décision également politico-économique) ne sont pas sans conséquence sur les euromarchés. Cette chute a accentué l'instabilité des marchés financiers et rendu nécessaire les opérations d'arbitrage et de protection contre les fluctuations des devises.

Enfin, les réglementations figurent parmi les facteurs les plus déterminants de la croissance des eurodevises. D'abord, la réaction du gouvernement britannique à la crise de la livre sterling de 1957 a été protectionniste. Cette crise, précipitée par une balance de paiements déficitaire, amena le gouvernement à empêcher les banques de prêter des livres pour le financement du commerce extérieur en dehors de la zone sterling. Ce marché de prêt étant lucratif, les banques anglaises ont continué à le financer, cette fois avec des dollars au lieu de livres. La demande en dollars a augmenté en conséquence au Royaume-Uni.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dès le début de 1960, les États-Unis, sous les présidences de Kennedy et de Johnson, ont imposé des mesures pour décourager les prêts à l'étranger. La taxe d'égalisation des taux d'intérêt, ayant pour objectif de décourager l'achat par les Américains des actifs étrangers ou d'effectuer des prêts à l'étranger fut décrétée en 1963. Cette taxe avait pour effet de hausser les taux d'intérêt de prêts aux États-Unis, finissant par encourager les firmes étrangères (et même locales) à emprunter en dehors des États-Unis, particulièrement à Londres. Il s'ensuivit un déplacement des dollars vers Londres et les principales autres villes européennes. La taxe a été finalement abolie en 1974.

Quant aux politiques des taux d'intérêt aux États-Unis, il y a lieu de mentionner la *réglementation Q*, qui imposait un plafonnement du taux d'intérêt sur les dépôts à court terme (6,25 % de 30 à 59 jours ; 7,5 % de 60 jours à moins d'un an). Mais, vers la fin des années 1960, le Federal Reserve System adopte une politique monétaire restrictive : les taux d'intérêt sur les marchés augmentent au-delà du niveau permis rendant difficile pour les banques d'attirer des dépôts. Les épargnants retirent leurs fonds aux États-Unis pour les déposer en dollars auprès des filiales des banques américaines à Londres. La *réglementation Q* n'a été abolie qu'en 1980.

Une autre réglementation américaine, la législation *Voluntary Foreign Credit Restraint* (*VFCR)*, de 1965, a aussi contribué au développement des eurodollars ; elle était une sorte de directive pour contrer la sortie de capitaux américains par les firmes domestiques désireuses de financer leurs activités outre-mer. Les firmes américaines ont cherché à contourner cette loi en se finançant sur l'euromarché, lequel s'est alors amplifié.

Si les réglementations nationales des marchés financiers ressortent nettement comme facteurs explicatifs de l'évolution des eurodevises, leur asymétrie s'avère tout aussi importante. Des différences de traitement entre les dépôts en monnaie domestique et les dépôts en monnaies étrangères s'observent d'un pays à l'autre. Par exemple, en Grande-Bretagne, l'imposition des réserves obligatoires ne s'applique pas sur les dépôts en monnaies étrangères, contrairement à la politique américaine ou allemande qui applique cette restriction sans distinction des sources de fonds. Certaines places financières, en particulier Londres, ont pu acquérir des avantages compétitifs en se mettant à l'avant-garde de la déréglementation ou en accordant des avantages fiscaux, tel l'exemption de paiements d'impôt sur les intérêts.

Enfin, la libéralisation croissante des mouvements de capitaux, conjuguée au courant de déréglementation du secteur financier, comptent parmi les facteurs déterminants du développement du marché des eurodevises.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1.3.2. Processus de création des eurodevises

Il importe de préciser que l'expression « eurodollar canadien » ne signifie pas que les dollars (sous forme scripturale) ont quitté le Canada pour se déposer dans les banques des autres pays du monde. Ce qui « sort » du Canada est bien le titre de créance, c'est-à-dire un transfert de propriété et de gestion. Illustrons ces propos par un exemple. Une société exportatrice japonaise reçoit 30 000 $ en règlement d'une voiture vendue à un consommateur canadien. Comme nous l'avons expliqué au chapitre sur la balance des paiements, cette transaction donne lieu à une double écriture, l'une au débit (importation) du compte courant, l'autre au crédit (compte opérations financières) du point de vue du Canada. Admettons maintenant qu'une banque du Royaume-Uni (*National Westminster Bank*) propose à la société japonaise un taux créditeur alléchant et la persuade de transférer à Londres ce montant de 30 000 $ placé à la Banque Royale de Montréal. Si la société japonaise donne suite à cette requête, un eurodollar canadien vient d'être créé, mais sans pour autant que cette somme, sous forme scripturale, quitte le Canada. Les écritures aux livres des banques directement impliquées sont :

Banque Royale		**Banque National Westminster Bank**	
Actif	***Passif***	***Actif***	***Passif***
Réserve auprès de la Banque du Canada –30 000 $	dépôt –30 000 $	dépôt à la Banque de Montréal +30 000 $	dépôt par la société japonaise +30 000 $

Banque de Montréal

Actif	***Passif***
réserve auprès de la Banque du Canada +30 000 $	dépôt de la National Westminster Bank +30 000 $

Le bilan de la Banque Royale fait état d'un retrait de 30 000 $ par la société japonaise, d'où une réduction de ce montant à son passif (constitué entre autres des dépôts des clients) et également à son actif détenu auprès de la Banque du Canada. Quant à la NWB, elle reçoit le dépôt de son nouveau client et augmente son avoir auprès de la banque correspondante au Canada (Banque de Montréal à titre purement illustratif). L'eurodollar canadien d'un montant de 30 000 $ est ainsi créé par le simple fait que la société japonaise a décidé de transférer non pas la somme en tant que telle, mais bien le gestionnaire qui quitte le Canada (Banque Royale) pour le Royaume-Uni (NWB). On voit bien qu'au bilan

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de la Banque du Canada le compte actif de la Banque Royale est débité de 30 000 $ alors que celui de la Banque de Montréal est crédité du même montant, d'où une variation nulle des réserves de la Banque du Canada.

Éventuellement, et compte tenu de sa mission bancaire, la NWB, ayant reçu le dépôt initial, sera disposée à prêter cette somme en partie ou en totalité en accord avec les dispositions réglementaires sur les politiques de réserve obligatoire. Si la NWB prête, disons 20 000 $, à Air France, qui aussitôt s'en sert pour financer sa filiale canadienne, l'eurodollar canadien ne change pas et demeure à 30 000 $. Si, par contre, Air France dépose ce montant de 20 000 $ auprès d'une banque du Royaume-Uni, en France ou dans tout pays autre que le Canada, alors l'eurodollar canadien passe de 30 000 $ à 50 000 $. Mais la base monétaire du Canada ne varie toujours pas. D'une manière ou d'une autre, le dollar canadien va se retrouver dans le système bancaire canadien peu importe l'expansion de l'eurodevise.

1.3.3. Particularités de l'euromarché

Si la montée des eurodevises n'implique pas un retrait du système bancaire de la devise du pays émetteur, les eurodevises ont-elles d'autres conséquences macroéconomiques ? La documentation à ce sujet nous renvoie à trois principaux effets. Le premier est relatif au danger inflationniste. De fait, pour un pays, la montée des eurodevises sur son territoire fait augmenter la masse monétaire domestique avec ses conséquences inflationnistes, et ce, d'autant plus si ces eurodevises ne sont pas sujettes à des réserves obligatoires. Toutefois, ce risque inflationniste ne doit pas être exagéré puisque les eurodevises sont des dépôts à terme, majoritairement à court et à très court termes, et qu'à ce titre elles ne font pas partie de l'agrégat monétaire M_1. Les estimés fournis par Békerman (1997, p. 25-26). sur la base des données communiquées par *The Bank of England*, montrent qu'en 1995 environ 86 % des dépôts en eurodevises ont une échéance inférieure à 6 mois et que plus de la moitié ont une échéance de moins d'un mois.

La deuxième préoccupation est le contrôle de la base monétaire. La présence des eurodevises rend le multiplicateur de monnaie (la capacité de création de monnaie par le système bancaire) assez instable puisque le coefficient de création multiple des dépôts en monnaies étrangères peut être illimité lorsque ces dépôts ne sont pas assujettis à des règles de réserves obligatoires. Cet impact théorique mérite d'être aussi tempéré puisque, de toute façon, la multiplication des dépôts dépend non seulement du coefficient de réserves obligatoires, mais aussi des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

conditions locales et internationales de crédit (conjoncture, concurrence…). Certains pays, comme le Canada, ont tout simplement aboli leur réglementation de réserves sur les dépôts.

Enfin, un point qu'on ne saurait négliger est le taux d'intérêt sur les euromarchés. Selon Leroux (1994, p. 46-47) :

> L'observation des taux d'intérêt au cours des premières années des marchés euro permet de constater qu'en général la rémunération obtenue par les déposants sur l'euromarché était plus élevée que celle obtenue sur le marché domestique. Par ailleurs, les taux d'intérêt demandés aux emprunteurs étaient plus élevés sur les marchés domestiques que sur les marchés euro. On peut donc schématiser en disant que généralement les taux créditeurs et débiteurs sur les euromarchés étaient compris à l'intérieur de la bande de fluctuations des taux créditeurs et débiteurs sur les marchés domestiques. Ainsi la marge brute des eurobanques était, en général, plus faible que celle des banques opérant sur le marché américain.

L'absence ou le relâchement des réglementations sur les eurodevises explique cet écart de différentiel des taux d'intérêt. De fait, les eurodevises ne sont pas généralement assujetties aux limitations des réserves ; elles ne sont pas non plus assurées et sont souvent exemptes d'impôts. L'absence de régime d'assurance pour des prêts en dernier recours explique la réticence des gouvernements à renflouer les banques en difficulté engagées à l'échelle internationale. L'avantage de taux d'intérêt sur l'euromarché est aussi lié à sa caractéristique de marché de gros, c'est-à-dire un marché de haut volume de transactions (dépôts comme prêts), ainsi que par la cote de crédibilité relativement élevée autant des prêteurs que des investisseurs qui y participent et qui sont généralement des entités bien connues.

Référons-nous à Békerman (1997, p. 19-40) selon qui le marché des eurodevises est un marché souple et de grande dimension, un marché dynamique et bien organisé (aptitude constante à créer et à adapter de nouveaux instruments financiers, capacité d'élaborer de nouvelles formes d'organisation) et un marché hautement concurrentiel (marges étroites de profit). Cet environnement compétitif est compensé par l'effet de volume qui amortit les frais d'opération.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2. LA TAILLE DU MARCHÉ

2.1. Typologie des produits

L'OCDE et la Banque des règlements internationaux (BRI) sont les deux principaux organismes qui publient régulièrement des données statistiques sur les capitaux levés sur les marchés internationaux. Quelques précisions sur les divers produits financiers ainsi que sur les procédures d'estimation statistique méritent ici d'être apportées.

Le guide sur l'établissement statistique des activités internationales des banques, publié par la BRI, permet de bien définir les trois concepts que sont l'euromarché, le marché étranger et le marché international, tant pour les opérations bancaires que pour le marché des obligations.

Classification de la position des banques

	Avoirs (ou Engagements)	
	vis-à-vis des résidents	vis-à-vis des non-résidents
En monnaie nationale	A	B
En devises	C	D

A : position domestique ;
B : position étrangère traditionnelle ;
B + C + D : position internationale.

C + D : position en eurodevise ou euromarché ou position en devises ;
B + D : position extérieure (position avec les non-résidents) ;

Source : BIR (2000), *Guide to the International Banking Statistic*, Bâle, Suisse, juillet.

Ainsi, l'euromarché est statistiquement mesuré par les avoirs ou les engagements en devises vis-à-vis des résidents et des non-résidents. Quant au marché international, il désigne l'euromarché augmenté du marché étranger traditionnel[2]. La publication de l'OCDE intitulée *Tendance des marchés des capitaux* fait le point trois fois par année sur l'évolution des capitaux sur les marchés internationaux, lesquels sont compartimentés en trois principales catégories : les obligations, les crédits bancaires, consortiaux et les facilités d'emprunt. Les données font référence aux émissions brutes[3] lancées sur le marché au cours d'une période

2. Comme le précise la BRI (1995, p. 4). l'expression « traditionnelle » est utilisée pour signifier le rôle historique des banques comme pourvoyeuses de fonds en monnaie nationale pour le financement du commerce international impliquant des relations avec les banques étrangères.
3. La dimension nette fait référence au secteur non bancaire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

donnée, c'est-à-dire les émissions sur l'ensemble des secteurs bancaires et non bancaires. Les crédits consortiaux au sens de l'OCDE regroupent les crédits ou les prêts, d'au moins un an, consentis par un consortium de banques commerciales, excluant les prêts bénéficiant de garanties officielles, les crédits consentis par des organisations internationales telles la Banque mondiale, la BERD (Banque européenne pour la reconstruction et le développement), la SFI (Société financière internationale) ou autres, les opérations générales de rééchelonnement de la dette auprès des banques commerciales, les opérations de réaménagement de différents contrats de crédit ; les prêts se matérialisent par des instruments négociables comme des obligations ou des effets.

Les crédits consortiaux comprennent les eurocrédits et les crédits étrangers syndiqués. « Les eurocrédits consortiaux sont des prêts bancaires internationaux à moyen et long termes financés en totalité par des ressources en eurodevises, indépendamment de la question de savoir si la contrepartie est résidente ou non résidente du pays en question », OCDE (1996, p. 284). Par crédits étrangers syndiqués, on désigne les prêts d'une échéance d'au moins un an libellés dans la monnaie du créancier, octroyés par une banque ou un groupe de banques d'un pays donné à un emprunteur non résident[4]. C'est ce qu'on appelle la position étrangère traditionnelle. Par exemple, une banque japonaise sans filiale au Canada accorde un prêt en yens à une firme canadienne. Pour la banque japonaise, ce prêt constitue une activité internationale, c'est-à-dire en dehors de son pays. Quoique cette distinction entre les eurocrédits et les prêts étrangers se révèle utile, il n'en reste pas moins qu'elle est plutôt théorique puisque ces activités peuvent se confondre lorsque l'institution financière s'engage également sur l'euromarché. Rapportons à ce sujet les précisions de la BRI (1995, p. 4) :

> *Eurocurrency banking activities cover those assets and liabilities denominated in foreign currencies (again from the point of view of the country in which the bank is located) conducted with both residents and non-residents. It should be stressed, however, that the Eurocurrency definition is no longer used by the BIS as an analytical concept. The setting-up of offshore facilities in the United States and Japan, whose exemption*

4. Il importe de noter que c'est à cause de l'importance des prêts que se forme un syndicat ou un consortium bancaire pour réaliser cette opération. Une banque de ce syndicat se distingue par son rôle de chef de file (arrangeur) en tant qu'intermédiaire entre les institutions bancaires et d'emprunteur. Ainsi, les prêts effectués par une seule banque ne font pas partie des « crédits consortiaux » ; mais d'après Leroux (1994, p. 115), ces prêts accordés par des banques individuelles ont généralement une échéance plus courte et ne sont pas publicisés.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

from most domestic regulations makes their operations akin to Eurocurrency business, and more generally, the growing intertwining of domestic and foreign currency business, have considerably reduced the importance of the distinction between these two segments. Instead increasing use has been made of the « international bank credit » concept, which covers business in both domestic and foreign currencies with non-residents and business in foreign (non-local) currencies with residents.

Notons enfin qu'alors que les eurocrédits consortiaux ne tiennent pas compte des prêts des banques individuelles, les crédits étrangers syndiqués les incorporent. Sur les facilités d'emprunt, on distingue celles qui sont cautionnées de celles qui ne le sont pas. La catégorie *autres facilités d'emprunt* regroupe les facilités d'émissions cautionnées venant à l'appui de l'émission des autres instruments financiers comme les billets de trésorerie, les certificats de dépôts, les acceptations bancaires et les lignes de crédit de sécurité dans le cas d'offres publiques d'achat. Quant aux facilités non cautionnées, elles désignent les programmes d'émission d'eurobillets de trésorerie et les programmes d'émission d'euronotes à moyen terme.

Un eurobillet de trésorerie (*euro-commercial paper*) est un papier commercial libellé dans une devise autre que celle du pays ou des pays dans lesquels il est vendu. L'avantage de l'eurobillet de trésorerie est de permettre à l'emprunteur d'émettre des titres par intervalles de temps ; ces titres ne bénéficient pas d'une garantie ou d'une facilité de soutien. Une euronote est un titre de court terme distribué à travers des banques commerciales ou d'investissement en dehors des pays de devises où ce titre est libellé, mais qui ne bénéficie pas de la garantie d'un syndicat bancaire.

En tenant compte de la définition précitée sur l'euromarché, le marché étranger et le marché international, on distingue sur le marché des obligations : les euro-obligations, les obligations étrangères et les obligations internationales.

Émission des obligations

	par des résidents	**par des non-résidents**
En monnaie nationale	A	B
En devises	C	D

A : obligations domestiques ; C + D : euro-obligations ;
B : obligations étrangères traditionnelles ; B + C + D : obligations internationales.

Source : BIR (1995), *The BIS Statistics on International Banking Financial Market Activity*, Bâle, août, p. 15.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Plus précisément :

> Une émission euro-obligataire est une émission placée simultanément sur le marché d'au moins deux pays et elle est libellée dans une monnaie qui n'est pas nécessairement celle de l'emprunteur ni celle du créancier, ce libellé pouvant même donner lieu à la combinaison de plusieurs monnaies. Ces obligations sont généralement placées par l'intermédiaire de consortiums internationaux d'institutions financières de plusieurs pays. Une émission d'obligation étrangère est une émission qui est placée, généralement par un consortium national, sur le marché d'un seul pays, qui est différent de celui de l'émetteur.

Par exemple, si le gouvernement de la France se finance en émettant des obligations en yen et vend au Japon, ces obligations sont considérées comme étrangères. Par contre, si cet emprunt en yen du gouvernement français est émis et vendu ailleurs qu'au Japon, ces obligations sont des euro-obligations. Les deux types d'émissions constituent ensemble les obligations internationales. Compte tenu du rapprochement des marchés financiers et du fait que les obligations étrangères peuvent être aussi libellées en une devise autre que celle du pays d'émission, il est difficile de les distinguer des euro-obligations. L'interprétation des données statistiques sur l'émission des obligations selon les composantes se fait alors sous toute réserve.

2.2. Évolution du marché

2.2.1. Vue d'ensemble

En 1996, l'OCDE publie un document exceptionnel qui retrace l'évolution historique des marchés internationaux de capitaux sur une longue période, à savoir depuis 1950 pour les émissions d'obligations et depuis 1972 en ce qui a trait aux crédits consortiaux. Les données statistiques rassemblées et compilées sont ventilées par pays emprunteur, par monnaie d'émission ainsi que par marché (OCDE, 1996). Toutefois, bien que l'OCDE continue de publier la série « Tendance des marchés des capitaux », elle n'y présente plus, depuis 1998, les données relatives au marché international des capitaux (les obligations internationales, les actions internationales, les crédits consortiaux et les facilités d'emprunt). Pour sa part, la BRI n'a véritablement rendu publiques les statistiques sur les opérations bancaires internationales qu'à partir de 1977. En conséquence, nous convenons d'abord d'examiner l'évolution du marché international des capitaux à partir des données de l'OCDE et, ensuite, de compléter l'analyse par les observations de la BRI, en particulier pour les années plus récentes.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Un regard attentif sur le total des capitaux empruntés sur les marchés internationaux (somme des émissions d'obligations, des crédits consortiaux et des autres facilités d'emprunt) indique qu'ils occupent une proportion de plus en plus considérable. En effet, d'un montant d'environ 2 milliards de dollars américains en 1963, le total de ces capitaux s'élève à 832 milliards en 1995 et à 1 225 milliards en 1997 (tableau 3.1). Pour mémoire, la valeur des exportations mondiales de marchandises et de services passe de 2 331 milliards de dollars en 1985 à 6 266 milliards en 1995 et à 6 515 milliards en 1998. L'évolution de ces capitaux témoigne d'abord d'une assez forte concentration sur les émissions d'obligations au cours des années 1960 et, par la suite, d'une plus grande dispersion entre les diverses catégories. Alors qu'entre 1963 et 1971 les capitaux levés sont presque exclusivement composés d'obligations, les prêts bancaires syndiqués se sont développés dès 1972 et les autres facilités d'emprunt ne s'enregistrent qu'au début des années 1980.

L'OCDE fournit également une dimension plus globale du marché international des capitaux en tenant compte d'émissions non cautionnées (tableau 3.2). On constate une hausse soutenue de ces capitaux tout au long de la dernière décennie puisque environ 1 800 milliards de dollars ont été levés en 1997 contre seulement 435 milliards en 1990. Les facilités non cautionnées n'ont véritablement pris de l'importance que vers la fin des années 1980.

Le tableau 3.3 fournit des informations additionnelles sur la ventilation des capitaux levés par zone géographique ou par pays emprunteur. Une analyse plus attentive et centrée sur quelques-unes des principales catégories d'actifs serait appropriée afin d'identifier les facteurs explicatifs de l'évolution du marché international des capitaux.

2.2.2. Ampleur et nature des prêts internationaux

Comme il est précisé un peu plus haut, les estimés de l'OCDE distinguent les eurocrédits consortiaux, les crédits étrangers syndiqués et les autres facilités d'emprunt. La somme de ces trois catégories constitue les prêts internationaux. On s'aperçoit que les prêts internationaux n'émergent véritablement qu'au début des années 1970 et sont essentiellement constitués des eurocrédits consortiaux. En fait, c'est la montée des eurodollars tout au long des années 1960 qui stimule les activités de prêts jusqu'en 1974. Au cours de l'année 1975, on observe une chute des prêts due à la faillite de la Bankhauss Herstatt survenue en 1974.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.1
Capitaux levés sur les marchés internationaux – dimension restreinte (en milliards de dollars américains)

	1963	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997
Euro-obligations	0,3	3,5	8,7	20,4	136,5	180,1	371,2	589,8	735,1
Obligations étrangères	1,8	2,2	11,2	17,9	31,2	49,8	89,4	119,0	96,5
Total : Obligations internationales	2,1	5,7	19,9	38,3	167,7	229,9	460,6	708,8	831,6
dont :									
Classiques	2,1	5,0	19,2	29,6	94,8	158,9	346,6	464,4	545,5
À taux révisables	–	0,4	0,3	4,8	58,7	37,1	78,9	165,7	213,1
Convertibles	–	0,2	0,4	3,9	7,0	10,6	12,3	25,6	35,8
À bons de souscription d'actions	–	0,1	–	–	4,3	21,2	5,8	8,8	3,1
À coupon-zéro	–	–	–	–	1,9	1,5	8,5	9,7	8,8
Eurocrédits consortiaux	–	–	20,6	78,1	36,1	122,4	368,0	344,5	389,7
Crédits étrangers d'emprunt	–	–	–	–	6,9	2,1	0,6	0,7	0,7
Autres facilités d'emprunt	–	–	–	–	49,0	7,0	3,1	4,5	2,7
Total : Prêts	–	–	20,6	78,1	92,0	131,5	371,7	349,7	393,1
Total général	2,1	5,7	40,5	116,4	259,7	361,4	832,2	1058,5	1224,7

Source : OCDE (1996), *Statistiques des marchés internationaux des capitaux 1950-1995,* Paris ; et OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.2
Capitaux levés sur les marchés internationaux – dimension globale (en milliards de dollars américains)

	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
A. Titres et facilités d'émission cautionnées	**376,9**	**368,7**	**455,8**	**481,8**	**666,6**	**714,7**	**882,3**	**1116,2**	**1309,8**
Obligations	227,1	229,9	308,7	333,7	481,0	428,6	467,3	708,8	831,6
Actions	7,7	7,3	23,4	23,5	40,7	45,0	41,0	57,7	85,1
Prêts consortiaux	125,5	124,5	116,0	117,9	136,7	236,2	370,2	345,2	390,4
Autres facilités d'emprunt	16,6	7,0	7,7	6,7	8,2	4,9	3,8	4,5	2,7
B. Facilités non cautionnées	**76,6**	**66,2**	**80,2**	**127,9**	**152,0**	**252,9**	**402,0**	**455,4**	**459,5**
Programmes d'émission d'eurobillets de trésorerie	–	–	35,9	28,9	38,4	30,8	55,9	81,3	48,5
Programmes d'émission d'euronotes à moyen terme	–	–	44,3	99,0	113,6	222,1	346,1	374,1	411,0
Total général (A + B)	**453,5**	**434,9**	**536,0**	**609,7**	**818,6**	**967,6**	**1284,3**	**1571,6**	**1769,3**

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

De 1976 à 1982, les prêts internationaux, toujours constitués principalement par les eurocrédits consortiaux, enregistrent à nouveau une croissance appréciable sous la poussée du recyclage des pétrodollars. Dès 1982, le monde financier est aux prises avec une crise d'endettement de nombreux pays en développement qui semble perdurer. Aussi, contrairement au recyclage des pétrodollars au cours des années 1970 qui passe par le circuit bancaire, des nouveaux pays dégageant des surplus commerciaux (Japon, Corée, Taiwan, Singapour, Allemagne…) tout au long des années 1980, expriment une préférence pour le marché des titres plutôt que pour les dépôts bancaires. Les institutions bancaires éprouvent alors des difficultés pour attirer des fonds, leurs engagements antérieurs se trouvant, par surcroît, difficilement récupérables. Les éléments explicatifs du tassement des prêts internationaux après 1982 sont ainsi réunis. La remontée de ceux-ci ne s'observe véritablement qu'en 1993 à la faveur du retournement de la conjoncture économique et, surtout, en raison du besoin grandissant de financements lié aux opérations de privatisation, de fusions et d'acquisition des entreprises. Selon l'OCDE (1998, p. 86), les crises en Asie du Sud-Est de juillet 1997 semblent inciter les emprunteurs à préférer les crédits consortiaux aux émissions d'obligations internationales.

TABLEAU 3.3
Capitaux levés sur les marchés internationaux – dimension globale
(par catégorie d'emprunteurs)

	1993	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
Zone de l'OCDE	88,9	89,6	91,5	88,4	87,4
Hors OCDE	8,2	8,3	7,1	8,3	10,7
Institutions internationales de développement	2,9	2,1	1,4	3,3	1,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total en milliards de dollars	**818,6**	**967,6**	**1284,3**	**1571,6**	**1769,3**
dont :					
États-Unis	124,9	202,6	355,0	407,5	447,5
Allemagne	65,0	83,7	141,6	177,5	222,8
Royaume-Uni	51,3	77,4	87,2	116,4	181,2
France	58,0	62,7	46,2	89,3	84,9
Japon	85,4	74,2	121,4	83,2	79,2
Canada	38,7	39,1	37,1	44,3	42,7
Australie	27,3	23,4	19,9	35,1	38,4
Italie	31,2	28,0	32,1	29,9	30,7

Source : OCDE (1998), *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, nº 69, février.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ainsi, la valeur totale des prêts internationaux évaluée par l'OCDE à tout juste 9 milliards de dollars en 1972 a plus que triplé deux ans plus tard, pour atteindre 147,6 milliards en 1981. Depuis cette période, les prêts ont chuté et ne dépassent guère le seuil de 145 milliards de dollars qu'en 1993 (voir tableaux 3.1 et 3.2). Pour l'année 1997, le volume total des prêts s'élève à 393 milliards de dollars (excluant les facilités non cautionnées). Les pays de l'OCDE accaparent près de 85 % de tous les crédits consortiaux (excluant les autres facilités d'emprunt) (tableau 3.4). Il est remarquable que les États-Unis demeurent le plus grand emprunteur en terme absolu, même si leur part tend à baisser. Aussi, les emprunts des pays en transition prennent de l'ampleur, notamment la Russie, la République tchèque, la Pologne et les Républiques baltes. D'ailleurs, l'OCDE (1998, p. 86) précise : « qu'on constate une diversité croissante en termes de nationalité des emprunteurs avec plusieurs nouveaux venus de l'ex-Union Soviétique et d'autres parties du monde en développement, ce qui a donné lieu parallèlement à une grande diversité de taux et de prix. »

En dépit de cette diversification, on peut néanmoins affirmer que les grands emprunteurs sont des institutions situées dans les pays les plus industrialisés. Les crédits bancaires libellés en dollars américains dominent nettement le marché (tableau 3.5).

Passons maintenant aux estimations de la BRI portant sur les activités bancaires internationales. Il s'agit des avoirs extérieurs des banques, c'est-à-dire les prêts internationaux ainsi que leurs engagements extérieurs (les dépôts). Les données de la BRI proviennent de la zone déclarante constituée des pays industrialisés (Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse) ainsi que les centres *offshore* (places franches) des Bahamas, du Bahreïn, des Îles Caïmans, de Hong Kong, des îles néerlandaises et de Singapour. Les données sur les banques américaines couvrent également les activités de leurs succursales aux Bahamas, aux Caïmans et à Panama. Les banques de chaque pays déclarant fournissent les données statistiques à la Banque centrale du pays qui, à son tour, les transmet à la BRI. Bien que la BRI recommande aux pays déclarant d'inclure les banques commerciales, les caisses d'épargne, les *credit unions*, les associations d'épargne et de prêts (*savings and loan association*). on observe une variété de comportements.

D'abord, la plupart des pays déclarants ne s'en tiennent qu'aux banques commerciales et ne couvrent pas les autres institutions financières, dont les courtiers en valeurs mobilières, contrairement à la France et aux États-Unis qui incluent ces derniers. Par ailleurs, l'Autriche, la Finlande, l'Allemagne et la Suède sont les seuls qui retiennent le

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.4
Principaux pays emprunteurs des crédits bancaires internationaux à moyen terme
(en milliards de dollars américains)

	1993	1994	1995	1996	1997
Emprunteurs					
Zone de l'OCDE	**118,2**	**215,0**	**334,9**	**311,8**	**332,3**
dont :					
Allemagne	2,2	1,0	15,2	7,9	8,4
Australie	4,0	4,4	1,2	3,2	3,8
Canada	3,8	7,3	7,9	6,0	3,7
Corée	1,9	2,6	5,5	6,0	6,2
Espagne	8,6	10,8	8,6	1,9	2,3
États-Unis	69,3	117,9	191,1	167,3	148,5
France	5,7	5,1	11,8	16,8	21,6
Italie	2,4	3,9	13,2	4,8	5,4
Royaume-Uni	3,0	25,3	39,8	39,3	81,6
Suède	2,7	7,1	15,4	18,1	10,3
Hors OCDE	**18,2**	**20,9**	**35,3**	**33,4**	**58,0**
dont :					
Afrique du Sud	–	–	1,8	2,8	4,3
Argentine	0,4	0,6	1,5	0,7	1,3
Brésil	0,2	–	0,4	0,2	2,5
Chili	0,3	0,1	0,7	1,8	1,9
Chine	3,6	4,0	4,3	3,6	5,4
Fédération de Russie	–	–	0,9	0,1	3,9
Hong Kong (Chine)	2,0	1,3	1,0	2,6	4,1
Indonésie	1,9	4,0	6,4	7,1	7,4
Malaisie	1,6	1,8	1,1	0,9	1,5
Thaïlande	3,4	4,7	5,2	2,5	2,7
Institutions internationales de développement	0,3	0,3	–	–	0,1
Total	**136,7**	**236,2**	**370,2**	**345,2**	**390,4**

Source : OCDE (1998), *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, nº 69, février.

service postal (la poste) comme institution participante. Enfin, faisons remarquer que la définition même de la banque participante varie d'un pays à l'autre. Par exemple, alors qu'au Canada il ne s'agit que des banques commerciales, les pays européens et les États-Unis retiennent toutes les institutions financières de crédit[5]. L'ampleur des activités internationales des banques n'est donc pas facile à mesurer à cause notamment de la zone déclarante qui est variable dans le temps et surtout de la nature des transactions considérées comme internationales même

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

si elles ne dépassent pas les frontières. De fait, le nombre de pays déclarants est passé de 15 en 1977 à 24 en 1983, à 25 en 1997 et à 28 en l'an 2000[6].

TABLEAU 3.5
Crédits bancaires internationaux par monnaie d'émission
(en pourcentage)

	1990	1991	1993	1995	1997
Dollar américain	58,9	84,5	81,0	76,8	69,8
Livre sterling	17,5	4,2	2,2	11,7	15,6
Mark allemand	6,7	2,1	3,2	4,1	3,3
Écu	8,7	3,9	6,4	3,8	0,8
Yen	1,7	1,1	0,7	0,2	0,2
Franc suisse	0,1	0,6	0,4	0,1	1,1
Franc français	–	–	1,9	1,5	5,3
Sous-total			95,8	98,2	96,1
Divers	4,6	3,6	4,2	1,8	3,9
Total	100	100	100	100	100

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

Le tableau 3.6 fournit des indications de variations annuelles et le stock de fin d'année permettant d'apprécier l'importance des dépôts interbancaires. D'abord, on observe que le volume total des crédits (prêts) consortiaux, évalué à 279,4 milliards de dollars en 1993 enregistre une forte croissance pour atteindre 1 136,3 milliards en 1997, pour chuter à 957 milliards en 1998. La baisse de l'activité de l'année 1998 s'explique par la crise asiatique à l'été 1997 qui force les groupes bancaires de la région (dont le Japon) à durcir les conditions de prêt. Le moratoire sur la dette russe, annoncé en août 1998, invite aussi les banques à la prudence dans leurs activités de prêt et les incite à réduire leurs engagements envers les économies émergentes de l'Asie et à l'égard d'autres pays en développement[7] (BRI, 1999, p. 127-129). Faisons

5. Voir pour plus de détails BRI (2000), *Guide to the International Banking Statistics*, Bâle, Suisse, juillet, p. 15-26.
6. Voir BRI (2000a), « Statistical Annex Contents », *Bis Quarterly Review*, September, p. 3-4.
7. Les pays émergents de l'Asie de l'Est sont : Hong Kong, Chine, Indonésie, Macao, Malaisie, Papaouasie-Nouvelle-Guinée, Philippines, République démocratique du Viêt-nam, Singapour, Taibei chinois et Thaïlande. Les pays émergents de l'Europe centrale et orientale sont : Croatie, Estonie, Lituanie, République slovaque, Roumanie et Slovénie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

remarquer que ces données sur le montant des crédits consortiaux présentées par la BRI s'écartent de celles de l'OCDE parce que les premières portent sur les facilités d'emprunt annoncées alors que les deuxièmes ne couvrent que les « crédits accordés et qui ont été portés à la connaissance du public ». Par ailleurs, l'OCDE (1996, p. 283) précise dans sa note méthodologique de compilations :

TABLEAU 3.6
Activité bancaire internationale[1] (en milliards de dollars américains)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à la fin 1998
A = Créances sur les pays hors zone	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	–29,6	1 200,7
B = Créances intrazones	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Créances sur le secteur non bancaire	122,7	–49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Utilisation pour prêts internes	13,3	192,5	2,9	–40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Dépôts interbancaires	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Non attribué	52,5	10,1	16,8	16,4	–8,8	–21,7	216,9
D = A + B + C = Prêts bancaires bruts	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D – B3) = Prêts bancaires nets	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Engagements envers les pays hors zone	–14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	–13,2	1 047,9
B = Engagements intrazones	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Engagements envers le secteur non bancaire	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Apport de fonds internes	85,6	–64,4	18,9	–31,7	–3,1	24,4	1 318,2
3) Dépôts interbancaires	–59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Non attribué	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Engagements bancaires bruts	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Pour mémoire : Crédits consortiaux[2]	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

1. Variation d'encours, hors effets de chage.

2. Facilités annoncées.

Source : BRI (1999), *96e Rapport annuel*, Bâle, 7 juin, p. 128.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La pertinence en tant qu'indicateurs d'endettement des données sur les crédits à moyen et long termes est aussi limitée pour un certain nombre de raisons. Premièrement, les données de l'OCDE ne couvrent que les crédits qui ont été annoncés publiquement. Une portion variable (éventuellement significative) des crédits consentis par des banques ne donne pas lieu à publicité. Deuxièmement, les données de l'OCDE ne comprennent pas les prêts à échéance de moins d'un an – dont l'importance tend à s'accroître dans les périodes de tensions sur les marchés. Troisièmement, les statistiques de l'OCDE font référence aux engagements de prêts des créanciers au moment de la signature du contrat de prêt. On ne dispose d'aucune information sur les tirages effectifs des crédits qui, dans plusieurs cas, peuvent ne jamais intervenir. Quatrièmement, ces statistiques ont trait aux engagements d'ouverture de lignes de crédit. Les emprunteurs peuvent se servir de ces lignes de crédit pour rembourser d'autres dettes en cours et/ou dans le cadre d'opérations de refinancement. En pareil cas, on n'enregistre pas d'augmentation de l'endettement brut ou net de l'emprunteur à la suite de telles opérations. Enfin, un certain nombre de crédits bancaires à moyen terme (classés dans les « autres facilités d'emprunt ») sont montés à l'appui d'autres opérations de financement. Dans la mesure où ces derniers emprunts sont couverts dans les statistiques d'endettement, la prise en compte de statistiques sur ces crédits bancaires donnerait lieu à d'importantes duplications d'écritures.

Ces observations expliquent pourquoi les données de l'OCDE et de la BRI sur les crédits commerciaux ne présentent pas tout à fait la même réalité. Plus encore, les données sur les crédits commerciaux divergent de celles sur les prêts bancaires internationaux présentées par la BRI elle-même. Que révèle le tableau statistique sur l'activité bancaire internationale ? Les créances ou les prêts internationaux demeurent largement concentrés à l'intérieur de la zone déclarante, c'est-à-dire les pays les plus industrialisés. Sur un montant cumulé à la fin de 1998 de 11 048 milliards de dollars de prêts internationaux, 9 630 milliards sont des créances intrazones (87,2 %) dont 5 563 milliards de dépôts interbancaires (50,3 %). Le montant du prêt international net (cumulé) s'élève ainsi à 3 485 milliards de dollars après correction des dépôts interbancaires. L'activité bancaire internationale est donc majoritairement de nature interbancaire autant du point de vue des prêts que des dépôts.

Dans son 78e rapport annuel de l'année 2000, la BRI publie des statistiques sur l'activité bancaire internationale en distinguant non pas les pays hors-zone et intrazones comme dans le tableau 3.6, mais plutôt les créances transfrontalières sur les pays développés, les pays en développement et les places franches (tableau 3.7), ce qui permet de mieux apprécier l'importance de chacune des régions du monde. Rappelons que l'activité bancaire internationale comprend toute transaction permettant d'avoir un droit (ou une obligation) monétaire libellé dans une

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

devise autre que domestique, ou impliquant des non-résidents. C'est en somme la position internationale des banques telle qu'illustrée précédemment. Les données couvrent aussi bien les prêts et les dépôts que les titres (obligations, notes, instruments de court terme) détenus ou émis par les banques. Comme l'indique le tableau 3.7, à la fin de mars 2001, l'encours du total des prêts bancaires internationaux, incluant les titres, s'élève à près de 11 200 milliards de dollars, dont 6 379 milliards de prêts interbancaires (57 %). L'économie internationale est donc de plus en plus caractérisée par un fort niveau d'endettement. La répartition géographique des emprunteurs subit une variation : la part des pays industrialisés progresse jusqu'à dépasser les trois quarts tandis que celle des pays en développement recule pour ne compter que 8 % à la fin de mars 2001.

À la question, pourquoi avoir recours au marché des eurocrédits, plusieurs explications peuvent être avancées. Les eurocrédits comportent un certain nombre d'avantages pour l'emprunteur. D'abord, ce marché offre une taille plus grande d'emprunts avec possibilité de diversification des sources bancaires. Alors qu'il est difficile d'obtenir des prêts d'une valeur de plus d'une centaine de millions de dollars sur les marchés nationaux, on peut aisément lever des fonds de l'ordre du milliard de dollars sur l'euromarché, et ce, dans un court délai de quelques semaines. Cet avantage de disponibilité des fonds s'allie également à celle des devises : l'emprunteur peut obtenir la devise qui correspond à ses besoins, évitant ainsi le risque de change.

Par ailleurs, l'emprunteur a la flexibilité de renégocier ou de rembourser par anticipation sans pénalité, moyennant une commission. Le montant du prêt est garanti du moment où le mandat est donné au chef de file (la banque qui supervise le syndicat). Aussi, le taux d'intérêt se fixe par négociation directe entre le prêteur et l'emprunteur et en fonction du risque présenté par celui-ci. Les crédits à taux d'intérêt flottant sont couramment utilisés. Ainsi, les eurocrédits sont des prêts à moyen terme avec des taux d'intérêt de base à court terme (généralement six mois) auxquels on ajoute une marge. Le taux de base est souvent le LIBOR (*London Interbank Offered Rate*)[8].

Comme l'indique le tableau 3.8, les marges appliquées aux emprunteurs des pays hors OCDE sont bien plus élevées que dans les pays de l'OCDE. Au plus fort de la crise d'endettement extérieur, la marge appliquée aux pays en développement grimpe à 170 % comparativement à 64 %

8. Le LIBOR est le taux d'intérêt d'offre interbancaire à Londres payé par les banques de meilleure cote.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.7
Créances transfrontalières des banques[1] (en milliards de dollars américains)

	1998 Année	1999 Année	2000 Année	2001 Q_1[5]	Encours à la fin décembre 1999 Année	Encours à la fin décembre 2000 Année	Fin mars 2001 Année
Sur les pays développés	**567,3**	**467,4**	**1117,7**	**640,1**	**7562,9**	**8394,2**	**8743,3**
Prêts interbancaires	288,7	24,8	672,0	387,5	4416,7	4990,5	5086,2
Prêts à la clientèle	24,2	113,5	78,7	159,5	1319,0	1395,1	1520,1
Titres[2]	254,4	329,0	376,9	93,0	1827,3	2008,6	2137,0
Sur les places franches	**–178,0**	**–102,3**	**49,6**	**48,8**	**1207,9**	**1257,6**	**1272,6**
Prêts interbancaires	–172,0	–139,2	–18,9	21,9	858,4	843,3	843,7
Prêts à la clientèle	–27,1	9,4	18,8	17,4	224,8	247,0	259,4
Titres[2]	21,0	27,5	49,7	9,4	124,7	167,3	169,5
Sur les pays en développement[3]	**–83,0**	**–78,9**	**–12,9**	**–1,9**	**857,1**	**905,5**	**877,4**
Prêts interbancaires	–63,9	–58,5	–10,0	–8,5	340,5	354,1	324,5
Prêts à la clientèle	–12,4	–16,6	–27,8	4,5	389,9	399,2	398,9
Titres[2]	–6,8	6,1	24,9	2,1	126,8	152,1	154,1
Non attribué	**–33,9**	**–20,1**	**21,2**	**17,3**	**195,6**	**207,2**	**284,1**
Total	**272,4**	**276,1**	**1175,6**	**704,3**	**9823,5**	**10764,4**	**11177,4**
Prêts interbancaires	28,1	–222,6	648,8	405,5	5684,0	6262,8	6379,2
Prêts à la clientèle	–26,9	103,3	66,0	183,3	1966,8	2069,9	2228,5
Titres[2]	271,2	395,5	460,8	115,5	2172,7	2431,7	2569,7
Pour mémoire : crédits consortiaux[4]	**902,0**	**1025,9**	**1464,9**	**271,8**			

1. Variation d'encours, hors effets de change ; 2. Chiffres en partie estimés, principalement des titres d'endettement, comprenant d'autres actifs (pour un montant inférieur à 5 % de l'encours) ; 3. Y compris pays d'Europe orientale ; 4. Facilités annoncées ; 5. Premier trimestre.

Sources : BRI, « International banking and financing market developments », *BIS Quarterly Review*, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

pour les pays industrialisés. Quant à la durée moyenne des prêts, elle dépasse légèrement cinq ans, sans changement majeur depuis 1990 (tableau 3.9). Avec les taux flottants, l'emprunteur peut se retrouver dans une situation avantageuse où les taux baissent, ou désavantageuse dans le cas contraire.

C'est dans cette situation désavantageuse que les pays en développement se sont presque tous retrouvés lors de la flambée des taux d'intérêt au début des années 1980. Enfin, comme ce sont des pays souverains qui y ont principalement recours, le marché des eurocrédits présente pour les prêteurs des difficultés de gestion au chapitre de la solvabilité et de la rentabilité. L'évaluation du risque par pays devrait reposer non seulement sur des analyses strictement économiques et financières, mais également « sur la façon dont est géré le pays et sur le degré de stabilité des gouvernements et des institutions » conclut Leroux (1994, p. 171).

TABLEAU 3.8
Marges sur les eurocrédits
(en points de base)

	1983	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Pays de l'OCDE	64	80	86	78	59	43	50	56
Hors OCDE	170*	78	85	103	113	117	99	114
Moyenne générale	114	79	85	81	64	50	56	64

Moyenne pondérée des marges appliquées aux eurocrédits pendant la période.

* Il s'agit de la marge sur des pays moins développés (excluant les pays de l'OPEP et d'Europe de l'Est).

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

TABLEAU 3.9
Échéances moyennes des eurocrédits

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Pays de l'OCDE	5 ans 1 mois	4 ans 8 mois	4 ans 3 mois	5 ans 1 mois	5 ans 4 mois	5 ans 4 mois	5 ans 1 mois
Hors OCDE	6 ans 6 mois	5 ans 8 mois	5 ans 7 mois	5 ans 4 mois	4 ans 10 mois	5 ans	5 ans 9 mois
Moyenne générale	5 ans 5 mois	4 ans 9 mois	4 ans 4 mois	5 ans 1 mois	5 ans 4 mois	5 ans 4 mois	5 ans 2 mois

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.2.3. Les obligations internationales

Lorsqu'on examine l'évolution des obligations internationales, on s'aperçoit qu'elle dégage une image différente de celle des prêts internationaux. La période 1963-1972 en est une de développement générée par la croissance des eurodevises. Après le premier choc pétrolier de 1973-1974, on assiste à un ralentissement des émissions d'euro-obligations à cause du processus de recyclage des pétrodollars par le circuit bancaire. Par ailleurs, l'année 1974 est caractérisée par la remontée du niveau général des prix, de sorte qu'il devient difficile de placer des titres à long terme à moins d'offrir des taux d'intérêt plus alléchants.

Cependant, à partir de 1981, contrairement au mouvement à la baisse des eurocrédits, les obligations internationales enregistrent une forte croissance. De fait, la politique monétaire restrictive des pays industrialisés a entraîné un déplacement de portefeuille vers le marché des capitaux plutôt que vers les banques, en même temps que le choc de la balance des paiements a relancé le marché des titres. La reprise des activités économiques, dès 1983, rehausse les activités boursières jusqu'à la crise d'octobre 1987 dont on ne connaît pas vraiment les raisons : la spéculation selon certains, le niveau trop élevé du déficit américain diront d'autres, ou encore le comportement du marché difficilement prévisible.

Il faut attendre le début des années 1990 pour constater une inflexion à la hausse des émissions d'obligations internationales concurremment à une baisse des taux d'intérêt et à une reprise économique dans les pays de l'OCDE sans menace d'inflation. La crise asiatique amorcée avec la dévaluation du baht thaïlandais, en juillet 1997, suivie du siège du dollar de Hong Kong ainsi que de la dévaluation du won coréen et de la ringgit malaisienne ont eu pour effet de freiner la croissance des émissions qui, néanmoins, passent à un niveau record de 832 milliards de dollars pour l'année 1997 (soit une hausse de 17,3 % par rapport à l'année 1996) (tableaux 3.2 et 3.3).

La répartition des émissions d'obligations internationales par monnaie de support confirme toujours la place prépondérante du dollar américain qui s'est néanmoins effritée. Les obligations libellées en dollars, qui comptent pour près de 77 %, en 1963, cèdent graduellement leur place à d'autres devises fortes pour ne représenter que 64,3 % en 1970 et tomber à 33 % en 1990 (tableau 3.10). Cependant, les émissions en dollars se raffermissent vers la fin des années 1990 en raison, notamment, de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis, de la vigueur du dollar et aussi de la préférence manifestée par les emprunteurs des marchés émergents (OCDE, 1998, p. 69). Ainsi, les émissions obligataires

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

en dollars ont sensiblement augmenté pour représenter près de 43 % du total des émissions en 1996 et 45 % en 1997. Le deutsche mark ressort en 1997 comme la deuxième monnaie la plus importante après le dollar avec une part de marché de près de 17 %.

Pour l'OCDE (1998, p. 75-76), « la hausse de l'activité dans ce secteur (émissions en deutsche mark) est essentiellement imputable à l'expansion du marché des obligations hypothécaires (*Pfandbrief*). Les banques hypothécaires allemandes (*Hypothekenbanks*) ont commercialisé activement les produits *Pfandbrief* pendant toute l'année 1997, allant même jusqu'à émettre des obligations adossées à des hypothèques en monnaies européennes autres que le deutsche mark ».

TABLEAU 3.10
Répartition par monnaie des émissions d'obligations internationales[1]
(en pourcentage)

	1990	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
Dollar américain	33,3	29,7	36,9	35,9	37,5	39,5	43,0	45,0
Deutsche mark	8,3	7,1	10,4	11,8	7,8	15,5	14,0	16,8
Yen	13,5	12,6	11,2	9,6	13,3	12,6	8,6	4,5
Livre sterling	9,5	8,8	7,6	10,8	8,8	5,9	8,8	8,9
Franc français	4,3	6,1	7,5	8,7	7,0	2,8	6,4	6,4
Lire italienne	2,4	3,2	2,5	3,1	5,5	3,8	4,9	5,4
Franc suisse	18,5	7,1	5,8	6,1	4,8	5,6	3,3	2,6
Florin néerlandais	0,6	1,1	2,0	2,6	3,0	3,2	2,9	2,3
Dollar australien	2,2	1,4	1,5	0,8	1,8	2,3	1,4	0,9
Peseta	0,7	1,0	0,5	0,8	0,5	0,9	1,3	1,3
Franc luxembourgeois	2,0	1,9	1,7	0,7	2,6	2,9	1,2	0,4
Dollar canadien	2,7	7,2	4,7	6,4	3,6	0,7	1,0	0,5
Écu	8,1	11,1	6,8	1,6	2,0	1,7	0,7	1,3
Divers	1,9	1,7	0,9	1,1	1,8	2,6	2,5	3,7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100
Pour mémoire :								
Total des émissions contre valeur en milliards de dollars	240,2	322,7	342,4	509,6	438,5	447,4	719,0	905,2

1. Toutes monnaies converties en $US aux taux de change constants (fin 1990).

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

D'ailleurs, comme l'indique le tableau 3.11, pour l'année 1997, le marché allemand est de loin le principal emprunteur des émissions d'obligations en deutsche mark avec une part de marché de 62,7 %. La France et le Royaume-Uni constituent aussi les principaux marchés des émissions en devises de leur pays. Pour sa part, le yen, après avoir surclassé le deutsche mark tout au long de la période 1985-1995, perd de son importance sur le marché en 1997 pour se retrouver en 3e position derrière le dollar américain et le deutsche mark. Les incertitudes entourant le secteur financier japonais comptent parmi les principaux facteurs explicatifs de ce recul du yen. La performance de l'écu est tout à fait remarquable, sa part de marché d'à peine 0,3 % en 1981 augmente continuellement pour atteindre 1,3 % en 1997.

Le succès de l'écu s'explique par la volonté des pays de la Communauté européenne d'en faire sa promotion et de l'utiliser comme devise de refuge. En effet, parmi les principaux pays emprunteurs des obligations internationales libellées en écus, on retrouve la France, l'Italie, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas (tableau 3.11). Rapportons ici l'analyse de l'OCDE (1998, p. 70) selon laquelle :

> Cette forte poussée des émissions en écus est essentiellement imputable à l'émission d'obligations « tributaires » de l'UME, qui sont des titres conçus pour contourner toute incertitude à propos du passage à la monnaie unique. On peut citer à cet égard les obligations dites « parallèles », qui sont émises dans différentes monnaies devant participer à l'UME, mais dont les différentes tranches ont des caractéristiques identiques pour faciliter une fusion future en une seule tranche, libellée en euros.

Le marché obligataire international présente plusieurs compartiments dont : les obligations classiques ou ordinaires (*straight bonds*). les obligations à taux révisable (*floating rate notes*) ou les billets à taux flottant, les obligations convertibles, les obligations à bons de souscription d'actions et les obligations à coupon zéro. Les obligations classiques sont des titres à taux d'intérêt fixe avec des coupons d'échéance prédéterminée. Les obligations à taux révisable sont des titres dont le coupon est lié à un taux de référence du marché, en général le LIBOR, lequel est sujet à variation. Introduites au début des années 1970, et plus particulièrement en 1974, les obligations à taux variable se sont par la suite développées en raison de la forte volatilité des taux d'intérêt. Les obligations convertibles offrent la possibilité au détenteur de les convertir en actions de la société émettrice ou de la société mère.

Ces titres peuvent être convertis à une date ou durant une période spécifiée ainsi qu'à un prix fixé au moment de l'émission. Les obligations convertibles sont également apparues sur le marché au début des années 1970. Le principal avantage de ces titres est qu'ils permettent à l'émetteur de ne pas avoir à rembourser les obligations émises et, ainsi,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de réduire son coût d'endettement. Pour sa part, l'investisseur est prêt à accepter un coupon réduit pour éventuellement tirer profit d'une plus-value lors de la conversion en actions. Les obligations à bon de souscription d'actions permettent au détenteur d'acquérir des actions de la société émettrice ou de la société mère au cours d'une période donnée et à un prix fixé à l'avance. Plus précisément, et conformément à sa dénomination anglaise (*Bond with Equity Warrant*), ce titre n'est qu'une obligation classique assortie de droits d'option pour obtenir des actions.

Il importe de signaler que ces droits d'option sont des bons de souscription et non pas des bons de conversion. Les obligations à bon de souscription d'actions ont été introduites sur le marché international dès le début de 1970 et se sont surtout développées au cours de la décennie 1980 parallèlement à la hausse des marchés boursiers en réponse aux chocs pétroliers et à la volatilité des taux d'intérêt. Le bon de souscription, qui peut être détachable et faire l'objet d'une négociation séparée, facilite le placement des obligations. Enfin, les obligations à coupon zéro sont émises à escompte ; elles ont la caractéristique de ne

TABLEAU 3.11
Émission des obligations internationales en devises – année 1997
Ventilation par pays ou organisme emprunteurs (en pourcentage)

Pays	$US	Yen	Mark	FF	Livre	FS[1]	Écu[2]
États-Unis	36,2	7,9	5,4	12,5	16,9	17,4	7,0
Canada	3,7	5,9	0,5	2,9	0,7	2,6	–
Japon	5,1	24,2	1,5	2,2	2,1	15,7	–
Allemagne	7,2	7,6	62,7	15,8	8,1	24,6	5,8
France	3,3	5,8	1,4	41,8	0,7	2,3	18,6
Royaume-Uni	3,8	1,7	1,1	2,2	44,9	3,6	4,6
Italie	1,2	1,8	1,6	2,0	0,5	–	11,6
Pays-Bas	–	–	2,5	1,2	1,2	1,6	3,5
Suisse	1,2	–	1,1	–	1,7	–	–
Australie	1,8	5,1	0,2	–	1,4	0,3	–
Institutions internationales	1,9	3,2	1,4	0,5	7,6	1,6	1,2
Sous-total	63,8	60,0	78,8	80,6	78,2	68,1	51,1
Total	100	100	100	100	100	100	100

1. Obligations étrangères ; 2. Euro-obligations.

Source : OCDE (1998), *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, nº 69, février.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.11 (*suite*)
Émission des obligations internationales en devises – année 1997
Ventilation par pays ou organisme emprunteurs
(en milliards de dollars américains)

Pays	$US	Yen	Mark	FF	Livre	Écu	FS étrangère
États-Unis	147,4	440	12,2	36,5	7,1	0,6	5,3
Canada	14,9	329	1,1	8,6	0,3	–	0,8
Japon	21,0	1343	3,4	6,5	0,9	–	4,8
Allemagne	29,3	425	142,3	46,2	3,4	0,5	7,5
France	13,3	323	3,3	122,2	0,3	1,6	0,7
Royaume-Uni	15,6	97	2,5	6,5	18,8	0,4	1,1
Italie	4,9	100	3,7	6,0	0,2	1,0	–
Pays-Bas	–	–	5,7	3,4	0,5	0,3	0,5
Suisse	5,1	–	2,4	–	0,7	–	–
Australie	7,4	283	0,5	–	0,6	–	0,1
Institutions internationales	7,6	181	3,1	1,5	3,2	0,1	0,5
Total	407,1	5554	227	292,6	41,9	8,6	30,5

Source : OCDE (1998), *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, nº 69, février.

pas entraîner d'intérêt, mais elles ont une valeur nominale correspondante au prix qui sera remboursé à l'échéance. Les obligations à coupon zéro sont populaires chez les investisseurs des pays dont la fiscalité traite plus favorablement le gain en capital. Par contre, « le risque de crédit supporté par l'investisseur est important puisque le remboursement total du titre et des intérêts est reporté à l'échéance » (Leroux, 1988, p. 179). Pour l'emprunteur (émetteur), il peut tirer profit de ne pas devoir verser de paiements d'intérêt durant la durée de vie de telles obligations.

Selon Leroux (1988, p. 179-180). c'est au début des années 1980 que les obligations à coupon zéro sont apparues sur le marché grâce notamment à l'émission par des compagnies américaines (Exxon, IBM…) destinée aux investisseurs nippons étant donné que le fisc japonais n'imposait pas le gain de capital, mesure qui fut par la suite abolie. Les statistiques régulièrement publiées par l'OCDE indiquent que les obligations classiques dominent nettement le marché, bien que leur importance relative ait diminué au fil du temps. De fait, la part des obligations classiques de 100 % du total des obligations internationales en 1963 passe à 88 % en 1970, à 77 % en 1980, à 69,1 % en 1990 et à 65,6 % en 1997 (tableau 3.12). L'OCDE (1998, p. 72) observe que des emprunteurs des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

marchés émergents, qui ont recours aux marchés internationaux des capitaux pour la première fois, choisissent les obligations classiques. Ainsi, les emprunteurs n'appartenant pas à la zone OCDE continuent à lever environ 80 % de leurs emprunts sous forme d'obligations classiques.

Le tableau 3.13 sur la répartition des émissions internationales par pays emprunteur montre, depuis déjà plusieurs années, la forte concentration (environ 90 %) des émetteurs au sein de la zone OCDE. Parmi les pays de l'OCDE, le Canada ressort comme le plus grand emprunteur tout au long des années 1960 et 1970, pour laisser la place aux États-Unis dès 1980. L'Allemagne et le Japon figurent de plus en plus comme de gros emprunteurs. La chute persistante des cours de la Bourse de Tokyo oblige les débiteurs à refinancer les emprunts par d'autres canaux telles les émissions d'obligations. La hausse des émissions allemandes s'explique par le développement international du marché des *Pjandbrief* (obligations hypothécaires).

TABLEAU 3.12
Structures du marché par principaux instruments
Les obligations internationales (en pourcentage)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Obligations classiques	69,1	78,6	79,5	76,7	67,8	75,6	65,5	65,6
Obligations à taux révisables	16,1	5,9	13,1	14,5	22,5	16,9	23,4	25,6
Obligations convertibles	4,6	3,3	1,6	3,8	5,1	2,6	3,6	4,3
Obligations à bon de souscription d'actions	9,2	10,2	4,7	4,3	2,3	1,2	1,2	0,4
Obligations à coupon zéro	0,7	1,2	1,0	0,4	1,3	1,8	1,4	1,1
Divers	0,3	0,7	0,2	0,3	1,0	1,8	4,9	3,0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

Les émissions en provenance des pays en développement (zone hors OCDE) demeurent faibles, entraînées dès le début des années 1980 par le marché actif de l'Amérique latine (Argentine, Mexique, Uruguay, Venezuela et Brésil) à la faveur de divers programmes d'allégement de la dette et par le marché de l'Asie. On tend ainsi à distinguer les marchés émergents constitués des nouveaux pays industrialisés (NPI – de l'Amé-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

rique latine et de l'Asie) et des autres pays en développement. Toutefois, la crise asiatique, amorcée en juillet 1997, a ralenti la forte croissance des émissions en provenance des marchés émergents.

TABLEAU 3.13
Émissions d'obligations internationales
(en milliards de dollars américains)

	1993	1994	1995	1996	1997
Emprunteurs					
Zone de l'OCDE	**428,3**	**380,0**	**419,7**	**618,3**	**716,8**
dont :					
Allemagne	44,7	45,9	71,9	111,5	152,1
Australie	9,5	12,1	10,5	19,9	13,4
Canada	32,1	23,5	15,0	22,1	22,8
Corée	5,6	5,4	8,9	14,2	13,1
Espagne	7,3	7,6	9,1	8,9	9,2
États-Unis	24,8	45,6	73,5	129,0	189,3
France	41,1	32,4	24,7	34,8	43,6
Italie	17,8	16,3	13,6	14,1	16,1
Japon	61,0	38,6	38,8	42,3	41,6
Mexique	9,4	6,5	6,2	19,7	16,0
Pays-Bas	15,6	19,3	19,8	26,2	26,8
Royaume-Uni	34,5	32,8	26,7	53,4	52,2
Suède	24,0	21,9	21,5	22,8	15,4
Institutions de l'Union européenne	23,6	13,9	15,4	21,7	24,0
Hors OCDE	**32,3**	**36,5**	**29,9**	**65,6**	**85,9**
dont :					
Argentine	6,1	5,1	5,3	13,7	15,4
Brésil	6,1	3,8	6,3	12,8	17,1
Chine	3,0	3,8	1,8	4,2	5,3
Hong Kong (Chine)	6,2	4,8	1,4	1,8	4,1
Indonésie	1,7	2,2	1,0	3,4	3,6
Malaisie	–	2,2	2,1	2,4	2,5
Thaïlande	2,4	3,3	1,4	4,9	2,5
Institutions internationales de développement	**20,4**	**12,1**	**17,7**	**24,9**	**28,9**
Total	**481,0**	**428,6**	**467,3**	**708,8**	**831,6**

Source : OCDE (1998), *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, nº 69, février.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Parmi les institutions internationales de développement les plus actives sur le marché obligataire international, on note la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) affiliée à la Banque mondiale, la Banque interaméricaine de développement (BID). la Société financière internationale (SFI), la Banque africaine de développement (BAD) et la Banque asiatique de développement (BASD). La part de marché de ces organismes internationaux de développement se situe à 3,5 % en 1997.

La répartition des émissions d'obligations internationales par type d'emprunteur est fournie au tableau 3.14. Les deux plus importants emprunteurs demeurent les banques et les entreprises privées. La part des entreprises publiques tend à baisser et cela s'explique par l'imposition de la discipline budgétaire issue du traité de Maastricht en vue de l'union monétaire et par la « persistance des procédés traditionnels d'émission de titres d'emprunt d'État » (OCDE, 1998, p. 71).

La BRI présente aussi des statistiques sur les titres internationaux (obligations, euronotes). Les données sont désagrégées en monnaie d'émission, type d'émetteur (banques, gouvernements, sociétés publiques, firmes…) et type d'émission (taux fixes versus taux flexibles). Comme l'indique le tableau 3.14, la tendance de ces émissions est nettement à la hausse. Selon la BRI (2001b, p. 24) :

> Les débiteurs des économies émergentes sont revenus sur l'obligataire, où les organismes publics ont renforcé leur présence, tout comme les entreprises ; l'intérêt moindre pour les introductions en Bourse peut expliquer que ces dernières délaissent les marchés des actions. Certaines, d'ailleurs, déclassées par les agences de notation, se sont tournées vers les obligations internationales, faute de pouvoir émettre du papier commercial et en raison de la réticence accrue des banques à leur accorder des facilités de soutien.

L'on apprend aussi qu'une part importante de l'émission d'obligations au début de l'année 2001 provient des sociétés de télécommunication dont France Télécom[9], ainsi que de sociétés ayant des difficultés à émettre du papier commercial (Daimler-Chrysler qui lève 7,5 milliards de dollars sur le marché obligataire).

9. La Société France Télécom effectue le plus gros emprunt obligataire jamais vu pour une entreprise : 16 milliards de dollars (BRI, 2001, p. 25).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.14
Émissions d'obligations internationales par catégorie d'émetteur
(en milliards de dollars américains)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Gouvernements	44,4	64,0	106,3	90,4	75,9	100,5	97,5
Entreprises publiques	48,3	51,2	65,1	52,1	57,1	77,7	83,6
Banques	55,9	67,6	110,0	133,5	154,0	245,9	293,0
Entreprises privées	123,7	109,6	151,7	123,7	144,6	233,3	301,2
Organisations internationales	36,4	41,3	47,9	28,8	35,7	51,4	56,3
Total	308,7	333,7	481,0	428,6	467,3	708,8	831,6

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

TABLEAU 3.15
Statistiques de la BRI sur les obligations et effets internationaux

	1998	1999	2000	2001* Q_2
Total des émissions annoncées	1186,7	1766,6	1933,2	543,3
Par type				
À taux révisables	292,5	483,8	624,2	138,9
Classiques	847,2	1230,7	1252,4	387,9
À bons de souscription d'action ou convertibles	47,1	52,1	56,5	16,6
Par devise				
Dollar américain	603,1	775,4	859,2	249,2
Euro	335,4	677,8	647,8	193,9
Yen	75,2	118,9	204,4	51,3
Autres	173,1	194,6	221,8	48,9
Par émetteur				
Secteur privé	157,6	1374,6	1500,5	408,5
dont : Institutions financières	595,5	900,0	1021,3	253,0
Entreprises	262,1	474,6	479,2	155,5
Secteur public	227,7	314,2	362,0	111,6
Institutions internationales	101,4	77,8	70,7	23,2

* Deuxième trimestre uniquement

Source : BRI, « International Banking and Financing Market developments », *BIS Quarterly Review*, Bâle, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.16
Obligations internationales et euronote (répartition par devises)

	1995	1996	1997	1998	1999*
Dollar américain	180,4	391,5	516,1	605,6	199,9
% des emprunteurs nord-américains	38	38	39	54	60
Euro	143,7	212,2	219,7	320,1	147,3
% des emprunteurs de la zone euro	58	57	56	63	67
Yen	126,4	134,9	129,7	73,0	17,8
% des emprunteurs japonais	30	32	34	43	52
Autres	84,1	122,5	145,4	173,9	49,6
Total	534,5	861,1	1010,9	1172,7	141,6

* Premier trimestre.

Source : BRI (1999), « The international securities market », *BIS Quarterly Review*, mars.

2.2.4. Les actions internationales

Les actions des firmes étrangères qui s'échangent à la Bourse d'un pays sont considérées comme des actions internationales. Par exemple, les actions de la firme britannique British Telecom, transigées à la Bourse de New York, ont ce caractère international. On parle aussi d'euro-actions (*euro-equities*), c'est-à-dire d'actions échangées simultanément sur les marchés intérieurs de plusieurs pays autres que le pays d'émission. Ici encore, une distinction est à faire entre les actions internationales, comme elles ont été définies plus haut, et les euro-actions. En effet, on constate que la distribution d'une émission d'actions sur les marchés étrangers va souvent de pair avec la distribution sur le marché domestique et que ces actions sont aussi vendues à des investisseurs étrangers sur le marché domestique. Les euro-actions ne forment donc qu'une partie des actions internationales.

Le tableau 3.17 fournit des estimés statistiques selon le pays d'émission. L'évolution des actions internationales est semblable à celle des obligations internationales, à cette différence que les euro-actions n'ont véritablement émergé qu'à partir de 1983, à cause de la poussée du phénomène d'intégration financière et de la volatilité des taux d'intérêt du début des années 1980 liée à la politique restrictive du Federal Reserve System.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.17
Actions internationales (en milliards de dollars américains)

	1984	1988	1990	1993	1994	1995	1996	1997
I. Euro-actions[1]								
États-Unis	–	0,9	0,5	8,5	3,2	3,3	5,4	6,3
Allemagne		0,2	–	0,2	1,3	2,7	4,2	1,9
Royaume-Uni	0,2	1,3	–	3,7	1,0	1,4	4,2	1,0
Suède	–	–	–	0,3	1,3	0,9	2,3	0,7
France	–	–	0,6	2,4	3,7	2,2	1,7	3,6
Canada	2	0,1	0,1	0,5	0,6	2,1	1,1	1,4
Italie				0,4	2,1	2,5	0,8	0,7
Inde				0,3	2,7	0,3	0,7	1,5
Indonésie				1,2	0,9	1,4	0,6	0,9
Pays-Bas				0,4	2,8	0,5	0,6	1,7
Corée				0,2	1,1	0,9	0,4	0,3
Espagne		0,4		1,4	0,8	0,6	0,3	0,5
Suisse				–	–	0,4	0,3	2,1
Danemark				–	2,9	0,3	0,2	0,1
Australie	–	0,3	0,3	0,3	0,2	0,7	0,4	2,3
Chine				1,2	2,1	0,6	1,6	5,0
Hongrie				–	0,1	0,2	0,2	0,8
Hong Kong (Chine)				0,6	0,2	0,6	2,2	1,2
Afrique du sud				–	0,2	0,3	0,1	1,9
Autres	–	–	–	9,0	9,8	4,8	7,5	8,3
Sous-total	0,3	4,3	3,2	30,6	37,0	26,7	34,8	42,2
II. Autres placements internationaux d'actions[2]								
Italie		0,2	–	0,1	0,2	–	2,7	3,8
France				1,3	0,1	1,0	1,8	2,4
États-Unis		0,2	1,1	1,4	1,4	2,9	1,8	3,3
Hong Kong				0,3	–	0,3	1,7	2,1
Pays bas				0,3	–	1,7	1,5	1,3
Allemagne				–	1,4	0,3	0,9	1,8
Espagne		0,3	0,3	1,3	0,4	1,1	0,9	3,7
Australie	–	0,3	–	0,6	–	–	0,7	0,7
Royaume-Uni	–	0,9	–	0,7	–	0,9	0,5	2,9
Corée				0,2	0,1	0,5	0,5	0,3
Suisse				–	–	0,1	–	0,5
Brésil				–	0,3	0,2	0,1	1,6
Taipei (China)				–	0,1	0,2	0,4	0,9
Hongrie				–	0,1	0,2	0,2	0,4
Divers				3,9	4,4	4,9	9,2	17,4
Sous-total		3,2	4,1	10,1	8,0	14,3	22,9	42,9
Total		7,5	7,3	40,7	45,0	41,0	57,7	85,1
dont : Privatisation		(1,4)	(-)	9,3	13,6	15,2	17,4	25,0

1. Nouvelles émissions et émissions en souscription publique sur le marché primaire d'actions ordinaires et préférentielles de titres de participation, et certificats d'investissement.

2. Y compris les émissions sur le marché secondaire, les placements privés, les émissions d'actions amortissables à dividende et des parts de sociétés d'investissement à capital fixe placées sur le marché international.

Source : OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ainsi, la valeur des actions internationales, d'un maigre 0,3 milliard de dollars en 1984 dont 0,2 milliard émis au Royaume-Uni, passe à 11,7 milliards de dollars deux ans plus tard, enregistrant par la suite une chute due au choc boursier de 1987 ; elle se relance à nouveau pour atteindre environ 85 milliards en 1997.

La persistance de la hausse de ces émissions au cours des prochaines années s'explique par trois facteurs : le recours manifeste des sociétés américaines au marché des actions à la faveur de la reprise des activités économiques aux États-Unis, la concrétisation des programmes de privatisation tant dans les pays industrialisés que dans les pays en développement et l'effet favorable des programmes de réduction de la dette des pays en développement, favorisant la reconversion des dettes en émissions d'actions.

3. LES INNOVATIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX ET LE MÉCANISME DES SWAPS

3.1. Explosion des instruments financiers

L'esquisse d'un bilan global de l'évolution des instruments sur les marchés financiers internationaux s'avère certes utile, mais assez laborieuse. On s'attardera, ici, à présenter certains de ces instruments apparus au cours de la décennie 1980 afin d'évaluer leurs incidences sur la dynamique concurrentielle de l'industrie.

Quelques précisions sur le concept d'innovation méritent d'être apportées. Selon le Conseil économique du Canada (1989) : « l'innovation est définie comme le dégroupage et le réagencement des caractéristiques des instruments financiers, notamment le rendement à maturité, le prix, les risques de crédit, les échéances et ainsi de suite ». Et comme tout produit, cette innovation se fait en trois étapes : la mise au point, l'adaptation et la familiarisation. Une des caractéristiques de l'innovation financière est l'absence de brevet ou de barrière significative à l'entrée. Le produit nouveau peut donc être rapidement copié, imité. Mentionnons, pour illustrer cette réalité, quelques exemples de services financiers en forte croissance, telle la garantie d'une banque de placer un certain montant de titres pour une société, quelles que soient les conditions de marché, preneur ou pas preneur, ou en perspective une assurance salaire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

L'accélération des innovations financières remonte au début de 1975 et elle s'est rigoureusement poursuivie dès 1980. Le tableau 3.18 présente une chronologie simplifiée de l'apparition des instruments financiers sur l'euromarché. On distingue généralement trois types d'innovations. Le premier consiste en des instruments ou des procédés d'arbitrage pour « tirer avantage des écarts de prix entre les marchés dans le but de faire des profits ». Le procédé d'arbitrage triangulaire consiste, par exemple, à acheter des euros à Paris contre des dollars canadiens pour les vendre à Londres contre des livres sterling qui se transforment en dollars canadiens à New York. Le résultat de cette opération triangulaire est le nivellement des taux sur les différentes places financières ; son succès ne s'explique que par la rapidité de l'arbitrage. On comprend qu'avec l'avènement des technologies de communication les opérations sur devises prennent de l'ampleur. Au chapitre de l'arbitrage, l'innovation qui retient particulièrement l'attention est le *swap de devises* et le *swap des taux d'intérêt*.

En ce qui concerne le deuxième type d'innovation financière, il s'agit des instruments de gestion de risques, dont les contrats à terme et les options. Le troisième type consiste en l'élargissement des marchés. Les acronymes NIFs (*Note of Issuance Facilities*), SNIFs (*Short Term Note Issuance Facilities*) et RUFs (*Revolving Underwriting Facilities*) ont une signification de base qui est celle d'une facilité renouvelable à prise ferme. Ce sont des arrangements offerts par les institutions financières pour que l'emprunteur puisse avoir facilement accès aux marchés financiers et émettre des titres ou des papiers sous leur propre nom. Il en est de même des instruments tel l'europapier commercial (des titres au porteur de très court terme émis en grosses coupures de 100 000 dollars et plus, sans l'objet de prise ferme par l'intermédiaire).

Comme Leroux l'explique, l'opérationnalisation de ces instruments consiste pour l'emprunteur à émettre à intervalles réguliers des notes qui seront placées par un syndicat de banques auprès des investisseurs. En cas de non-placement pour les NIFs, SNIFs et RUFs, le syndicat garantit à l'émetteur de placer les titres auprès de preneurs fermes (*underwriters*) à un taux prédéterminé. La mise au point de ces services financiers répond à l'objectif des banques de s'attacher les clientèles traditionnelles qu'elles perdent lorsqu'elles recourent au marché des titres plutôt qu'aux prêts bancaires. Cette stratégie des banques ne suffit pas pour empêcher la montée de la désintermédiation, surtout de la part des sociétés financièrement rentables. Le recours aux NIFs, aux SNIFs et aux RUFs facilite la désintermédiation tout en étant à la fois sa résultante.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.18
Quelques instruments sur les marchés financiers

Instrument	Année	Description
A. Procédés d'arbitrage		
swap de devises	1982	Échange d'actifs ou de flux de paiements entre deux parties à un taux de change prédéterminé. Par exemple, un emprunt en dollars échangé contre un emprunt en euro. Le processus s'effectue en trois étapes : un échange du montant ou du capital à un taux de change fixé ; échange de paiement d'intérêt sur le solde à un taux d'intérêt et de change fixé ; échange à la maturité du principal à un taux de change fixé. Les deux parties éliminent ainsi le risque de change.
swap de taux d'intérêt	1982	Il n'y a pas d'échange de capital, mais plutôt de flux de paiements d'intérêt. En général, c'est l'échange de taux d'intérêt fixes contre des taux variables entre deux parties de cote de crédibilité différente.
opérations programmées	1981	Arbitrage sur des indices boursiers ou de couverture de porte-feuille (processus d'achat ou de vente d'actifs).
B. Procédés de gestion des risques		
contrats à terme	1979	Accord d'échange d'un instrument financier à une date future et à un prix fixé à l'avance. Le contrat à terme peut porter sur une devise, des taux d'intérêt, des actions, des obligations…
options	1982	Contrats à terme d'échange d'instrument financier avec le droit et non l'obligation d'achat ou de vente. Les options sur des indices boursiers sont les plus nombreuses.
C. Élargissement des facilités de financement		
NIFs, SNIFs, RUFs *euronotes*	1982	Termes génériques signifiant une facilité renouvelable à prise ferme. Ce sont des émissions de titre de court terme pour les entreprises. En cas de non-placement, les banques en disposent auprès de preneurs fermes.
europapier commercial	1982	Papier commercial traditionnel émis en grosses coupures sur l'euromarché de court terme et sans prise ferme par les intermédiaires.
euro-actions	1983	Actions émises simultanément sur les marchés intérieurs de plusieurs pays. La première fut lancée par Bell Canada en 1983 et administrée par l'Union des Banques suisses. Actions principalement émises par des sociétés ayant une bonne cote de crédit. Les compagnies comme Daimler-Benz, KLM, Nestlé, Fiat, GM, ont déjà recours à ce financement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les innovations financières se traduisent aussi par la titrisation (sécurisation), c'est-à-dire par « la mise au point des instruments permettant à un emprunteur de se passer des institutions financières et d'aller directement aux investisseurs » (Leroux, 1994). La montée de *In-House Banking* ou l'engagement des sociétés industrielles et commerciales dans des activités financières est à signaler. Des compagnies comme GM, Ford, Sears et BP se distinguent particulièrement par leur agressivité dans le domaine de l'intermédiation financière. Courchesne (1988) observe qu'en 1987 :

> BP a levé des fonds de 990 millions de dollars sur le marché des euro-obligations avec 10 émissions publiques dénommées en dollars, livre sterling, yens et en dollars néo-zélandais et un placement privé. Souvent les contrats impliquent plus d'un swap, générant des profits considérables. Avec une cote de crédit « AA », BP était capable de lever des fonds sur le marché des capitaux à un coût moindre que le taux LIBOR.

Les activités de Sears-Roebuck (un détaillant) dans les services financiers retiennent aussi l'attention des observateurs du marché. Gardiner (1985) indique que la carte de crédit de Sears compte un peu plus de 40 millions d'utilisateurs américains en comparaison de 37,2 millions d'utilisateurs pour la carte Visa, 27,9 millions pour la Master Card ou encore 11,1 millions pour American Express ; Sears dispose d'une banque d'épargne, d'une compagnie d'assurance, d'une maison de courtage et d'un service immobilier. Lyons (1985) observe que les services financiers sont des industries plus que jamais fragmentées et que les magasins de vente au détail (Sears, JC Penney…) émettent plus de 60 % des cartes de crédit aux États-Unis.

En conclusion, la révolution dans l'industrie financière reste fortement marquée par l'éclatement des structures traditionnelles sous le sceau de la déréglementation, laquelle a aussi permis une circulation plus libre des capitaux et a ouvert les marchés nationaux à la participation étrangère. Les technologies de télécommunication et d'informatique augmentent tant le volume que la vitesse des transactions financières et rendent illusoire la distinction entre les opérations domestiques et les opérations internationales. Enfin, la sophistication accrue des institutions financières, par la mise au point de nouveaux produits, est une résultante du changement d'attitude de leurs clients, ce changement lui-même entraîné par le choc de la balance des paiements ainsi que par la volatilité des taux d'intérêt et du marché des changes. À la lumière de ces quelques raisonnements, il n'est peut-être pas surprenant que, face à l'effritement de leur position concurrentielle, les institutions financières se cherchent de nouvelles positions dominantes par une politique de rationalisation. Procédons à présent à une description un peu élaborée de certains instruments de gestion de risque ainsi que des swaps.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3.2. Les marchés dérivés : développement et croissance phénoménale

Les contrats à terme, les options et les swaps sont des produits types de marchés dérivés, c'est-à-dire des marchés financiers. En effet, alors que les transactions courantes portent sur des produits physiques, des titres financiers (actions, obligations, bons du Trésor…) ou des devises, les contrats à terme et les options (droit d'acheter ou de vendre sans obligation) ne sont que des engagements à livrer ou à recevoir ces produits physiques ou les titres en question. Les produits dérivés n'impliquent pas nécessairement la livraison à terme des produits sous-jacents et sont sujets à des activités spéculatives visant à dégager une plus-value. De plus, l'utilité des produits dérivés réside dans sa fonction de protection contre le risque de variation des prix. Ainsi, de par cette double fonction de gestion du risque et de source de profits, les participants à ce marché sont assez variés, allant des arbitragistes et des spéculateurs jusqu'aux entreprises commerciales et aux professionnels de diverses origines.

3.2.1. Les contrats à terme

Un contrat à terme est une stratégie de couverture qui consiste en un engagement ferme et définitif prévoyant de livrer ou de recevoir, à une échéance donnée, une certaine quantité de matières premières, de devises ou de titres financiers à un prix fixé lors de la négociation du contrat.

À l'origine, les marchands se rencontraient pour acheter et vendre leurs produits au comptant, avec livraison immédiate. Par la suite, les transactions portèrent sur des marchandises dont l'acquéreur ne prenait livraison que plus tard, mais selon un prix convenu à l'avance. Ce furent les premiers « *marchés à terme* » (*forward contracts*) qui s'appliquèrent d'abord aux denrées. Bientôt apparurent les intermédiaires vendant des biens qu'ils ne possédaient pas, anticipant qu'une baisse des prix entre le moment de la vente et la date de la livraison leur ferait réaliser un profit. Les *forward contracts* protégeaient donc les acheteurs contre les variations des prix des produits, tout en permettant aux intermédiaires de spéculer.

La standardisation des contrats en simplifia progressivement la négociation tandis que la création de chambres de compensation vint offrir tant à l'acheteur qu'au vendeur de meilleures garanties de respect des clauses du contrat. De plus, il était dorénavant permis à l'un comme à l'autre de se libérer de ses obligations (d'acheter ou de vendre). En même temps qu'il devenait plus organisé, le marché des produits à livraison différée devint donc plus immatériel puisqu'on y négociait dorénavant des engagements à acheter et à vendre, et non plus strictement des biens physiques.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

C'est au Chicago Mercantile Exchange (CME), et plus précisément par sa division de l'International Monetary Market (IMM) que fut conclu, en 1972, le premier contrat à terme sur devises après que les experts eurent décidé d'appliquer aux devises et à d'autres actifs financiers les techniques utilisées jusque-là pour les denrées agricoles et les matières premières. Dès lors, les entreprises disposaient d'un moyen de se protéger des fluctuations de taux de change des principales devises requises pour leurs activités financières et commerciales. Cette stratégie de couverture (*hedging*) permettait, d'autre part, la spéculation.

Comment fonctionne alors le marché des contrats à terme ? Chaque contrat à terme est défini par l'instrument sous-jacent, le montant, la taille, l'échéance du contrat et par les modes de cotation, de règlement et de dénouement. L'instrument sous-jacent désigne l'actif financier faisant l'objet du contrat. Il peut s'agir d'actions, d'obligations, de taux d'intérêt ou de devises. Dans le cas des devises, l'instrument sera l'euro, le yen, le franc suisse, la livre sterling, le dollar australien ou le dollar canadien, etc. La taille est le montant du contrat. Les tailles sont standardisées selon la devise utilisée. Ainsi, la base d'un contrat en yens sera de 125 000 ¥, ou des multiples. Celle d'un contrat en dollars canadiens sera de 100 000 $CAN, etc.

L'échéance d'un contrat est d'au plus 24 mois. Les contrats arrivent habituellement à terme par intervalle de 30 jours. Les modes de cotation, de règlements et de dénouement varient quant à eux selon la place financière. Pour les contrats à terme sur devises, les principales places d'affaires sont l'International Monetary Market (IMM) et le New York Cotton Exchange (NYCE). Tout contrat se dénoue au plus tard à l'échéance spécifiée. Aussi, la plupart des contrats à terme se dénoue avant l'échéance et sans livraison effective du produit sous-jacent. Illustrons ces propos par un exemple simple.

En octobre, un négociant signe, avec la firme ABC, un contrat de livrer 1 000 barils de pétrole pour le 31 décembre au prix de 20 $ le baril. En d'autres termes, le négociant s'engage à fournir le pétrole au plus tard à cette échéance, comptant bien tirer profit de cette transaction. Quant à la firme ABC, elle peut désormais planifier ses activités de production sans se soucier des variations brusques du prix du pétrole ni des problèmes de rupture d'approvisionnement. Admettons que notre négociant est un simple intermédiaire et qu'il ne dispose pas du pétrole. Il n'a qu'un contrat en main, c'est-à-dire un client qui veut acheter du pétrole à 20 $ le baril pour le 31 décembre. N'ayant pas de produit physique (pétrole), le négociant va acheter des contrats à terme en vue de la prise de possession du produit. Ce contrat, ou ce bout de papier, va alors se transiger sur le marché financier, d'où l'aspect immatériel de cette possible transaction. Dans un souci de rentabilité, il est dans

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

l'intérêt du négociant d'acheter le contrat à terme (pour le 31 décembre) à un prix inférieur à son engagement vis-à-vis de la firme ABC : soit 15 $ le baril.

En règle générale, le cours à terme est en relation avec le cours au comptant. Si le cours à terme est supérieur au cours au comptant, on peut dès lors acheter immédiatement du produit physique, le stocker et vendre des contrats à terme. Conséquemment, le prix à terme aura tendance à baisser tandis que le cours au comptant augmentera. C'est le mécanisme de la loi de l'offre et de la demande. Le prix à terme est influencé par le coût de stockage, lequel est proportionnel à la durée de détention. Ainsi le prix à terme est généralement d'autant plus élevé que l'échéance du contrat est éloignée ; il dépend également de l'évolution de diverses variables macroéconomiques, tels le taux de change et le taux d'intérêt.

Reprenons notre exemple de contrat à terme sur le pétrole et faisons l'hypothèse que cinq jours avant l'échéance du 31 décembre le prix courant du pétrole monte à 25 $ le baril. Le négociant court le risque de livrer du pétrole à 20 $ à son client, subissant ainsi une perte de 5 $ par baril (25 $ – 20 $). Mais cette perte sera plus que compensée par la vente de son contrat à terme à un prix supérieur au prix d'achat. Le négociant, en achetant le contrat à terme, n'attend pas l'échéance pour prendre possession du produit, mais le liquide bien avant pour disposer d'une plus-value.

Examinons le cas d'un contrat sur devises. Soit un importateur canadien qui place en janvier une commande d'achat auprès d'un manufacturier français de vêtements pour une valeur de 1 million d'euro, livrable dans 3 mois, au 31 mars. L'importateur, pour faire face à ses obligations de paiement pour le 31 mars, dispose de diverses possibilités. Il peut se procurer immédiatement sur le marché au comptant des euros sur la base de la parité 1 euro = 1,53 $CAN avec un déboursé de 1 530 000 $ et conservera ses euros jusqu'au 31 mars. Ou bien, il attend cette date d'échéance pour se procurer les euros et assume le risque du taux de change. Ou encore, il peut acheter une option d'achat d'euros avec échéance en mars (nous traiterons plus loin des options sur devises). Et enfin, il peut conclure un contrat à terme sur devises, scénario que nous convenons de traiter.

L'importateur canadien peut conclure un contrat d'achat d'euros pour le 30 avril au prix de 1 euro = 1,540 $CAN pour un montant total de 1 540 000 $. À l'échéance du 31 mars, l'euro vient s'apprécier et se transige sur la parité de 1 euro = 1, 590 $CAN. L'importateur liquide alors son contrat au taux, disons, de 1 euro = 1,585 $CAN et achète au comptant les euros. Le résultat de ces opérations se résume comme suit :

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

achat de contrat à terme de 1 million d'euros au taux de 1,540	=	1 540 000 $
vente le 31 mars du contrat de 1 million d'euros au taux de 1,585	=	1 585 000 $
profit	=	45 000 $
achat au prix spot de 1 million d'euros au taux de 1,590	=	1 590 000 $
coût net d'achat des euros	=	1 545 000 $
taux moyen de change obtenu	=	1,545 $

Entre janvier et mars, le taux de change s'est apprécié de 1,530 $ à 1,590 $, soit un écart de 0,060, alors que l'importateur obtient les euros au taux de 1,545 $ (un écart de 0,015). Sa stratégie de couverture lui aura donc été profitable.

Ouvrons une parenthèse sur certaines caractéristiques des futures (contrat à terme normalisé) et le développement des marchés financiers. Bien qu'il y ait similarités entre le marché à terme des devises et le marché des futures, des différences significatives s'observent. Le point commun entre ces deux types de marché est la fixation du taux de change pour une date ultérieure. Le tableau 3.19 indique qu'il y a des divergences majeures sur de nombreux points, tels que le type de contrat, la maturité, les paiements périodiques, le risque de défaut de paiement, la variété des devises et les commissions. Ainsi, c'est en réponse à la nature contraignante du marché à terme que fut développé le marché des futures qui se veut plus liquide, mais plus spéculatif. Evans (1992) précise qu'aux États-Unis seulement 1,5 % des contrats de futures sur devises arrivent à échéance, contre plus de 90 % des contrats à terme à maturité. Les futures standardisés ont, par contre, le désavantage d'être en montant limité et, de surcroît, avec des maturités limitées à des dates précises de l'année : le troisième mercredi de mars, juin, septembre et décembre. La mise sur pied de l'International Monetary Market vise à structurer le marché des futures (conditions de contrat, garantie de bonne foi, mécanisme de compensation…), dont la croissance a été relancée dès le début des années 1980 sous le choc des taux d'intérêt et de la volatilité des taux de change. En 1982, se crée à Londres un autre organisme du même genre, le London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) qui, par contre, se retire de ce marché dès le début de 1992. Un peu plus tard, en 1989, apparaît, à Tokyo, le Tokyo International Financial Future Exchange (TIFFE), le véritable concurrent d'IMM. D'autres centres de futures se créent comme le MidAmerica Commodity Exchange (MCE) de Chicago, The Philadelphia Board of Trade (PBOT) en 1986 et The Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), dès 1984.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.19
Comparaison entre contrats à terme (*forward*) et contrats à terme normalisé (*futures*) sur des devises

Caractéristiques	À terme	À terme normalisé
Type de contrat	Arrangement informel entre un négociant étranger et un client. Les termes sont très flexibles.	Standardisé selon les spécifications des termes futurs d'échanges.
Échéance	Les parties contractantes peuvent choisir n'importe quelle échéance, mais cette dernière est communément représentée en multiple de 30 jours.	Il n'y a que quelques dates d'échéance fixées.
Taille des contrats	Généralement élevée, en moyenne, plus d'un million de dollars par contrat.	Plutôt faible afin que le marché de contrats à terme soit accessible aux participants de petite taille.
Modalités de sécurité	Les clients des banques offrant des contrats à terme doivent souvent maintenir un minimum de fonds.	Les clients contractants doivent maintenir un dépôt représentant un petit pourcentage de la valeur nominale du contrat.
Paiements	Pas de paiements avant la date d'échéance du contrat.	Des arrangements quotidiens résultant en paiements à certaines parties et en additions aux marges dépositaires à d'autres.
Modes de règlements du contrat final	90 % des contrats à terme sont honorés à la date d'échéance fixée.	Moins de 2 % des contrats à terme normalisés sur devises sont honorés à la date d'échéance fixée.
Risque de défaut ou de déchéance	Puisqu'il n'y a pas d'acquittement quotidien, des pertes substantielles peuvent être encourues si une des parties n'honore pas le contrat. Pour cette raison, les banques requièrent des cotes de crédits élevées si elles veulent maintenir leur position dans ce marché.	Les honoraires quotidiens assurent que le risque de déchéance soit faible. Tous les contrats compensés à l'échange sont garantis par la Chambre de compensation. Il existe un risque de déchéance entre les courtiers et leurs clients.
Prix et cotations	Les négociants établissent les prix de ventes et d'achats. Il y a de petits écarts de prix qui existent chez les négociants. Envers le dollar américain, les devises sont généralement cotées en termes européens.	Les négociants cotent les offres d'achat et de vente sur le marché d'échange, mais un seul prix existe à tout moment. Envers le dollar américain, les devises sont généralement cotées en termes américains.
Types de devises	Les contrats à terme sont disponibles dans toutes les devises des pays développés et dans quelques-unes des pays moins développés.	Ils sont limités à un petit nombre de devises.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.19 (*suite*)
Comparaison entre contrats à terme (*forward*) et contrats à terme normalisé (*futures*) sur des devises

Caractéristiques	À terme	À terme normalisé
Certitude du prix	Le taux de change est fixe pour la durée du contrat.	Le taux de change effectivement payé ou reçu fluctue légèrement avec la marge de base.
Commissions	Déterminées par la marge de cotation de vente et d'achat obtenue par les négociants.	Les négociants et courtiers payent les commissions et les frais requis par l'échange. Les courtiers chargent des commissions explicites aux clients.

Source : Evans (1992), p. 196-197.

3.2.2. Les options

Contrairement à un contrat à terme, une option confirme à son détenteur le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre à un prix fixé un actif financier, et ce, pour une période déterminée, appelée la durée de vie de l'option. Pour acquérir ce droit, l'acheteur paie une prime au vendeur au moment de la transaction. Le risque de l'acheteur est donc limité au montant de cette prime. Les options ont semble-t-il existé de tout temps dans le commerce. En revanche, les marchés d'options négociables ne datent que de 1973.

Ayant pour origine les denrées alimentaires et les matières premières, les options se sont progressivement développées et portent aujourd'hui sur une large gamme d'actifs financiers : actions, obligations, bons du Trésor, taux d'intérêt, indices boursiers, contrats à terme…

Les premières options sur devises datent de 1982 et les premières options sur contrats à terme de devises de 1984. La volatilité croissante du taux de change et du taux d'intérêt a amené des entreprises à adopter les options comme stratégie de couverture. Les spéculateurs et les arbitragistes comptent également parmi les utilisateurs de cet instrument financier.

Deux types d'options se transigent : les options d'achat (les *calls*) et les options de vente (les *put*). Chaque option se caractérise par l'instrument sous-jacent, le prix, la date d'exercice, la date d'expiration, la prime payée et le mode de cotation. L'instrument sous-jacent désigne l'actif financier sur lequel porte l'option. Dans le cas des options sur

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

devises, l'instrument sera généralement exprimé en euros, en francs suisses, en yens, en livres sterling ou en dollars canadiens. Le prix d'exercice (*strike price*) est le prix auquel le détenteur peut exercer son droit.

La date d'exercice correspond, quant à elle, à la date à laquelle le détenteur a exercé ce droit. Une option est dite *américaine* si elle peut être exercée à tout moment avant l'échéance et elle est *européenne* si elle ne peut être exercée qu'à l'exercice prévu. Les deux types d'option semblent avoir des assises géographiques. La cotation peut être au cours. Elle est au cours ou à parité (*at-the-money*) si le prix d'exercice est égal au prix au comptant du même titre. Elle est dans le cours ou en dedans du cours (*in-the-money*) si le prix d'exercice d'une option d'achat est plus faible que le prix *spot* ou si le prix d'exercice d'une option de vente est supérieur au prix *spot*. Si c'est l'inverse, l'option est dite hors du cours ou en dehors du cours (*out-of-the-money*).

La prime comprend deux éléments : la valeur intrinsèque ou valeur de parité et la valeur temps ou valeur spéculative. La valeur intrinsèque de la prime est égale à la différence entre le prix d'exercice et le prix du titre sous-jacent. Si l'option est en dehors (*out-of-the-money*) ou à parité (*at-the-money*), la valeur intrinsèque est nulle. La valeur temps est quant à elle, égale à la différence entre la prime et la valeur intrinsèque. Plus précisément, on a les expressions suivantes :

Pour une option d'achat

valeur intrinsèque de la prime = prix du titre sous-jacent – prix d'exercice ;

valeur temps = prime + prix d'exercice – prix du titre sous-jacent.

Pour une option de vente

valeur intrinsèque = prix d'exercice – prix du titre sous-jacent ;

valeur temps = prime – prix d'exercice + prix du titre sous-jacent.

La valeur temps est donc la partie de la prime qui est supérieure à la valeur intrinsèque. Une prime d'option est à parité quand la prime est égale à la valeur intrinsèque. Plusieurs facteurs influencent la prime d'une option dont notamment : le prix d'exercice, le prix du titre sous-jacent ou le prix courant, la volatilité du titre, les taux d'intérêt, la durée de l'option.

En règle générale, plus le prix d'exercice est élevé, plus la prime d'une option d'achat est faible. Par exemple, un investisseur sur le marché boursier serait prêt à payer plus cher une option d'achat de l'action de la société Bell Canada incorporée dans trois mois à un prix d'exercice de 50 $ que d'acheter la même action à un prix d'exercice de 60 $. Quant à l'effet du prix courant (prix du titre sous-jacent), plus ce prix est élevé, plus la prime d'option d'achat l'est aussi. La relation

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

inverse prévaut pour une option de vente. En effet, il est compréhensible, étant donné le prix d'exercice fixé, soit 50 $ à terme, qu'un investisseur accepte de payer une prime plus élevée pour une option d'achat d'action de la société BCE si le prix courant de cette action se transige à 40 $ plutôt qu'à 45 $. En d'autres termes, plus la valeur intrinsèque d'une option d'achat (prix comptant – prix d'exercice) augmente, plus la prime est élevée.

L'influence des taux d'intérêt s'avère un peu plus ambiguë. À première vue, plus les taux d'intérêt sont élevés, plus la prime d'une option d'achat est élevée et celle d'une option de vente baisse. Une option d'achat signifie la détention probable du titre à terme. La valeur actualisée de ce titre est d'autant plus faible que les taux d'intérêt sont faibles, d'où la relation positive entre la prime d'option d'achat et les taux d'intérêt. Ce raisonnement est similaire pour l'option de vente. Une option de vente est une vente à terme du titre dont la valeur présente est d'autant plus élevée que les taux d'intérêt sont bas. Toutefois, les fluctuations des taux d'intérêt génèrent des comportements spéculatifs difficilement quantifiables.

En ce qui concerne l'impact de l'échéance de l'option, plus cette date est éloignée, plus la prime est importante, que ce soit une option d'achat ou de vente. En effet, plus la date d'échéance est éloignée, plus grand est le risque de fluctuations non anticipées du prix du titre. Ainsi d'ailleurs se conçoit l'impact du facteur qu'est la volatilité. Plus la volatilité du prix du titre est forte, plus la prime est élevée. Le tableau 3.20 résume l'ensemble de ces observations.

TABLEAU 3.20
Impact des facteurs déterminants de la prime d'une option

Facteurs	Option d'achat	Option de vente
Date d'échéance	+	+
Volatilité	+	+
Taux d'intérêt	+	–
Prix d'exercice	–	+
Prix du titre sous-jacent	+	–

Illustrons nos propos à l'aide d'un exemple. Supposons qu'un investisseur s'engage à acheter une option d'achat de 1 000 actions de BCE inc. à un prix d'exercice de 50 $ pour, disons, dans un mois (le 30 octobre). Si le détenteur de cette option décide d'exercer ce droit à l'échéance, il doit alors payer 50 $ par action pour un montant de 50 000 $, plus la

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

prime (soit 2 $ l'action). Si le prix courant de l'action (prix du marché au moment de l'engagement) se situe à 43 $, l'option d'achat est dite cotée hors du cours puisque le prix d'exercice (50 $) est supérieur au prix courant (43 $). La valeur intrinsèque est nulle et la valeur temps est égale à la prime, soit 2 $. À l'échéance, la valeur temps devient nulle. Le point mort où le prix auquel l'investisseur ne subit aucune perte est de 52 $, c'est-à-dire le prix d'exercice 50 $ plus la prime de 2 $. Le profit potentiel de l'investisseur est égal à la différence entre le cours de l'action à la date d'exercice et le point mort.

Par exemple, si le prix de l'action monte à 60 $, l'investisseur empoche 8 $ (60 $ – 52 $) par action, pour un profit total de 8 000 $ (8 $ × 1 000 actions). Il n'y a pas de limite au profit pouvant être réalisé puisque le cours de l'action peut sensiblement augmenter. Si, par contre, le cours de l'action à l'échéance chute, disons à 34 $, l'investisseur a le droit de ne pas exercer son option d'achat, perdant ainsi la prime déjà payée.

En fonction du cours de l'action à l'échéance, la perte maximale pour l'investisseur est égale à la prime. Le principe tient pour la vente d'une option d'achat, toutefois avec quelques nuances. Le vendeur d'une option d'achat ne jouit pas de la liberté d'action du détenteur de cette option. Le vendeur doit fournir le titre demandé par l'acheteur qui exerce son droit. Dans notre exemple, supposons qu'à l'échéance l'acheteur exerce son droit et que le cours de l'action se transige à 60 $; le vendeur doit céder les 1 000 actions à 50 $ chacune et subir un manque à gagner de 8 000 $ [(60 $ – 52 $) × 1 000]. La perte du vendeur ou, plus précisément, le manque à gagner est illimité et son profit maximal est égal à la prime.

Dans le cas de l'achat d'une option de vente, le risque de l'acheteur est limité au montant de la prime payée. Soit une option de vente des actions de la BCE inc. à un prix d'exercice de 50 $ et une prime de 3 $ l'action. L'acheteur de cette option va exercer son droit si le cours de l'action lui est favorable, c'est-à-dire à un prix inférieur à 53 $ (prix d'exercice + prime). Pour tout prix supérieur au point mort, l'acheteur perd de l'argent et sera enclin à ne pas exercer son option (perdant ainsi la prime).

La Banque des règlements internationaux fournit des données régulières sur les options et les contrats négociés sur les marchés organisés. Les données sont évaluées selon le montant notionnel (flux) et selon l'encours notionnel en fin d'année (stock). Au total, l'encours notionnel en fin d'année de l'ensemble des contrats dérivés sur les marchés organisés ne cesse d'enregistrer une croissance notable, passant d'une valeur de près de 7 800 milliards de dollars en 1993 à environ 13 500 milliards en 1998, à la faveur des fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change (BRI, 1999, p. 138).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les contrats à terme de taux d'intérêt sont les instruments les plus négociés comptant pour 57 % de l'encours notionnel de l'année 1998, suivis par les options de taux d'intérêt (34 %). Parmi les facteurs explicatifs de l'évolution des divers instruments négociés, la BRI (1999, p. 139-142) relève l'incertitude entourant la politique monétaire tant en Amérique du Nord qu'en Europe, relançant ainsi l'activité sur les taux d'intérêt alors que les instruments sur les devises demeurent limités, voire à la baisse, en raison, d'une part, de la dominance persistante du gré à gré pour la gestion du risque de change et, d'autre part, « la stabilité et la réticence des investisseurs à s'engager sur les monnaies des économies émergentes » (BRI, 1999, p. 139). En effet, comme l'indique le tableau 3.21, les contrats à terme de devises et les options de change ne représentent qu'une proportion relativement faible des instruments financiers dérivés.

3.2.3. Les swaps de devises et de taux d'intérêt

Les swaps sont pour plusieurs un mystère et les non-initiés peuvent, à raison, se demander comment la Banque mondiale a pu préciser, dans son rapport biannuel de janvier 1987, que les swaps lui avaient permis de réduire son coût d'endettement de 6,60 % à 5,77 % sur un montant global de 49 milliards de dollars au cours du second semestre de 1986. Les contrats de gré à gré sur le marché des changes à long terme, que l'on appelle les swaps, sont les innovations qui ont connu la plus fulgurante progression. « Ils ont fourni aux directeurs financiers des banques et des entreprises des outils de gestion très souples qui leur ont permis de modifier en profondeur l'approche de la gestion financière des bilans. Les swaps apportent en effet des solutions simples à des problèmes que d'autres produits ne permettaient pas de résoudre. » (Anastassiades et Parant, 1990)

Définition et les différents types de swaps

Malgré l'importance de ce marché, les principes élémentaires de ce produit ne semblent pas être encore maîtrisés par les utilisateurs. Cela peut se percevoir dans la définition floue donnée au mot « swap », notamment par l'Association bancaire canadienne : « Swap : terme utilisé dans les opérations internationales pour décrire l'échange de deux monnaies. Un client peut toucher un taux d'intérêt supérieur en convertissant ses fonds dans une autre devise. »

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 3.21

Contrats financiers dérivés négociés sur les marchés organisés (en milliards de dollars américains)

	Montant notionnel						Encours notionnel à la fin 1998
	1993	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	
Contrats à terme de taux d'intérêt	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
sur instruments à court terme	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
dont : eurodollar 3 mois	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
euro-yen 3 mois	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
euromark 3 mois	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
LIBOR 3 mois	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
sur instruments à long terme	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
dont : obligation du Trésor américain	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
emprunt de l'État japonais	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
obligation de l'État allemand	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
emprunt de l'État français	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Options de taux d'intérêt[1]	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Contrats à terme de devises	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Options de change[1]	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Contrats à terme sur indices boursiers	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Options sur indices boursiers[1]	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Total	**227,8**	**340,5**	**333,9**	**321,5**	**356,7**	**387,7**	**13,5**
Amérique du Nord	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
Europe	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
Asie[2]	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
Divers	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

1. Option d'achat et de vente ; 2. Y compris Australie et Nouvelle-Zélande.

Source : BRI (1999), *69e Rapport annuel*, Bâle, 7 juin, page 140.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

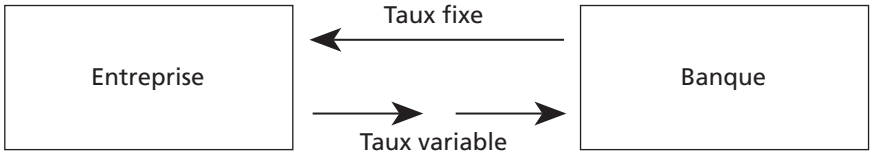
Dans cet exposé, nous utiliserons les définitions suivantes, tirées de Debeauvais (1991). Le swap, de l'anglais *to swap* signifiant *échange*, est une opération financière dans laquelle deux parties conviennent de s'échanger pendant une durée limitée des flux financiers qui peuvent être assimilés à ceux résultant de la combinaison d'un prêt et d'un emprunt ayant chacun ses caractéristiques propres.

Swaps de taux d'intérêt (*interest swap*) : swaps libellés dans une même devise où l'opération se résume à des échanges de flux d'intérêts entre les deux parties, les montants en principal (montant notionnel) étant identiques et s'annulant automatiquement.

Swaps de devises (*currency swaps*) : swaps libellés dans deux devises différentes où l'opération s'analyse comme un échange de flux d'intérêt et de principal dans chacune des devises.

La figure 3.4 indique le cas de deux entreprises qui se prêtent et s'empruntent mutuellement le même montant, pour une même durée, mais à des conditions différentes. Une flèche pleine indique un taux fixe, valable pour toute la durée de l'échange. Une flèche brisée indique un taux variable qui évolue pendant toute la durée de l'opération d'échange. Le sens des flèches indique le sens des paiements des intérêts.

FIGURE 3.4
Représentation graphique d'un swap



Source : Anastassiades, 1990, p. 39.

Les opérateurs expriment généralement le sens de la transaction en indiquant qui est le *payeur* du taux fixe. Ici, c'est la banque qui est la payeuse, tandis que l'entreprise est la receveuse. De manière imagée, on parle souvent de jambes (ou branches) d'un swap. Plusieurs variétés de swaps se présentent au gré de leur mode d'utilisation (spéculation, couverture, gestion de risque…). Les swaps d'intérêt fixe/variable sont les plus populaires et constituent la très grande majorité du volume des transactions de swaps. Dans ces opérations, l'une des parties paie des intérêts calculés sur la base d'un taux fixe alors que l'autre contrepartie paie des intérêts sur la base d'un taux variable (*interest rate swap – IRS*). Il y a aussi les swaps d'intérêts variable/variable dans lesquels chaque partie paie sur la base d'un taux variable. Il est également possible de com-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

biner un swap de devises et un swap de taux d'intérêt pour transformer une charge à taux variable libellé dans une devise en une charge d'une autre devise à taux fixe. On parle ainsi de swap de devises fixe/fixe.

Historique et caractéristiques

L'origine historique des swaps remonte aux années 1960, durant lesquelles le Federal Reserve System intervint sur le marché des changes pour préserver la valeur du dollar. La Federal Reserve put alors obtenir des dollars auprès de la Bundesbank contre des marks, avec l'engagement que l'échange inverse allait s'effectuer à une date ultérieure. Pour Kindleberger (1987), la pratique actuelle des swaps est certes nouvelle, mais le concept existait déjà au XIX^e siècle, entre les deux guerres et pendant la crise de 1931-1933. Le rôle des banques centrales serait déterminant, du moins si l'on se fie à l'analyse de Kindleberger selon qui :

> Les swaps eux-mêmes sont, bien entendu, une invention moderne, puisqu'ils ont été créés instantanément en mars 1961, au moment de la crise de change britannique, par ce qu'on appelle l'accord de Bâle passé à la Banque de règlements internationaux entre plusieurs banques centrales. L'initiative est venue des États-Unis, et je ne connais pas la part respective qu'y ont pris Robert V. Roosa, le sous-secrétaire au Trésor, et Charles Coombs, du Federal Reserve System de New York.

Par cet accord, précise Hoffmeyer (1992), « la Federal Reserve est autorisée à préserver la valeur du dollar sur le marché des changes et, aussi, à s'assurer d'une croissance de liquidités dans le système monétaire international compatible avec la croissance de l'économie mondiale ». Pour s'acquitter de ces responsabilités, Charles Coombs met au point un réseau de swaps avec les principales banques centrales. Dans ce système, une banque centrale emprunte une devise auprès d'une autre banque pour une durée de 3 mois, mais avec une clause de protection contre le risque de change. Selon Hoffmeyer, l'objectif recherché par le gouvernement américain dans un tel système est de protéger ses réserves en or. En fait, les États-Unis peuvent emprunter, par exemple, des marks pour acheter des dollars sur le marché allemand et, ainsi, empêcher l'accumulation des dollars dans les réserves de la Bundesbank, lesquels pourraient éventuellement être convertis en or.

Si la Bundesbank a déjà acheté les dollars sur son marché, la Federal Reserve peut racheter directement ces dollars chez Bundesbank avec un prêt en marks[10] . En effet, ce procédé amène un accroissement

10. Le but de l'accord est finalement d'empêcher les Banques centrales de détenir dans leurs réserves trop de dollars. L'opération consiste alors pour les autorités américaines à acheter les dollars à l'aide de devises étrangères. Comme Hoffmeyer le rapporte, les États-Unis n'ont tout simplement pas ces devises étrangères, d'où le plan de ligne de crédit ou de prêt.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des marks auprès de la Bundesbank au détriment des dollars. Cela constitue un véritable tour de force de la part des États-Unis. Les banques centrales peuvent donc recourir à un swap de devises dans leur effort de stabilisation de taux de changes. Les États-Unis ont largement utilisé les lignes de crédit pour des fins de swap, comme l'indique le tableau 3.22.

TABLEAU 3.22
Les lignes de swap bilatéral de la Federal Reserve
(en millions de dollars)

	31 décembre 1962	31 janvier 1980
Banque centrale		
Autriche	50	250
Belgique	50	1 000
Canada	250	2 000
Danemark	–	250
France	50	2 000
Allemagne	50	6 000
Pays-Bas	50	500
Italie	150	3 000
Japon	–	700
Mexique	–	250
Norvège	–	300
Suède	100	4 000
Suisse	50	3 000
Royaume-Uni	100	1 850
Total	**900**	**30 100**

Source : Hoffmeyer (1992).

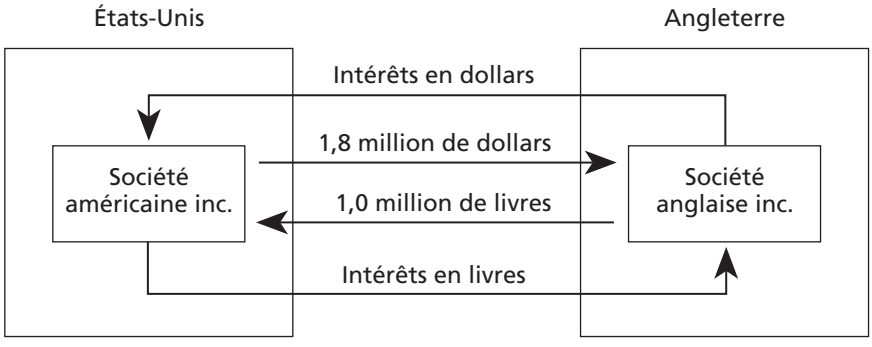
L'abolition des accords de Bretton Woods sur les taux de change fixes a entraîné de grandes variations des taux de change et des taux d'intérêt. Certains gouvernements ont réagi en imposant une réglementation plus sévère sur le contrôle des changes. En conséquence, les entreprises étaient exposées à plus de risques, et une gestion plus efficace des échanges internationaux devenait nécessaire. Ainsi, au cours des années 1970, la législation sur le contrôle des flux de capitaux ne permettait pas, par exemple, aux filiales d'entreprises américaines d'obtenir sur le marché londonien des prêts à meilleur taux d'intérêt que ceux consentis aux entreprises locales. Réciproquement, aux États-Unis, les filiales

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d'entreprises anglaises ne pouvaient pas bénéficier du même avantage que les entreprises locales. Pour profiter des différences de taux d'intérêt et obtenir des gains d'arbitrage, des échanges se sont développés. Les filiales britanniques aux États-Unis étaient désireuses de bénéficier de taux préférentiels sur leurs emprunts en ollars[11]. Ainsi, les filiales américaines installées en Angleterre empruntaient des dollars qu'elles vendaient aux entreprises anglaises en échange de livres sterling que ces dernières empruntaient à Londres.

Ces transactions étaient opérées par prêts adossés (*back to back loans*), prêts mutuels à taux de change prédéterminé avec promesse de remboursement à une date future (voir figure 3.5). Une autre version affirme que l'origine des swaps est reliée au fait que les entreprises britanniques voulaient échapper au contrôle des changes en vigueur en Angleterre qui imposait une prime à l'achat de devises étrangères, et que, de leur côté, les firmes américaines voulaient bonifier la gestion de leurs devises étrangères (Morgan, 1991). Le même raisonnement s'applique dans ce cas, sauf que ce sont les maisons mères qui prêtent aux filiales étrangères pour leur propre bénéfice. Ces prêts portaient le nom de *parallel loan agreements* et étaient de très proches cousins des *back to back loans* (voir figure 3.6).

FIGURE 3.5
Prêt adossé (*Back to Back Loan*)



Source : *Euromoney, Swap Finance*, vol. 1, 1986, p. 13.

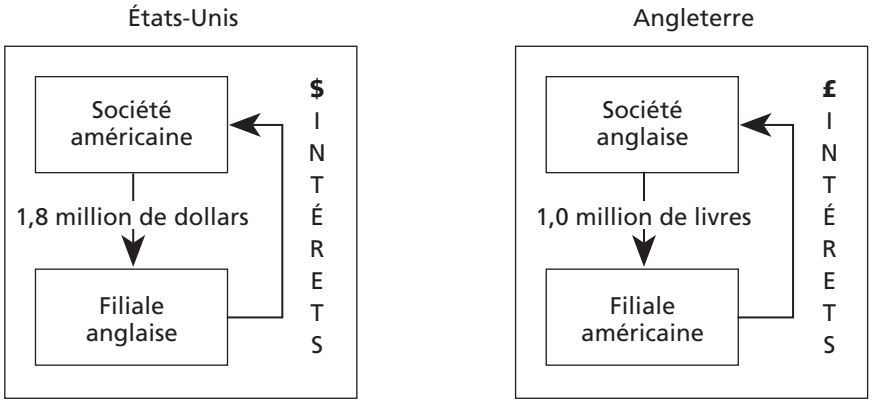
11. Le fonctionnement propre du marché des capitaux peut être tel qu'une société bénéficie d'un meilleur accès aux lignes de crédit dans son pays d'origine et reste désavantagée sur les marchés étrangers.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Des prêts parallèles peuvent effectivement résulter de mesures de restriction sur le flux des capitaux. Par exemple, si un pays comme le Mexique veut empêcher ou limiter le rapatriement vers la maison mère des profits d'une filiale américaine établie sur son marché.

Un prêt parallèle entre la société américaine et une société étrangère, ayant une filiale au Mexique, permet à la société américaine de disposer des fonds de sa filiale mexicaine sans avoir à déclarer des revenus de taxation tout en évitant le risque de change. Quoi qu'il en soit, malgré ces deux points de vue différents sur leur origine, ces prêts adossés posaient deux problèmes majeurs. Premièrement, le fait que l'une des deux parties ne remplissait pas ses obligations ne libérait pas l'autre des siennes. Deuxièmement, il s'agissait là de vrais prêts qui figuraient au bilan des sociétés et gonflaient leur passif. Pour pallier ces inconvénients, le swap est né lorsqu'en 1976 les banques Bos Kallis et ICI Finance ont effectué ensemble une opération de change au comptant, avec l'engagement à une date future préalablement fixée de retourner la transaction initiale dans des conditions identiques. À partir de ce moment, on trouva de multiples usages à cette innovation, comme la réduction du coût d'endettement et le financement dans des devises où le marché local était inaccessible.

FIGURE 3.6
Prêt parallèle



Source : *Euromoney, Swap Finance*, vol. 1, 1986, p. 12 et 23.

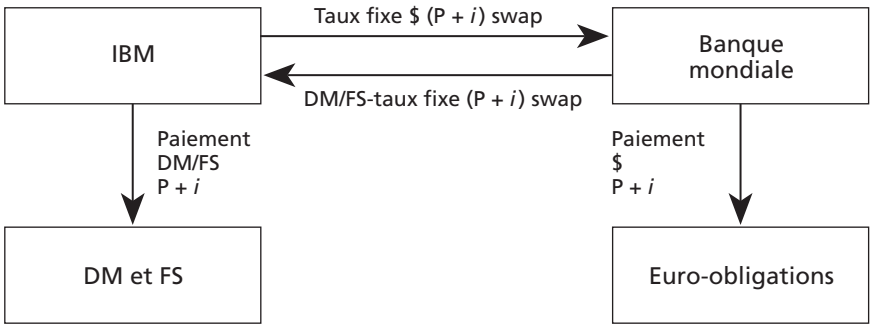
Anastassiades et Parant (1990) font remonter le premier swap à 1962, quand un swap de devises variable/variable a été conclu entre la Banque de France et la Banque centrale européenne. Toutefois, ce marché est demeuré inconnu et relativement restreint jusqu'en août

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1981 alors que la Banque mondiale a rendu publiques les conditions d'une transaction entre elle et IBM sur un swap de devises réduisant le coût final de son endettement de 15,00 % à 8,15 % (voir figure 3.7).

Le courtier Salomon Brothers était l'intermédiaire de cette transaction de swap. La société IBM détenait des obligations à taux fixe, dénommées en marks et en francs suisses. La Banque mondiale voulait émettre des obligations en dollars à faible taux d'intérêt de maturités similaires à celles des obligations d'IBM. Le swap permit à IBM de payer des intérêts en dollars, et à la Banque de faire face à des flux de paiements en marks et en francs suisses (figure 3.7). La décision d'IBM était fondée sur la perception que l'appréciation du dollar, propulsée par la politique restrictive de la Federal Reserve, tirait à sa fin, et qu'un mouvement inverse était plus probable ; ce qui, évidemment, ne s'est produit que beaucoup plus tard. Le premier swap de taux a été enregistré, quant à lui, en février 1981 entre la Citibank et la Continental Illinois. Lorsqu'un swap de taux d'intérêt est détenu pour des fins de spéculation, on dit qu'il est non apparié (*unmatched*) ce qui signifie que le swap est détenu individuellement sans qu'il existe, a priori, d'actif ou de passif que l'on veut couvrir.

FIGURE 3.7
Swap de la Banque mondiale en 1981



Source : *Euromoney, Swap Finance*, vol. 1, 1986, p. 12 et 23.

À des fins de gestion des postes du bilan, l'utilisateur des swaps veut profiter d'une évolution anticipée des taux d'intérêt ou parvenir à une meilleure corrélation entre l'actif et le passif de sa société. Précisons que si la modification des caractéristiques permet à un swap de changer la nature de l'endettement, elle ne peut en aucun cas en changer la qualité. Un mauvais endettement restera un mauvais endettement. Le swap ne permet que le transfert d'un avantage existant d'un instrument à un autre instrument. Ainsi, Anastassiades et Parant (1990) conclut :

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> Si l'emprunt à taux fixe présente l'avantage indéniable d'éliminer les soucis de gestion du risque de variation des taux d'intérêt et d'assurer une parfaite connaissance de ses coûts financiers futurs, il prive cependant l'entreprise de l'avantage de pouvoir tirer profit d'un environnement de baisse de taux. Inversement, dans un contexte économique de tension sur les taux d'intérêt, une entreprise endettée à taux variable peut souhaiter limiter le risque sur son coût d'endettement en swappant l'emprunt à taux variable contre du taux fixe […] L'un des critères fondamentaux de bonne gestion financière d'une entreprise consiste à financer les besoins par des ressources de durée correspondante et de structure analogue ; à cet égard, les swaps constituent un puissant outil de gestion en permettant de modifier les caractéristiques du passif pour atteindre cet objectif.

Sur le marché des swaps, une très large part des opérations conclues est liée à la mise en place de financements nouveaux. Les swaps ont entraîné un décloisonnement de l'ensemble des marchés, monétaires et financiers, domestiques et euro. Le tableau 3.23 illustre un exemple d'échange de taux d'intérêt entre deux sociétés de cote de crédibilité différente sur les marchés financiers.

TABLEAU 3.23
Swap entre deux sociétés A et B

		Société A	Société B
A	**Profil et financement**		
	Note de cotation	AAA	AA
	financement à taux fixe	10,25 %	11,25 %
	financement à taux variable	LIBOR + 0,25 %	LIBOR + 0,75 %
B	**Coût direct de financement**		
	à coût fixe pour société A	10,25 %	
	à taux variable pour société B		LIBOR + 0,75 %
C	**Swap de taux**		
	La société B paie à A le taux fixe 10,25 % et une prime de 0,75 %		11,00 %
	La société A paie à B le taux flottant LIBOR + 0,75 %	LIBOR + 0,75 %	
D	**Coût de financement réel**	LIBOR	11,00 %
	La société A bénéficie d'une prime de 0,75 % et paie LIBOR + 0,75 %		
E	**Coût comparatif de financement direct**	LIBOR + 0,25 %	11,25 %
F	**Gain réalisé grâce au swap**	0,25 %	0,25 %

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Taille du marché et utilisations

Comme on l'a vu, les opérations de swaps sont restées confidentielles jusqu'en 1981 ; même si, depuis lors, le produit s'est banalisé, les statistiques sur les swaps demeurent sujettes à caution en raison de la confidentialité des données. Les statistiques récentes indiquent que l'encours notionnel de ce marché gré à gré atteint environ 51 000 milliards de dollars en 1998 (une hausse de 75,6 % par rapport au chiffre de l'année 1997). On constate que le marché gré à gré domine nettement celui des marchés organisés dont l'encours notionnel ne s'élève qu'à 13 549 milliards en 1998. Sur la base des données des années 1993 à 1997, il ressort que les échanges de taux d'intérêt constituent le compartiment le plus important, accaparant près des trois quarts de l'encours notionnel de fin d'année. Les options de taux d'intérêt sont le deuxième compartiment d'importance, suivies par les échanges de devises.

La part de marché des swaps des institutions financières augmente d'année en année à cause de la proportion significative du marché des opérations de change revenant aux swaps. L'utilisation des swaps de taux d'intérêt comme instrument de gestion des actifs et passifs a pour conséquence de faire baisser l'échéance initiale moyenne des nouveaux contrats de quatre à cinq ans en 1988 à deux ans et demi, sauf pour les swaps de taux en dollars américains qui ont une échéance de deux ans.

La part des opérations en dollars est prépondérante dans les swaps de taux ; cependant, elle tend à décroître au profit d'autres monnaies comme la livre sterling, le yen, l'euro, le dollar canadien et le dollar australien, ces deux dernières devises étant plutôt des monnaies intermédiaires.

Ce marché est aussi un marché de gros joueurs, puisque le montant unitaire moyen d'une opération est supérieure à 40 millions de dollars et peut même atteindre les 500 millions de dollars dans le cas des swaps de devises. La démocratisation ou l'accessibilité de ce marché pour les entreprises moyennes ne s'est pas concrétisée. De plus, ce type de marché se propage de plus en plus à l'extérieur de son bastion nord-américain et, notamment, en Europe et en Asie, contribuant à l'accroissement de cette industrie.

Comme Leroux (1988) le relate assez bien, il existe effectivement une très grande variété d'intervenants (parties directement impliquées) dans les transactions de swaps : les banques et les multinationales, les maisons de placements, les compagnies d'assurance, les agences gouvernementales et internationales… En effet, les swaps leur permettent de satisfaire de nombreux besoins, tels que :

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

- la réduction des coûts de financement ou de refinancement ;
- l'amélioration d'un taux de rendement élevé sur des actifs ;
- la couverture des risques de taux de change ;
- l'amélioration de l'appariement des passifs et des actifs en termes de durée, de devises et de taux ;
- la spéculation.

Les intermédiaires ont pour tâche de trouver des clients aux besoins opposés, mais complémentaires pour structurer un échange. Leur rémunération consiste en des honoraires d'arrangement ou en une partie du *spread* (différentiel) des taux inclus dans certains des contrats. Il faut noter, cependant, qu'à la belle époque de 1981, où la Banque mondiale avait abaissé de près de 685 points (6,85 %) son taux d'endettement, un intermédiaire pouvait espérer obtenir jusqu'à 75 points pour ses services. Cet avantage s'est réduit à 20 points en 1986 et, maintenant, on ne parle plus que de profit sur les différentiels de taux. La concurrence est aujourd'hui très forte !

Certains organismes sont affectés indirectement par l'existence des swaps, en ce sens que les flux monétaires futurs leur étant dûs peuvent être dépendants de ceux-ci. Par exemple, un banquier ayant accordé un prêt à une entreprise, qui a transformé artificiellement ce prêt par une transaction de swap, pourrait être exposé à un risque supérieur à celui qu'il avait accepté e supporter. Les gouvernements sont affectés via les impôts qu'ils prélèveront, les entreprises pouvant manipuler leur revenu imposable en effectuant des swaps pertinents.

À un niveau macroéconomique, les organismes de réglementation, comme la Commission des valeurs mobilières et le surintendant des institutions financières, doivent s'assurer que l'utilisation d'instruments financiers comme les swaps se fasse de façon équitable sans porter préjudice à certains intervenants. Un des moyens de s'en assurer est d'exiger une divulgation adéquate de ce type de transaction dans les états financiers ou les divers rapports requis par la réglementation. Cette instrument financier est très peu normalisé, d'où la possibilité d'une certaine subjectivité dans le traitement comptable.

Les avantages qu'un swap permet d'obtenir ne sont pas sans générer des risques de documentation, de livraison et de crédit. Quant au risque de documentation, il est essentiel de garder à l'esprit que la volatilité des taux d'intérêt est l'élément majeur à prendre en considération dans l'évolution du risque d'un swap de taux. Ce risque doit être analysé en rapport avec l'exposition globale résultant de toutes les opérations d'une entreprise. Le risque de documentation est le risque que la forme légale

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

utilisée ne reflète pas la substance économique réelle désirée à l'origine et qui a pour effet d'entraîner des possibilités de pertes non anticipées dues exclusivement à la façon dont le contrat a été formulé. Par exemple, le droit de terminaison anticipée, la possibilité de retard dans les paiements et les pénalités qui en découlent doivent être clairement indiqués. Les swaps de taux permettent une grande flexibilité et une applicabilité pratiquement illimitée ; par contre, comme il n'existe pas actuellement de règles strictes d'uniformisation du contenu des contrats de swaps de taux, ceux-ci doivent être analysés soigneusement avant d'être acceptés. L'ISDA (International Swap Dealer Association) a publié un guide qui propose des règles précises d'élaboration des contrats de swap.

Il y a très peu de litiges relativement à des swaps de taux, ce qui contribue à en augmenter le risque de documentation, faute de jurisprudence sur le sujet. Cette situation peut s'expliquer par le fait que les firmes qui ont transigé des swaps de taux jusqu'à maintenant ont été en général des firmes très solides financièrement et que le peu de litiges survenus ont été réglés hors cours. Il n'y a donc pas eu de publicité.

Le risque de livraison est le risque supplémentaire lié à la façon technique dont les flux monétaires vont être échangés. Le danger ici est qu'un paiement soit effectué sans que la contrepartie correspondante n'ait été encaissée ou encore qu'il se produise un décalage non justifié lors de l'échange des flux monétaires. Une des façons de minimiser ce risque est de prévoir un mode de paiement au net, par lequel un seul flux monétaire sera échangé, qui représentera la différence entre le paiement et l'encaissement calculés selon les termes du contrat. Une autre façon de se protéger est de rendre tous les paiements conditionnels aux encaissements correspondants.

Le risque de crédit est le risque que la contrepartie se retrouve dans l'incapacité d'honorer les paiements qu'elle est tenue d'effectuer selon les termes du contrat. C'est en fait le risque de crédit tel qu'un créancier l'analyserait avant d'accorder un prêt. L'impact du risque de crédit d'un swap doit être analysé dans la mesure où il affectera l'exposition de l'entreprise au risque de variation des taux d'intérêt.

La prédiction du degré de croissance future des swaps de taux ne fait pas l'unanimité. Pour certains l'existence des swaps étant due uniquement aux imperfections du marché et aux opportunités d'arbitrage qui en découlent, il est raisonnable d'anticiper une décroissance des swaps de taux au fur et à mesure que les marchés deviendront plus *parfaits*. Cependant, on observe une forte croissance des swaps de taux sur les marchés, et il ne semble pas que cette tendance se renversera à court terme. Pour d'autres, les swaps existent justement parce qu'il y a des risques non anticipés de taux d'intérêt, des opportunités d'arbitrage et

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

qu'ils sont de bons outils de gestion de ces risques. La croissance des swaps de taux devrait alors se maintenir jusqu'au jour où les marchés auront pleinement intégré les swaps de taux d'intérêt et que leur utilisation se sera étendue à toutes les catégories possibles d'intervenants (Morgan, 1991).

C'est un peu ce que l'on observe actuellement, la part du dollar diminue et les autres monnaies croissent. Les marchés autres qu'américain, européen et asiatique, se développent. Il y a modification de la répartition par région et par secteur des utilisateurs finaux des contrats. La suppression des contrôles des capitaux (exemple, en Europe de l'Est) et la persistance d'écarts de taux d'intérêt stimulent l'expansion des opérations de swaps sur les monnaies d'Europe et d'Asie et favorisent leur utilisation dans les secteurs comme les exportations et le pétrole.

Bien d'autres points restent à traiter en ce qui concerne les swaps, que ce soit le développement d'un marché secondaire exigeant une normalisation plus poussée des contrats (normalisation qui est déjà réclamée par les experts en comptabilité de la profession) ou la mise sur pied d'un mécanisme de calcul du risque réellement encouru par les contreparties lors d'une opération de swap. Mais le but de cet exposé était surtout de présenter un historique ainsi qu'une définition des swaps, leurs caractéristiques, les problèmes rencontrés lors de leur utilisation et quelques perspectives d'avenir de cet outil. Nous croyons avoir atteint ces objectifs tout en apportant des éléments de compréhension sur cette innovation financière.

Si l'on considère l'ensemble des nouveaux instruments financiers (contrats à terme, options, swaps…), on observe que plusieurs problèmes leur sont inhérents. Parmi ceux-ci, mentionnons le problème de la qualité du débiteur qui peut se détériorer avant l'échéance de certains contrats, risque particulièrement présent dans le cas des négociations de gré à gré. Les produits dérivés comportent par ailleurs un degré de risque qui est décuplé par l'effet de levier que fournissent ces instruments.

Un autre problème vient de la facilité de crédit que procurent les produits dérivés à des entreprises non suffisamment capitalisées. De plus, le fait que ces produits soient comptabilisés hors bilan fausse en quelque sorte l'information relative aux risques financiers réels qu'encourt une compagnie. Enfin, quelques auteurs attribuent aux produits dérivés la volatilité de certains marchés, ainsi que la fréquence et l'ampleur des crises monétaires. Face à ce problème, les gouvernements, les banques centrales et les institutions financières ont mené diverses études destinées à circonscrire le phénomène et à mieux le contrôler.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le Groupe des Trente[12] publia pour sa part, en 1993, une étude contenant une série de recommandations destinées à mieux encadrer les produits dérivés (*derivatives*). Essentiellement, le Groupe propose un plus grand engagement de la haute direction des entreprises dans l'application du risque ainsi que dans les décisions relatives aux produits dérivés. On suggère l'instauration de normes comptables qui soient harmonisées entre les différents pays (*accounting and disclosure standards*), de même que des standards en matière de responsabilité légale entre les parties. Des normes relatives au capital affecté aux produits dérivés devraient, enfin, s'appliquer aux institutions financières qui pratiquent de telles activités, comme il en existe pour d'autres types de risques en vertu du Concordat de Bâle (nous en traiterons au chapitre suivant). Il semble, compte tenu de la complexité de la question, que la solution viendra non seulement des gouvernements, mais également de l'industrie.

RÉSUMÉ : LA MONDIALISATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Il ressort de cette analyse des marchés financiers les constats suivants :

1. La globalisation des marchés financiers trouve son origine dans le choc de la balance des paiements (recyclage des pétrodollars, préférence des nouveaux pays de surplus commercial pour le marché des titres), la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change et surtout l'assouplissement des réglementations favorisant la libre disposition des fonds sans frontières géographiques. La révolution technologique agit aussi comme un puissant facteur d'internationalisation des services financiers.

2. Outre la présence de plus en plus nombreuse des banques étrangères dans divers pays, le développement des euromarchés constitue un des aspects les plus importants de ce phénomène de globalisation. Désormais, les entreprises, les ménages, les gouvernements et les institutions internationales ont recours à l'euromarché autant pour le financement que pour le placement. Sur le marché des eurocrédits, on observe que les prêts internationaux demeurent largement concentrés dans les pays industrialisés et résultent majoritairement des opérations inter-

12. Le Groupe des Trente (*Group of Thirty*) rassemble les hauts dirigeants d'institutions financières gouvernementales et privées de très grande envergure. Basé à Washington, le Groupe publie des études sur les problèmes financiers et économiques internationaux.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

bancaires. Les émissions d'obligations internationales et étrangères ne cessent de s'amplifier. Elles restent dominées par les obligations classiques toujours largement dénommées en dollars et présentent une structure d'intermédiaires très concentrée. Le marché des euro-actions prend également de l'ampleur depuis 1983 ; son développement futur reste lié aux perspectives de privatisation dans de nombreux pays et au recours probable des sociétés américaines au marché des actions.

3. L'accélération des innovations financières reflète l'état de compétitivité vigoureuse dans l'industrie ainsi que l'éclatement du cadre institutionnel. Parmi les instruments d'arbitrage, on note l'apparition des swaps de devises ou de taux d'intérêts. Comme nouveaux procédés de gestion des risques, on note les contrats à terme et les options, particulièrement sur indices boursiers. Enfin, en ce qui concerne les outils d'élargissement des facilités de financement, on relève les acronymes NIFs, SNIFs et RUFs dont la signification de base est l'émission de titres de court et de moyen termes pour les entreprises. Ces innovations, tout en permettant la désintermédiation et la titrisation, renforcent la globalisation des marchés.

MOTS CLÉS

actions internationales
chef de file
contrat à terme
créances (avoirs bancaires)
crédits consortiaux
décloisonnement
déréglementation
désintermédiation
émetteur
emprunteur
engagements bancaires
euro-action
eurobank
eurocrédit
eurodevise
eurodollar
euromarché
euronote
euro-obligation
facilité de financement
facilité d'emprunt
globalisation
innovations financières
LIBOR
marché des capitaux
obligations à bons de souscription d'action
obligations à coupon zéro
obligations à taux révisable
obligations classiques
obligations convertibles
obligations étrangères
obligations internationales
option
position domestique
position en devise
position étrangère traditionnelle
position extérieure
position internationale
prêts adossés
prêts internationaux
prêts parallèles
produits dérivés
réglementation
swap
titrisation
zone déclarante

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

PROBLÈMES DE RÉVISION

1. Répondez par vrai ou faux aux énoncés suivants et commentez brièvement :
   a) le développement du marché des eurodevises s'explique seulement par des réglementations et leur asymétrie ;
   b) les intermédiaires sur le marché des euro-obligations et des euro-actions présentent une structure concentrée ;
   c) le risque de défaillance du système financier est dû à des problèmes de liquidité et est moins élevé sur les euro-marchés ;
   d) les politiques de réserves obligatoires s'appliquent également aux eurodevises ;
   e) la croissance des eurodevises génère de l'inflation.
2. Deux entreprises de cote différente de crédit s'engagent dans un processus de swap de taux d'intérêt. La première, qui jouit d'une meilleure cote, peut se financer à un taux fixe de 9,75 % et à un taux variable au LIBOR + 0,33 %. La deuxième a le choix de se financer au taux fixe de 10,25 % et à un taux variable au LIBOR + 0,75 %. Répondez aux questions suivantes :
   a) reproduisez l'équivalent du tableau 3.23, illustrant le gain réalisé par les deux entreprises à cause du swap ;
   b) précisez si dans un processus de swap de devises ou de taux d'intérêt il ne peut y avoir de perdant ;
   c) selon votre entendement, les swaps de devises sont-ils de nature à tempérer les conséquences de variation des taux de change ?
3. Décrivez les avantages qu'un emprunteur peut retirer de l'euro-marché ainsi que le processus d'emprunt sur ce marché.
4. Définissez les termes suivants : créances intrazones ; avoirs bancaires internationaux ; engagements bancaires internationaux.
5. Les opérations des banques déclarantes avec le secteur non bancaire sont certes importantes quantitativement, mais demeurent toujours bien en deçà des dépôts interbancaires. Pourquoi ?
6. Les taux d'intérêt créditeurs ou débiteurs sont-ils généralement plus élevés sur l'euromarché en comparaison des taux domestiques ? Expliquez votre réponse.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

7. Quelles différences trouvez-vous entre, d'une part, les obligations internationales et les obligatoires étrangères et, d'autre part, entre les actions internationales et les euro-actions ?

8. Dans son 63e rapport annuel, la BRI note : « Les besoins de refinancement et la mondialisation de la dette publique ont été les deux principaux supports de l'activité sur le marché obligataire international en 1992. Les annonces ont atteint le record absolu de 342 milliards de dollars, mais en termes nets la progression n'est ressortie qu'à 118 milliards de dollars (7 %). À elles seules, les entités publiques et les institutions internationales ont été à l'origine de 60 % de la croissance. Les perturbations sur les changes ont suscité un vaste mouvement d'arbitrage entre devises, tandis que la médiocre performance boursière a conduit les investisseurs à délaisser les instruments liés aux actions. »

   Commentez ces propos tout en précisant :

   a) l'évolution de la répartition des euro-obligations par devise ;

   b) l'évolution de la répartition des euro-obligations par le type de prêteur et emprunteurs ;

   c) l'impact des fluctuations des changes sur le marché des euro-obligations ;

   d) les facteurs de croissance du marché obligataire international au cours de la décennie 1990.

9. Les États-Unis présentent l'avantage de concentrer les principales bourses des marchés à terme, des options et des futures (Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, l'International Monetary Market, Chicago Board Options Exchange, New York Futures Exchange, le Comex…). Est-ce conclure que ces marchés s'adaptent mal à la concurrence ?

10. Que signifie une option dit *at-the-money* (à parité), *in-the-money* (dans le cours) et *out-of-the-money* (hors du cours) ?

11. La capacité de placer les émissions d'actions ou d'obligations à l'étranger dépend-elle des réseaux de distribution en place ou de l'aptitude de montage et de gestion des livres de ces opérations ?

12. Les swaps contribuent à la gestion des risques en diminuant le coût de financement pour les emprunteurs. Cependant, ils présentent certains risques de crédit associés à la cote de solvabilité, aux fluctuations de taux d'intérêt, à l'existence ou non de garantie et également à la date de l'échéance. Commentez.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

13. Expliquez la relation entre la croissance des contrats sur devise et la volatilité des taux d'intérêt.
14. Le gain de détention des obligations libellées en devises étrangères tend à s'annuler avec les fluctuations des taux de change. Réfutez cet argument.
15. Les euro-obligations à taux fixe demeurent les plus populaires ainsi que celles libellées en dollars américains. Pourquoi ?
16. Évaluez l'impact des taux d'intérêt sur la prime d'une option.
17. Quelles sont les caractéristiques d'une option, d'un contrat à terme, d'un *future* ?
18. Décrivez les risques et les profits potentiels de détention d'une option d'achat, de vente.
19. Évaluez l'impact du prix du titre sous-jacent sur la prime d'une option de vente.
20. Que signifie une option de type américain ?

BIBLIOGRAPHIE

Anastassiades, Michel et Philippe Parant (1990). *Les Swaps*, Paris, Édition Eska.

Banque des règlements internationaux (BRI) (2000). *Guide to the International Banking Statistics*, Bâle, juillet.

Beidleman, Carl R. (1985). *Financial Swaps*, New York, Dow-Jones-Irwin.

Békerman, Gérard (1997). *Les eurodollars*, Paris, Presses universitaires de France, Collection « Que sais-je ? ».

Bélanger, Serge (1990). « Regulation Must Recognize International Banking Realities », *The Bankers Magazine*, novembre/décembre.

BRI « International Banking and Financing Market Developments », *BIS Quarterly Review*, divers numéros.

BRI (1995). *The BIS Statistics on International Banking and Financial Market Activity*, Bâle, août.

BRI (1999). *69e Rapport annuel*, Bâle, 7 juin.

BRI (2000a). « Statistical Annex Contents », *BIS Quarterly Review*, Bâle, septembre.

BRI (2000b). « International Banking and Financing Market Developments », *BIS Quarterly Review*, Bâle, septembre.

Bulletin du FMI (1988). « Comité de Bâle : Propositions des normes internationales en matière de fonds propres bancaires », *Problèmes économiques*, no 2-071, 20 avril.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Chessen, James (1986). « RUFs, NIFs, SNIFs and Other Exotic Financing Facilities », *The Bankers Magazine*, septembre/octobre.

Conseil économique du Canada (1989). *Les marchés canadiens et la mondialisation*, Ottawa, Approvisionnement et Services, Canada.

Courchesne, Thomas J. (1988). *Trade in Services : Case Studies and Empirical Issues*, David Conklin *et al*., Institute for Research on Public Policy, Trade in Services Series, mai.

Debeauvais, Maurice (1991). *La gestion globale du risque de change*, Paris, Economica.

Delas, Jean-Pierre (1994). *Les relations monétaires internationales*, Paris, Librairie Vuibert, novembre.

Deutsche Bundesbank (1986). « L'innovation dans le domaine de l'activité bancaire internationale », *Problèmes économiques*, nº 1985.

Douglas, Taylor (1988). *Trade in Financial Services*, Ministère de l'Expansion industrielle régionale, avril.

Euromoney (1986). *Euromoney Swap Finance*, Londres, Euromoney Publication Ltd, vol. 1.

Euromoney (1990a). *Disintermediation-Cutting out the Middle Man*, Londres, Euromoney Publication Ltd., p. 62-71.

Euromoney (1990b). *Swaps, The Market Gets Choosy*, Londres, Euromoney Publication Ltd., p. 16-19.

Evans, John S. (1992). *International Finance : A Markets Approach*, New York, Harcourt-Brace Jovanovich College Publisher, chapitres 12 à 16, p. 367-546 et les chapitres 7 et 8.

Fidler, Stephen (1988). « La titrisation sur le chemin de la sagesse », *Problèmes économiques*, nº 2-080, 22 juin.

Franklin, J. Chu (1988). « The Myth of Global Investment Banking, Part I », *The Bankers Magazine*, janvier/février.

Gardiner, M.R. (1985). « Sears Role in Consumer Banking », *The Bankers Magazine*, janvier/février.

Group of Thirty (1993). *Global Derivation : Public Sector Responses*, Washington, Group of Thirty.

Hoffmeyer, Erik (1992). *The International Monetary System : An Essay in Interpretation*, Amsterdam, North-Holland, p. 65-79.

Hull, John et Alan Whila (1985). « Currency Options and the Banks », *Canadian Banker*, vol. 92, nº 1, février.

Karailiev, E. (1984). « Les nouveaux instruments d'emprunts internationaux », *Problèmes économiques*, nº 1903.

Kindleberger, Charles (1987). *Les mouvements internationaux de capitaux*, Paris, Dunod.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Krugman, Paul et Maurice Obstfeld (1991). *International Economics, Theory and Policy*, 2nd edition, Londres, Harper Collins, chapitre 13, p. 380-419 et chapitre 20, p. 593-627.

Lascelles, David (1991). « Les ratios de fonds propres du Comité de Bâle : une arme à double tranchant pour les banques », *Problèmes économiques*, nº 2-216, 13 mars.

Le Devoir (1994). « Les marchés dérivés en accusation – la fuite éperdue du risque zéro », 27 juin, B-2.

Leroux, François (1988). *Marchés internationaux des capitaux*, Sainte-Foy, Presses de l'Université du Québec, chapitres 4 à 15, p. 57-343.

Leroux, François (1994). *Les marchés internationaux des capitaux*, 2e édition, Sainte-Foy, Presses de l'Université du Québec.

Lyons, J. Thomas (1985). « Retailers in Financial Service », *The Bankers Magazine*, janvier/février.

Morgan, J.-P. (1991). « Swaps : Versatility at Controlled Risk », *World Financial Markets*, Issue 2.

Nyahoho Emmanuel (1993). *Les échanges internationaux de services*, Montréal, Éditions Saint-Martin.

Ocampo, Juan (1989). « The ABC of Asset Securization », *The Bankers Magazine*, mai/juin.

Organisation de coopération et de développement économiques, *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, OCDE, divers numéros.

Organisation de coopération et de développement économiques, (1983). *Les pouvoirs publics face à l'internationalisation des activités bancaires*, Paris, OCDE.

Organisation de coopération et de développement économiques, (1989). *La concurrence dans le secteur bancaire*, Paris, OCDE.

Organisation de coopération et de développement économiques, (1996). *Statistiques des marchés internationaux des capitaux*, Paris, OCDE.

Organisation de coopération et de développement économiques, (1998). *Tendance des marchés des capitaux*, Paris, OCDE, nº 69, février.

Park, S. Yvon (1984). « Currency Swaps as a Long-Term International Financing Technique », *Journal of International Business Studies*, hiver.

Petit, Jean-Pierre (1989). « La déréglementation financière à l'étranger », *Problèmes économiques*, nº 2-146, 25 octobre.

Pool, John C. et Steve Stamos (1987). *The ABCs of International Finance*, Londres, Lexington Books.

Portes, Richard et Alexander Swoboda (dir.) (1987). *Threats to International Financial Stability*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), New York, Cambridge University Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Rollet, Philippe et Michel Lelart (1989). « Les incidences économiques de la libéralisation des mouvements de capitaux dans la CEE », *Problèmes économiques*, nº 2-151, 29 novembre.

Saunders, Anthony (1987). « The Interbank Market, Contagio Effects and International Financial Crises », dans Richard Portes et Alexander Swoboda (dir.), *Threats to International Financial Stability*, (CEPR), New York, Cambridge University Press.

Schaeffer, Stephen (1987). « The Design of Bank Regulation and Supervision : Some Lessons from the Theory of Finance », dans Richard Portes et Alexander Swoboda (dir.), *Threats to International Financial Stability*, (CEPR), New York, Cambridge University Press.

Shaw, Karen (1989). « Bank Regulation : Wild One Regulator Solve the Industry's Problem », *The Banker Magazine*, juillet-août.

Shepherd, Sidney (1983). « Forwards, Futures and Currency Options as Foreign Exchange Risk Protection », *Canadian Banker*, vol. 90, nº 6, décembre.

Simon, Yves (1993a). « Quelle réglementation pour les marchés financiers ? », *Problèmes économiques*, nº 2-347, octobre, p. 11-16.

Simon, Yves (1993b). « Les instruments de couverture contre le risque de change », *Problèmes économiques*, nº 2-347, octobre, p. 16-22.

Simon, Yves (1994a). « Emerging-market Options, More a Shrud Than a Hedge », *The Economist*, nºs 12, 18 mars, p. 88-91.

Simon, Yves (1994b). « Les produits dérivés : un nouveau risque financier », *Problèmes économiques*, nº 2-384, juillet, p. 1-3.

Simon, Yves (1994c). *Les marchés dérivés – origine et développement*, Paris, Economica.

The Economist (1994). « Falling to Earth », 5-11 mars, p. 83-84.

Vittori, Jean-Marc (1992). « L'écu, concurrent du dollar ? », *Problèmes économiques*, nº 2-256, 2 janvier.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

CHAPITRE 4

La dynamique financière et le recentrage des politiques macroéconomiques

Les conséquences pratiques de la nouvelle dynamique de l'industrie financière sont multiples et complexes ; la stabilité du système financier est au cœur des enjeux. Au risque de ne pas traiter tous les aspects de l'impact de la globalisation et des innovations sur les marchés financiers, nous avons limité notre analyse à deux questions fondamentales. La première est celle de la réglementation ou de la déréglementation à l'échelle internationale dans un contexte de libre concurrence, saine et non préjudiciable. La deuxième, qui n'est pas sans lien avec la première, est l'évaluation de l'efficacité des politiques de stabilisation, particulièrement la politique monétaire et fiscale dans un régime de flexibilité des taux de change, sur la base de faits observés au cours des vingt dernières années. Enfin, notre attention se tournera sur le concept des zones monétaires optimales.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1. COORDINATION DU CONTRÔLE ET DE LA RÉGLEMENTATION DES SERVICES FINANCIERS

1.1. Facteurs déstabilisants du système financier

La démonstration des bienfaits du libre-échange exposée dans la théorie traditionnelle du commerce international faisant totalement abstraction de la catégorie des biens et services échangés, on suppose que cette théorie devrait s'appliquer aux services financiers. Leur prestation devrait donc être conforme à la loi des avantages comparatifs, c'est-à-dire qu'une libre concurrence sur le marché financier devrait favoriser une meilleure allocation de ressources et une hausse du bien-être social. Mais ce credo libéral est de plus en plus remis en cause pour la raison particulière que la structure de l'industrie financière est différente de celle des autres biens.

On nous explique que le marché des services financiers est fragmenté géographiquement et caractérisé par une concurrence imparfaite. Bien que théoriquement il est possible d'évoquer la présence d'économie d'échelle dans les services financiers, ce concept ne semble pas être appuyé par des faits. Par exemple, Montgomery (1991) rapporte l'étude de Benston, Hanweck et Humphrey (1982) sur les banques américaines à partir des données de 1978 ; ces auteurs n'observent pas de présence significative d'économie d'échelle. Cette conclusion est partagée par Dietrich (1991) pour qui il n'y a pas de corrélation entre la taille des banques européennes et leur valeur ajoutée par travailleur ou leur rendement total d'actifs. Le système de distribution des services financiers explique essentiellement l'ambiguïté de l'économie d'échelle. La plupart des banques offrent leurs services à travers des réseaux qui sont décentralisés pour se rapprocher de la clientèle locale. Les activités de dépôt et de prêt sont de caractère régional et peuvent ne concerner qu'un nombre limité de banques avec ses conséquences de concurrence imparfaite.

L'hypothèse du prix unique associé au rapprochement des marchés peut-il se manifester sur le marché financier ? La réponse est affirmative en l'absence d'entraves aux mouvements de capitaux. Traditionnellement, les taux d'intérêt créditeurs sur l'euromarché sont plus élevés que les taux nationaux, ne serait-ce que sur le marché domestique américain. Mais, depuis la vague de déréglementation, on assiste à une diminution de cet écart des taux. La convergence des politiques monétaires conduit à un alignement des taux d'intérêt. Un pays ne saurait, pendant longtemps, jouer un rôle de locomotive dans une politique de facilités de crédit sans que les opérations d'arbitrage et de couverture lui indiquent

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d'autres voies à suivre. On ne peut, dès lors, qu'anticiper une réduction des marges bénéficiaires des institutions financières due à un relèvement des taux créditeurs pour attirer les dépôts et à un fléchissement des taux débiteurs pour augmenter les prêts. Le marché financier serait alors soumis à la loi de l'offre et de la demande. Vittori (1992), tire la conclusion suivante :

> […] a priori, il y a de quoi se réjouir : les marchés au pouvoir, quelle belle leçon de libéralisme ! Seulement voilà : les marchés ne sont pas raisonnables, surtout les marchés financiers… La spéculation se déchaînera au moindre froncement de sourcils du gouverneur de la Réserve fédérale ou au premier éternuement de son homologue européen, provoquant des raz de marée à côté desquels les vagues d'aujourd'hui ressembleront à un frémissement de surface[1].

Quoique cette observation de Vittori paraît justifiée, il n'en demeure pas moins que la spéculation, accentuée désormais par la révolution technologique et l'internationalisation, constitue un puissant stimulus pour rendre les banques centrales prudentes dans leur politique monétaire. Toutefois, la mobilité des capitaux ne s'explique pas toujours par des facteurs objectifs et facilement vérifiables. La fuite des capitaux est un terme péjoratif, chargé d'émotions et souvent utilisé pour signifier un malaise dans le système financier du pays éprouvé. Le phénomène n'est certes pas nouveau, mais il a pris des proportions alarmantes au cours des dernières années. De 1976 à 1985, on estime que près de 200 milliards de dollars ont fui les pays en développement, particulièrement les grands pays d'Amérique latine, de l'Afrique du Sud, la Corée, la Malaisie, l'Inde, le Nigéria… (Pool et Stamos, 1987).

Bien sûr, les difficultés de paiements qu'éprouvent ces pays et les mesures de contrôle instaurées sur le marché du capital expliquent ces fuites. Mais il y a lieu de se demander si la libre circulation des capitaux ne serait pas de nature à favoriser certaines places financières, selon les règles des avantages comparatifs. L'investisseur, maximisant sa fonction d'utilité et aussi soucieux de sécurité, n'aura-t-il pas tendance à placer ses fonds là où la rentabilité est la plus élevée ? Il est raisonnable de penser qu'un des risques du système financier international est la délocalisation des services financiers dans certains endroits, notamment dans les pays en développement aux prises avec des crises spécifiquement internes.

1. L'auteur compare, en fait, la lutte entre le dollar et l'écu, une monnaie unique européenne émise par une banque centrale, d'où la référence à *homologue européen* pour désigner le futur gouverneur de cette banque centrale européenne devenue aujourd'hui une réalité.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les gouvernements disposent de leurs marchés domestiques captifs pour le financement de leur déficit budgétaire. Cependant, la globalisation des marchés financiers et la liberté plus grande des citoyens d'effectuer des opérations sur les titres étrangers forcent les gouvernements à observer les règles élémentaires de la concurrence dans leurs actions de financement. D'une part, l'accès à l'euromarché permet de lever des fonds plus importants que le marché domestique ; mais cet accès augmente la composante de la dette envers les non-résidents, ce qui se traduira plus tard par une sortie de capitaux lors du versement des intérêts. D'autre part, pour attirer les investisseurs locaux ou domestiques, le gouvernement doit pouvoir offrir des taux d'intérêt comparables à ceux des marchés internationaux. Dans les deux situations, le coût d'opportunité de placement des titres publics peut s'avérer onéreux. On notera avec attention que le jeu de l'offre et de la demande, si préjudiciable soit-il, ne peut que forcer une gestion budgétaire prudente au risque de se confronter aux diktats du marché.

Sur la base de ces observations, on peut dire qu'une politique de libre concurrence dans les services financiers a des conséquences difficilement évaluables, d'où l'urgence pour le législateur d'établir des normes saines de compétitivité. Ouvrons une parenthèse sur l'étude de Dietrich (1991) portant sur les conséquences de l'Europe 92. Cette étude donne des renseignements sur des éléments de concurrence dans l'industrie financière.

Selon Dietrich (1991), le rapport de Price Waterhouse (1988), aussi appelé rapport Cecchini, sur les services financiers (*The Costs of Non-Europe*), l'intégration aurait un effet favorable pour les consommateurs dont le surplus est estimé entre 8,8 milliards de dollars et 26,5 milliards de dollars. Le secteur financier à lui seul créerait un surplus de 6,6 milliards de dollars. Pour Dietrich, ce rapport néglige l'impact de l'intégration sur la dynamique concurrentielle de l'industrie et n'incorpore pas les éléments des sources d'efficacité. En fait, l'estimé du surplus pour le consommateur peut être dû soit à une économie d'échelle d'offre de services financiers, soit à une concurrence plus accentuée qui augmente le nombre des firmes de bas coût de production. Dans les deux cas, il résulte une baisse des prix.

Si l'impact favorable de l'intégration peut être attribuable à l'économie d'échelle, il faudrait alors encourager la formation des conglomérats financiers et ne pas empêcher les mouvements de restructurations déjà entamées. Dans l'hypothèse où le surplus du consommateur provient d'une hausse de concurrence qui ne nécessite pas une restructuration majeure de l'industrie, il faudrait plutôt s'inquiéter de la possibilité qu'il y ait de nouveaux arrivants sur le marché. Ainsi, soit le législateur favo-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

rise les regroupements, soit il veille à une concurrence non excessive. Une étude sur la compétitivité de l'industrie peut donc guider cette perspective de réglementation, ce à quoi Dietrich s'est attaché. L'auteur tente d'identifier les « sources majeures de l'efficacité des banques par la suite d'une augmentation de concurrence ou grâce à une réduction des coûts par l'économie d'échelle ».

L'approche utilisée par Dietrich est d'ordre économétrique et repose sur l'identification d'un véritable indice de mesure de production d'une banque. Traditionnellement, il est accepté que le volume des prêts ou des dépôts tienne lieu d'indice de production d'une banque. Mais, de nos jours, avec l'intensité des activités hors bilan des banques, le développement du marché des changes et la prolifération des innovations financières, dont les swaps et les euro-actions, les prêts et les dépôts deviennent des indicateurs biaisés. Pour pallier cette difficulté de mesure, l'auteur a recours à la notion de *valeur ajoutée*, définie comme étant la marge nette d'intérêt ou le différentiel entre le rendement sur les prêts et le coût de provision des fonds, incluant les gains en capital et profits nets. Dans un premier temps, Dietrich effectue une régression de cette valeur ajoutée sur les variables du nombre total d'employés (N), du capital action (K), du montant des prêts (L) et des dépôts (D) avec des données obtenues pour 89 banques de l'Union européenne, ainsi que trois banques de l'Autriche, de la Finlande et de la Suède. Le résultat d'estimation indique que le nombre d'employés, les prêts et le capital-action ont un effet positif sur la valeur ajoutée, alors que le montant des dépôts a un effet négatif. Les dépôts sont donc un intrant de production.

Dans un deuxième temps, et c'est ici l'apport essentiel de son analyse, Dietrich effectue une régression de la rémunération des facteurs en fonction des caractéristiques concurrentielles dans les activités de prêts, de dépôts et de travail dans chaque pays[2]. Après une série de calculs et d'explications, dont nous omettons le détail, l'auteur en vient à retenir la *valeur ajoutée* par employé, telle qu'elle a été définie plus haut, comme variable explicative du salaire, du taux moyen sur les prêts ou sur les dépôts, mais en ajoutant des variables auxiliaires appliquées sur cette variable explicative pour refléter les caractéristiques propres à chaque pays. Ainsi, si les coefficients des variables auxiliaires sont positives, alors les salaires sont plus élevés que la valeur du produit marginal, et inversement.

2. Les caractéristiques dont il s'agit sont : prêts et dépôts pour chaque banque en pourcentage du total des prêts et dépôts du pays ; part du prêt de la plus grande banque dans chaque pays ; revenu per capita ; prêt per capita ; dépôt per capita ; ratio capital/actif ; retour sur l'avoir…

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le résultat d'estimation donne un coefficient négatif et significatif de *valeur ajoutée* par employé dans l'équation de salaires pour les pays suivants : Allemagne, Danemark, Luxembourg et Suède. L'auteur en conclut que ces pays rémunèrent moins le travail et cherchent à rehausser la productivité du travail en mettant en place des systèmes informatiques. Dans les pays, comme la France et la Belgique, le coefficient de la *valeur ajoutée* est négatif. Quoique, dans ces deux cas, le coefficient s'avère non significatif, l'auteur conclut qu'une rémunération supérieure au produit marginal s'explique par une pénurie de main-d'œuvre ou par la présence d'un syndicat qui maintient un salaire au-dessus du niveau concurrentiel. Pour Dietrich, l'existence de cette différence de rémunération et de productivité entre les pays prouve que l'intégration financière créerait une pression d'ajustement sur le marché du travail.

En ce qui concerne la rémunération des dépôts, le paramètre estimé est négatif et significatif pour presque tous les pays. Conséquemment, le coût marginal des dépôts ou le taux d'intérêt payé aux épargnants est moins élevé que les taux du marché. L'intégration financière fera en sorte de relever alors le taux d'intérêt payé aux épargnants. Quant au taux imposé sur les prêts, le coefficient estimé est positif et significatif pour bon nombre de pays (Allemagne, Belgique, France, Luxembourg…), ce qui signifie une possibilité de réalignement des taux avec l'intégration.

En conclusion, Dietrich considère qu'il n'y a pas de preuves supportant l'existence d'économie d'échelle et que les banques de taille modeste peuvent coexister avec les grandes banques advenant l'intégration et que le législateur ferait mieux de ne pas intervenir. Santomero (1991), appelé à commenter les résultats de Dietrich, souligne le problème de compatibilité des données entre pays et de la diversité de la structure bancaire selon les pays, ce qui rend difficile l'interprétation de l'indice de *valeur ajoutée* dans les services financiers. Quoi qu'il en soit, pour revenir à la question de la réglementation, l'unanimité ne semble pas être faite quant à l'intervention du législateur. Pour une juste évaluation du besoin de contrôle des services financiers, il importe de poursuivre la revue des divers risques associés à cette industrie.

Alexander Swoboda et Richard Portes (1987) considèrent que la crise de l'endettement, les innovations financières, les conflits entre les politiques macroéconomiques des pays industrialisés, les fluctuations erratiques des taux d'intérêt et des taux de change et, enfin, l'interdépendance des systèmes bancaires nationaux peuvent constituer des facteurs de risque de défaillance de la stabilité financière internationale.

Rappelons, ici, la crise du SME de septembre 1992 faisant état d'une spéculation sans précédent ; l'effondrement mondial des marchés obligataires du début de 1994 ; la chute spectaculaire de la banque Barings

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

après avoir subi une perte de plus de 1 milliard de dollars sur le marché à terme de Nikkei, chute attribuable à un opérateur de 28 ans ; l'affaire Metallgeseleschaft, une grande société allemande, qui a perdu plus de 1,3 milliard de dollars sur le marché à terme ; la crise mexicaine vers la fin de 1994 conduisant à une chute percutante du peso, suivie de la crise asiatique de 1997 dont on n'a pas su prévoir la virulence de la contagion ; la crise en Argentine de décembre 2001, pays littéralement acculé à une faillite économique généralisée. L'apparition séquentielle et la sévérité de ces crises relance le débat sur leur risque de propagation ou de contagion. Ainsi, deux questions intimement liées sont à poser. Premièrement, quelles sont les causes des crises financières et des défaillances du système financier ? Deuxièmement, quelles formes de réglementations faut-il concevoir pour éviter, sinon contenir, leur propagation ?

Afin de mieux définir le risque du système financier, nous nous appuyons sur l'approche utilisée par Saunders (1987). L'auteur souligne que le marché interbancaire fait face à trois sortes de risques : le risque souverain, le risque de liquidité et le risque de paiement. Le risque souverain se manifeste lorsqu'une banque étrangère a la capacité de remplir ses obligations, mais est empêchée de le faire par son pays d'origine ; soit par une mesure de contrôle des changes, ou un moratoire sur les sorties de capitaux, soit parce qu'elle est en difficulté financière en raison de crises sociopolitiques ou de son endettement. On parle également de risque de répudiation associé à la dette d'un État souverain. Une bonne illustration de ce risque souverain est la crise d'endettement déclenchée au Mexique en 1982, dont il sera question plus tard.

Le risque de liquidité, c'est-à-dire le risque qu'une banque ne dispose pas de fonds pour soutenir ses engagements et doive déclarer faillite est semblable sur le marché interbancaire et le marché domestique. La chute de la banque Ambrosiano d'Italie (juin 1982) en est un exemple. Quoique les dépôts interbancaires au niveau international soient principalement des dépôts à terme, ils ne sont pas pour autant protégés contre le risque de retrait instantané ; ils peuvent, en effet, être retirés en tout temps, moyennant une pénalité. Le déposant affolé préférerait s'acquitter de cette pénalité que de perdre entièrement ses fonds auprès d'une banque menacée de faillite.

Le troisième type de risque, lié au mécanisme de paiement, se produit lorsque, durant le temps d'acheminement d'un ordre de paiement, un contre-ordre est donné. Il faut reconnaître qu'avec les facilités offertes par les technologies de communication, les transferts instantanés de fonds, ou s'effectuant en quelques heures, diminuent considérablement ce risque de paiement. Le risque souverain et le risque de liquidité semblent donc être les principaux risques du marché interbancaire et traduisent la nouvelle dynamique des marchés financiers.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Pour sa part, Rybczynski (1991) a réévalué le problème du contrôle ou de la supervision du système financier tout en décrivant le système actuel avec ses effets sur la mobilité des capitaux. Selon l'auteur, le système financier s'acquitte de trois fonctions : assurer un mode efficace de paiement, canaliser les fonds vers les ménages et les entreprises et fournir des facilités de transfert de propriété. Les risques associés à ces diverses fonctions sont : le risque de crédit, le risque de taux de change et le risque de taux d'intérêt. Le système financier est en évolution constante, à l'instar du processus d'industrialisation. Ainsi, Rybczynski observe que le système financier a d'abord pris la forme d'un système bancaire orienté vers des fonctions de dépôts et de prêts. La deuxième étape a été celle de la montée des quasi-banques, des caisses d'épargne, les *Saving and Loans*, offrant leurs services à une couche de la population élargie, notamment au cours des années 1950 et 1960.

La troisième étape a débuté avec les innovations financières du début des années 1980, le développement du marché des capitaux et la sécurisation. Nyahoho (1993) explique que, dans ce contexte évolutif, l'industrie des services financiers s'adapte aux exigences du marché et que les législations, si rigides soient-elles, finissent par s'ajuster. Mais les normes spécifiques de ces nouvelles réglementations s'avèrent difficiles à énoncer. On se demande encore quel est le système de contrôle qui permettrait de mieux réduire le risque, d'encourager l'efficacité ainsi que la stabilité et la flexibilité de l'industrie et réconcilierait la diversité des réglementations nationales sur les services financiers.

Rybczynski nous rappelle, avec raison, que les législations nationales sont toujours adoptées sous des pressions d'ordre économique et politique et non pas nécessairement avec le souci d'établir un système optimal. C'est le cas de la législation américaine du Glass-Steagall de 1933, adoptée durant la crise économique, ainsi que d'importantes réformes du système financier en France, en Italie et en Suisse durant les années 1930.

S'il est facile de parler des risques d'un système financier, il en va autrement pour en identifier les causes. Wolfson (1989) a procédé à une comparaison des théories de crises financières pour conclure à l'absence d'unanimité entre les auteurs traitant du sujet. Par exemple, pour Veblen et Mitchell, la panique financière est attribuable à la réaction des banquiers qui liquident leurs prêts et refusent de consentir des crédits après une baisse de profits des entreprises. Minsky (1989) soutient également cette position tout en insistant sur la difficulté pour les entreprises d'obtenir de nouveaux crédits entraînant ainsi une chute des investissements et de la rentabilité qui, à son tour, force les entreprises à liquider leurs actifs de sorte qu'on aboutit à une baisse généralisée des profits.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La perception de Wojnilower et de Sinai est tout à fait différente. Selon eux, les banques ne réduisent pas volontairement les lignes de crédits à leur clientèle, mais répondent aux conditions de politiques monétaires du pays. Ce point de vue est partagé par Milton Friedman pour qui la panique financière aux États-Unis s'explique par une chute brutale de stock de monnaie décidée par le Federal Reserve System, forçant les banques à se montrer restrictives dans leurs prêts. Wolfson (1989) rapporte les propos de Friedman sur l'origine de la crise de 1929-1933 :

> Ce n'était pas la baisse de profits et le manque de confiance en affaires tel que suggéré comme cause de la crise boursière et qui a entraîné une demande de liquidation des prêts bancaires et une diminution de l'offre de monnaie, au contraire […] c'était la baisse antérieure du stock de monnaie qui a forcé les banques à liquider leurs actifs et qui a miné l'état de confiance […] Aussi le problème de liquidités des banques n'est pas attribuable à un défaut de paiement des prêts, mais résulte de deux sources : la ruée du public vers les banques et le refus de la Federal Reserve d'accroître l'offre de monnaie pour compenser la hausse de la demande.

On retrouve dans la théorie de Friedman l'élément psychologique de déclenchement de la crise. Que les banques réduisent volontairement ou involontairement les crédits aux ménages et aux entreprises, il reste que l'intensité de leurs actions ne manque pas d'avoir un effet durable sur la crise. D'ailleurs, ce débat sur les causes des paniques financières n'est-il pas du genre *la poule ou l'œuf* ? Faisons ici remarquer, avant d'en traiter au chapitre sur l'endettement, que le comportement des banques avant et après le déclenchement de la crise mondiale d'endettement par le Mexique est sérieusement mis en cause. La politique monétaire restrictive pratiquée par la Federal Reserve au début des années 1980 compte également parmi les principaux facteurs expliquant cette crise. L'analyse de Friedman, de Sinai et de Wojnilower ne peut donc pas être rejetée du revers de la main.

Des auteurs ont fondé leur analyse des crises financières en la basant sur l'information asymétrique et les coûts d'agence (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Bernanke, 1983 ; Greenwald et Stiglitz, 1988 ; Greenwald *et al.*, 1988 ; Bernanke et Gertler, 1989, 1995 ; Calomiris et Gorton, 1991 ; Mishkin, 1991, 1994, 1997 ; Cecchetti, 1995 ; Hubbard, 1995)[3]. Cette théorie repose sur le constat que le marché financier se caractérise par des problèmes d'antisélection (*adverse selection*) et de risque

3. C'est Akerlof (1970) qui le premier étudia le problème d'antisélection en se référant à son fameux exemple du problème de citron, comme l'explique Greenwald, Stiglitz et Weiss (1984). Myers et Majlaf (1984) et Mishkin (1997).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

moral (*moral hazard*). Le problème d'antisélection, présent avant la transaction, provient du fait que les emprunteurs ont de leur situation financière une connaissance toujours meilleure que celle dont peuvent jouir leurs prêteurs, surtout si ceux-ci sont nombreux. L'emprunteur, connaissant parfaitement son haut degré de risque, le cache au prêteur. Ainsi, les prêts seront accordés non seulement à des emprunteurs capables de faire face à leurs obligations, mais aussi à ceux qui présentent un haut degré de risque. Comme le terme l'indique, le problème d'antisélection survient lorsqu'un acheteur de mauvaise foi est néanmoins choisi pour bénéficier par exemple d'un crédit. Comme il est difficile de distinguer les bons des mauvais emprunteurs, les prêteurs exigent des primes moyennes de risque. La crainte de sélectionner de mauvais emprunteurs peut conduire les prêteurs, face à ce problème d'antisélection, à restreindre leurs lignes de crédit.

Le risque moral se produit lorsque le prêteur est incité à investir dans des projets à haut risque sachant qu'il ne supporte pas les coûts d'échec de tels projets. C'est notamment la situation derrière le principe du « prêteur en dernier ressort » qui amène les banques centrales à renflouer les institutions bancaires aux prises avec des défauts de paiements. Ce problème de risque moral tire aussi son origine de l'asymétrie d'information qui a lieu après la transaction. Il s'agit ici de l'utilisation des prêts par l'emprunteur à des fins jugées non désirables par le prêteur, par exemples des projets de prestige, mais non financièrement rentables. Bref, l'asymétrie d'information, le problème d'antisélection ainsi que le risque moral incitent à une politique de rationnement du crédit. De là, on peut expliquer les causes des crises financières que Mishkin (1997) résume en quatre points : hausse des taux d'intérêt, montée de l'incertitude, effets du marché des actifs sur les bilans et paniques bancaires.

Sur la première cause, l'auteur explique que « si les taux d'intérêt du marché sont suffisamment entraînés à la hausse, la probabilité que les prêteurs prêtent à des emprunteurs présentant de mauvais risques de crédit augmente du fait que ceux qui présentent de bons risques de crédit sont moins enclins à emprunter à ces taux plus élevés, à la différence des premiers. » Conscient de cette réalité, le prêteur aura tendance à limiter les prêts quand les taux d'intérêt augmentent, ce qui peut provoquer une crise.

Quant à l'incertitude sur les marchés financiers, causée par une instabilité politique ou une récession économique, elle risque d'exacerber le problème de sélection adverse conduisant les prêteurs à restreindre leurs lignes de crédit. Sur les effets du marché des actifs sur les bilans, Mishkin observe qu'une détérioration des bilans aggrave les pro-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

blèmes tant d'antisélection que de risque moral sur les marchés financiers et pour peu qu'elle se révèle suffisamment profonde, cela constitue un facteur majeur de crise bancaire et financière.

Enfin, les paniques bancaires, comme source de crises, s'expliquent par l'asymétrie d'information. « Les déposants se ruent pour retirer leur argent des banques solvables tout autant que de celles qui ne le sont pas, pour la raison qu'ils ne peuvent pas faire la distinction entre ces deux types de banques. » Des hausses de taux d'intérêt, des krachs boursiers, une baisse non anticipée de l'inflation, ou une dépréciation ou une dévaluation non anticipée (lorsque les dettes sont libellées en devises étrangères) peuvent provoquer la détérioration des bilans des entreprises non financières, ce qui diminue la probabilité qu'elles puissent rembourser leurs prêts. »

Dans cet effort d'identification des sources de risques du système financier, un facteur qui retient également l'attention est l'endettement et le bourdonnement des activités financières. Comme l'ont rapporté Magdoff et Sweezy (1989), c'est la revue américaine *Business Week* qui, dans sa publication de décembre 1985, relève des effets possiblement néfastes de la spéculation sur les marchés financiers. La revue établit une comparaison entre le système financier américain et une société de casino. L'endettement est considéré de façon abusive comme un effet de levier. Magdoff et Sweezy (1989) nous donnent quelques chiffres sur les activités financières :

> Sur la Bourse de New York, 108 millions d'actions s'échangent quotidiennement, en comparaison de 49 millions il y a 5 ans. Sur le marché des titres gouvernementaux, le volume d'échange est en moyenne de 76 milliards de dollars par jour en quadruple du niveau de l'année 1980. Néanmoins, cette croissance est dérisoire devant celle du marché des options et des *futures*. Par exemple, le volume quotidien des bons du Trésor et T-Bill futures a triplé en 1984 pour atteindre 26 milliards de dollars.

À ces activités florissantes du marché boursier s'ajoutent celles de l'endettement pour des fins spéculatives. Les innovations financières du début des années 1980 (swaps, papier commercial, contrat à terme…), loin de sonner l'alarme quant à la surchauffe des activités financières, ne font que la rehausser. Par exemple, les banques peuvent maintenant prendre des engagements d'octroi de prêt sans convenir d'une provision de capital.

Pour expliquer la relance des activités financières, Magdoff et Sweezy ont offert une analyse fort pertinente que nous reprenons brièvement. Pour ces auteurs, il faut identifier les causes de la stagnation économique dès le début de 1970 afin de pouvoir apprécier la dynamique du secteur financier d'aujourd'hui. En effet, après la guerre, on observe

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

que la reprise des activités économiques aux États-Unis est tirée par le redémarrage des industries de biens de consommation (résidences, autos, appareils ménagers…) propulsé par un pouvoir d'achat énorme et accumulé au cours de la guerre, la mise en place de l'hégémonie américaine sur le reste du monde, notamment par la reconnaissance du dollar comme monnaie internationale aussi *bonne que l'or* et, enfin, les dépenses énormes en armement avec leurs retombées sectorielles.

Or, tous ces facteurs de croissance ont leurs limites : l'infrastructure est passablement complétée, les industries ont une surcapacité de production, le dollar est livré à la concurrence ; d'où la stagnation économique du début de 1970 jusqu'au début de 1990. Même la reprise observée depuis lors ne semble pas se matérialiser par une hausse de revenu pour bien des consommateurs. L'industrie financière se comporte relativement mieux que les autres secteurs d'activité économique (tableau 4.1) parce qu'elle joue avec *la monnaie* suivant le vieil adage « que c'est avec de l'argent qu'on fait de l'argent ». La chute du Bretton Woods en 1971 rehausse les activités du marché des changes. Mais les prises de positions sur devises ne sont rentables qu'avec un haut volume de fonds. Ainsi concluent Magdoff et Sweezy : « comme la monnaie est le bien d'échange avec les institutions financières, la clé de croissance et de hauts profits pour ces institutions réside dans le marketing de haut volume de prêts ».

Le dynamisme du secteur financier semble donc s'expliquer par l'absence d'une reprise véritable des autres secteurs d'activité économique et aussi par la nature même de l'industrie financière qui, de plus en plus, devient un système presque autonome de l'économie. On aboutit ainsi à une *société de casino* où l'espoir de la reprise économique repose sur la croissance du secteur financier.

L'accroissement incessant de la dette des ménages, des entreprises et des gouvernements risque d'avoir des effets déstabilisants sur le système financier. Quelques données sur l'économie américaine méritent d'être rapportées ici. Le ratio de la dette (par rapport au produit national brut) du secteur non financier de 167 % en 1945 a d'abord chuté pour se retrouver à 146 % en 1960 et se stabiliser à ce niveau jusqu'en 1970 (Hubbert, 1989). Depuis, ce ratio ne cesse d'enregistrer une hausse, atteignant déjà près de 158 % en 1978. Les compilations effectuées par Carlson (1989) indiquent que ce ratio se situe dès le début des années 1990 à environ 170 %. L'accroissement de cette dette s'explique par deux principaux facteurs : l'accélération de la formation des ménages et la prolifération des cartes de crédit bancaires. L'auteur ne précise pas le mécanisme par lequel ce facteur démographique contribue à l'accroissement de la dette en termes relatifs. On peut sans doute penser que la multiplication des ménages brise les liens de solidarité familiale et rend

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

chacun des membres dépendant du système financier ou de l'assistance gouvernementale. Quant à l'usage des cartes de crédit, son impact déterminant sur l'endettement ne peut être contesté. Le consommateur d'aujourd'hui s'endette pour consommer et, pis encore, pour s'acquitter de ses dettes.

TABLEAU 4.1
Indicateurs d'expansion de l'activité financière

Pays	Part dans l'emploi total			Part dans la valeur ajoutée[1]		
	1970	1979	1989	1970	1979	1989
États-Unis	3,8	4,2	4,8	4,1	4,5	5,7[2]
Japon	2,6	2,8	3,4	4,5	4,9	5,6
Allemagne	2,3	2,8	3,1[3]	3,1	4,2	5,0
France	–	12,6[4]	16,1[4]	3,3	3,5	4,7
Italie	1,6	1,6	1,8	2,9	3,9	4,4
Royaume-Uni[4]	6,0[5]	7,0	11,4	12,5	14,8	20,0
Canada	–	4,8[4,6]	5,2[4]	1,9	1,8	2,3[2]
Australie[4]	7,1	8,1	11,0[3]	8,5	9,0	12,1
Belgique	3,2[7]	3,4	4,1	3,2[7]	4,2	5,9
Espagne	–	2,2	2,5	3,5	5,7[8]	6,5
Finlande	2,4[9]	2,5	3,1	3,1[9]	3,0	3,9
Norvège	1,9	2,2	3,0	2,3	3,1	4,4
Pays-Bas	–	3,5	3,8	2,9	4,5	4,9[2]
Suède	–	1,7[8]	2,0	–	3,1[8]	4,4
Suisse	2,7	4,2	5,3	4,6	5,8[7]	10,1[10]

1. PNB/PIB, plus production imputée de services bancaires, à prix courants (ceux de 1980 pour la France).
2. 1987.
3. 1988.
4. Y compris les services destinés à l'immobilier et aux entreprises.
5. 1971.
6. 1983.
7. 1975.
8. 1980.
9. 1976.
10. 1985.

Source : BRI.

Le défaut de paiement de certains ménages peut miner l'état de confiance du système financier et conduire à sa déstabilisation. Ce risque inhérent au système financier est d'autant plus probable qu'il s'est déjà réalisé de façon cyclique dans le passé. Carlson (1989) rappelle les paniques bancaires survenues aux États-Unis en 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907 et 1933 qui ont conduit à la mise en place du Federal Reserve System en 1911. Par ailleurs, la tendance à la déréglementation, les

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

innovations financières et l'internationalisation des marchés, ajoutées à ce problème d'endettement, ne font qu'accentuer la possibilité du risque de déstabilisation du système financier. Jusqu'ici, ce risque bancaire a été tant bien que mal contenu par le rôle joué en dernier ressort par les banques centrales ou par le Federal Reserve System pour les États-Unis. Mais ces activités de garantie des banques centrales sont de plus en plus remises en cause pour la raison qu'elles n'incitent pas les institutions financières à être pleinement responsables et prudentes dans leurs engagements. C'est tout le problème du risque moral (*moral hazard*). Il faudrait ainsi envisager un mode de contrôle du système financier qui, tout en maintenant le principe de liquidité avec ses obligations d'assurance, ferait également porter le fardeau du risque aux institutions financières. C'est dans cette perspective qu'il est suggéré de réglementer le ratio du capital des banques.

1.2. Proposition du Comité de Bâle pour le contrôle des activités bancaires

La régulation et la supervision des banques visent à protéger l'intérêt des déposants et à assurer l'efficacité du système financier. La tâche se complique dès l'instant où il faut soumettre les opérations des firmes étrangères aux législations domestiques. L'asymétrie des réglementations nationales et l'absence des réserves obligatoires sur l'euromarché place les institutions financières dans des positions compétitives fort différentes d'un pays à l'autre. Serge Bélanger (1990) souligne qu'il ne suffit pas de soumettre les banques au contrôle local, mais qu'il faudrait encore s'assurer de la santé d'une organisation bancaire dans sa totalité.

Une coopération internationale s'avère nécessaire pour un contrôle efficace des activités bancaires. Ainsi, a été formé le Comité sur les règles et pratiques du contrôle des opérations bancaires de la Banque des règlements internationaux (BRI) dont la proposition, connue sous le nom de Concordat de Bâle, est signée en 1975, révisée en 1983 et endossée par le Groupe des 10 et le Luxembourg, et plus tard ratifiée par d'autres pays[4]. Le Comité est aussi appelé Comité de Bâle. L'objectif visé par le Concordat de Bâle est de protéger le consommateur et d'améliorer l'état

4. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire est formé, en 1975, par les gouverneurs des Banques centrales du G-10. Il est composé de hauts représentants des autorités de contrôle bancaire et des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon, du Luxembourg, des Pays-Bas, du Royaume-Uni , de la Suède et de la Suisse. Les réunions de ce Comité sont encadrées par la Banque des règlements internationaux dont le secrétariat permanent est à Bâle.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

concurrentiel de l'industrie. Un principe directeur énonce qu'« aucune institution ne devrait échapper au contrôle et ce contrôle devrait être adéquat partout où des institutions exercent leurs activités ».

Les paramètres du Concordat s'articulent autour de trois points majeurs. Premièrement, le concept de contrôle consolidé est reconnu de façon à ce que le pays d'origine et le pays d'accueil d'une institution financière partagent conjointement le contrôle des activités de l'institution. Deuxièmement, les procédures de contrôle tiennent compte du statut juridique de l'institution étrangère (succursale, filiale, entreprises conjointes). Dans le cas d'une succursale, le contrôle de solvabilité relève du pays d'origine de la banque tandis que le contrôle de liquidité appartient au pays d'accueil ; le contrôle des opérations de la position en devises étrangères est assumé conjointement. Pour une filiale, le contrôle de solvabilité est partagé entre les pays d'origine et d'accueil ; le contrôle de liquidité revient au pays d'accueil, le contrôle des opérations et de la position en devises étrangères est conjoint. Pour les entreprises conjointes (institution formée de deux ou de plusieurs banques étrangères), le contrôle de solvabilité échoit au pays où cette institution est formée ; le contrôle de liquidité est assuré par le pays d'accueil et les opérations sur devises sont sous contrôle conjoint.

Le troisième élément de contrôle est l'accord de juillet 1988 sur les ratios capital/actif. Il est généralement reconnu que le ratio capital/actif est la ligne de dépense ultime d'une institution. Plus le ratio est élevé, moins l'institution est vulnérable aux risques de pertes. Toutefois, un ratio beaucoup trop élevé ne ferait que miner le taux de rendement, d'où la nécessité d'un certain équilibre à maintenir, compte tenu des engagements. Or, il se trouve que le capital de base pour la plupart des banques a sensiblement baissé durant les années 1970 au point où l'on sonne l'alarme pour stabiliser ou freiner cette baisse. Mais s'entendre sur un niveau de capital/actif se révèle plus facile à envisager qu'à réaliser, car il faut bien tenir compte du risque des actifs et de la structure du capital de chaque institution. Le Comité de Bâle en est venu à proposer des normes en matière de fonds propres bancaires. Le Comité distingue les fonds propres *stricto sensu* (capital social libéré et réserves publiées constituées à partir des bénéfices non distribués après impôt) et des fonds propres supplémentaires (provisions générales, réserves non publiées…)[5]. La proposition du Comité établit que les fonds propres des banques devraient se composer pour 50 % au moins de fonds propres *stricto sensu*.

5. On utilise aussi le terme *capital de premier niveau* pour les fonds propres *stricto sensu* et de *capital de deuxième niveau* pour les autres catégories de fonds : voir, notamment, CEC (1989).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le Comité a aussi proposé quatre coefficients de pondération des risques (0 %, 20 %, 50 % et 100 %) pour corriger le ratio standard capital/actif, qui est fixé à une cible de 8 % (tableau 4.2). En fait, le Comité reconnaît qu'un prêt hypothécaire comporte moins de risques qu'un prêt commercial. Conséquemment, une banque n'effectuant que des prêts hypothécaires est appelée à maintenir un ratio capital/actif moins élevé que celle qui ne compte que des créances commerciales. Et comme le souligne le CEC : « pour tenir compte de cette distinction, on transforme chaque catégorie réelle d'actif en une catégorie équivalente pondérée en fonction des risques, à laquelle s'appliquera le rapport de 8 % ».

À titre d'exemple, considérons une banque qui aurait pour actif dans son bilan une encaisse de 1 milliard de dollars, un prêt hypothécaire à des propriétaires occupants de 10 milliards de dollars et un prêt commercial de 20 milliards de dollars pour un grand total de 31 milliards de dollars. Cet actif est réévalué en tenant compte du degré de risque qui est nul pour l'encaisse, 50 % pour les prêts hypothécaires et 100 % pour les prêts commerciaux, ce qui donne un montant de 25 milliards de dollars (soit 0 % de 1 milliard + 50 % de 10 milliards + 100 % de 20 milliards). Avec un ratio de 8 %, la banque aurait à maintenir un capital de 2 milliards de dollars (8 % de 25 milliards), au lieu de 2,48 milliards de dollars (8 % de 31 milliards).

L'accord de Bâle sur le ratio capital/actif laisse en suspens un certain nombre de considérations. Il lui est notamment reproché de traiter exclusivement du risque de crédit, délaissant ainsi d'autres risques liés aux taux d'intérêt, aux taux de change et à la concentration des créances (FMI, 1988). La diversité des systèmes bancaires et l'approche de réglementation variable selon le pays ne facilitent pas un cadre réglementaire international.

Santomero (1991) est un des auteurs qui a examiné les lacunes de contrôle du ratio de capitalisation des banques avec une lucidité exemplaire. D'abord, l'auteur nous plonge dans des études antérieures. Le sujet de capitalisation des banques, dit-il, n'est pas nouveau et on retrouve une littérature abondante surtout à partir des travaux de Modigliani et Miller (1958) et de ceux sur la théorie d'efficience des marchés de Fama (1970) ou de la théorie d'information de Leland et Pyle (1977). Il ne semble pas y voir de convergence des opinions quant au rôle accompli par les banques dans une société et quant à ses externalités. Tandis que Fama (1970) et Galai et Crouchy (1986) ignorent ce rôle des banques, d'autres comme Gertler (1988) et Santomero (1991) déclarent qu'une responsabilité importante leur incombe. Cette controverse se répercute

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 4.2
Pondération des risques selon la catégorie d'élément d'actif figurant au bilan

Pourcentage		
0	*a*)	Encaisse.
	b)	Avoirs auprès de la banque centrale du pays et créance sur celle-ci.
	c)	Prêts aux administrations centrales du pays.
	d)	Titres émis par des administrations centrales du pays.
	e)	Prêts et autres actifs entièrement garantis par nantissement d'espèces ou de titres de l'administration centrale du pays ou entièrement garantis par celle-ci.
0 ou 20	*a*)	Créances sur la BIRD (Banque internationale pour la reconstruction et le dévelopement créée en 1945) et les banques de développement régional (à déterminer au plan national).
20	*a*)	Créances sur les banques du pays et étrangères dont l'échéance initiale est inférieure à un an.
	b)	Créances sur les banques du pays à échéance initiale d'un an et plus et prêts garantis par des banques du pays.
	c)	Créances sur les gouvernements étrangers libellées en monnaie locale et financées par des ressources en monnaie locale.
	d)	Éléments d'actif liquides en cours de recouvrement.
0, 20 ou 50	*a*)	Créances sur le secteur public du pays, à l'exclusion de l'administration centrale (à déterminer au plan national) et prêts garantis par ces institutions.
50	*a*)	Prêts entièrement garantis par voie d'hypothèques et consentis à des propriétaires occupant le logement.
100	*a*)	Créances sur le secteur privé.
	b)	Créances externes sur les banques étrangères dont l'échéance initiale est égale ou supérieure à un an.
	c)	Autres créances sur les gouvernements étrangers.
	d)	Créances sur les sociétés commerciales appartenant au secteur public.
	e)	Immeubles, installations et autres immobilisations.
	f)	Investissements immobiliers et autres (y compris participations non consolidées au capital d'autres sociétés).
	g)	Instruments de capital émis par d'autres banques (sauf s'ils sont déduits des fonds propres).
	h)	Tout autre élément d'actif.

Source : Conseil économique du Canada, *Les marchés financiers canadiens et la mondialisation*, Canada, 1989, p. 119.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

sur les politiques de réglementation à concevoir pour le secteur financier. Pour les adeptes d'un marché efficient, une réglementation quelconque nuirait à la vitalité de l'industrie. Pour d'autres, tels Kareken et Wallace (1978), le gouvernement devrait simplement éviter l'inefficacité de la réglementation bancaire et faire en sorte que le ratio capital des banques soit librement déterminé par le marché.

Bien sûr, il y a ceux qui aimeraient voir une réglementation stricte sur le ratio de capitalisation, comme Furlong et Keeley (1987). Poursuivant l'analyse du sujet, Santomero observe que la réglementation sur le capital fait partie de l'histoire de la supervision des banques, mais connaît une certaine évolution. Au concept d'un simple ratio mesuré par le rapport du capital sur le total des actifs s'est vite substituée l'approche de différencier les actifs selon leur degré de risque. On en vient à retenir non pas tous les actifs dans la mesure du ratio, mais des actifs risqués. Le Federal Reserve System de New York propose dans ce sens la règle ABC (*analysis of bank capital*) en 1950. Mais, depuis ce temps, au dire de Santomero, « les autorités américaines tour à tour recommandent l'usage de simples ratios avec un minimum de réglementation et des ratios plus complexes impliquant une évaluation du risque de portefeuille ».

Les études de Kahane (1977), Koehn et Santomero (1980) tendent à démontrer l'existence de l'effet de déplacement de portefeuille vers des actifs risqués. De fait, une banque, à qui l'on ne demande qu'un faible ratio, aurait tendance à détenir plus d'actifs risqués dans le but de mousser sa rentabilité. La réaction inverse peut s'observer dans le cas d'un haut ratio. Ainsi, les banques vont chercher à contourner le ratio requis par des activités hors bilan. La recommandation du BRI, endossée par le Concordat de Bâle, et visant à pondérer les actifs selon leur degré de risque, ne constitue pas une bonne orientation. L'expression de Santomero mérite d'être rapportée :

> L'idée est simple, élégante et conceptuellement valide. Cependant, elle comporte deux handicaps. Premièrement, l'implantation d'un tel système, même s'il est à point et peut être mis en place avec des exactitudes, amène un déplacement du flux des fonds. Deuxièmement, le présent système n'est ni à point ni exact.

L'auteur explique que, d'une part, le choix des poids de pondération des actifs demeure tout à fait arbitraire et sans aucune justification. D'autre part, l'existence de ces poids de risque conduit inévitablement les banques à manipuler le système en choisissant les actifs d'une catégorie particulière. Encore faut-il être capable de juger du vrai degré de risque d'un actif ! Une autre considération qu'on a tendance à ignorer trop souvent, c'est le rôle même des banques dans l'allocation des crédits.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Un système de pondération des actifs peut conduire à une spécialisation des activités bancaires, contrairement au souhait qu'on peut raisonnablement faire de voir les banques canaliser les fonds vers les ménages et les entreprises de toute nature. À défaut d'un système de pondération de risques dans la mesure du ratio, quelles sont les avenues ?

Santomero passe en revue quatre principales options largement débattues. La première consiste à changer la structure de l'industrie bancaire en distinguant leurs entités : l'une chargée du financement au sens général, l'autre pour des activités bancaires à une échelle réduite. Cette dernière ferait l'objet d'une supervision plus étroite et ne détiendrait que des actifs relativement moins risqués, tandis que la première aurait plus de latitude dans ses opérations. Il est clair que cette solution va à l'encontre du mouvement d'intégration financière et de formation des conglomérats.

La deuxième option consiste à encourager les banques à avoir plus de capitalisation avec comme désavantage majeur d'avoir une industrie moins rentable pour les actionnaires. La troisième approche vise à favoriser l'émergence des grandes banques avec un bilan de béton tel qu'elles ne peuvent s'écrouler. Cette solution attirante dans son principe n'est pas conciliable avec les faits observables démontrant la présence de nombreuses firmes de taille modeste exploitant des créneaux spécifiques du marché.

Enfin, l'auteur propose de lier les réglementations sur le capital et celles sur les dépôts. Plus précisément, au lieu d'un taux d'intérêt fixe sur les dépôts, il faudrait plutôt adopter un taux variable ou à tout le moins traiter les dépôts de la même manière que les prêts, à savoir allouer des pondérations différentes selon le type de dépôts. La vulnérabilité des banques ne provient pas seulement de leurs prêts, mais aussi de leur engagement au niveau des dépôts, comme Dietrich (1991) l'a expliqué. Quoique cette dernière solution soit logique, elle n'a pas encore soulevé l'enthousiasme des législateurs.

Cet accord du Comité de Bâle de 1988 (accord 1988). initialement conçu pour s'appliquer aux banques des pays de l'OCDE, a très vite vu son impact débordé largement sa zone. En effet, après une décennie, cet accord est observé par environ 100 pays vers la fin de 1999. Les critiques sur les dispositions de l'accord en matière de normes de capital ont amené le Comité à entreprendre en juin 1999 une série de consultations en vue de l'amender. Une proposition de réforme, appelée « nouvel accord de Bâle » (*a new capital adequacy framework* ou *new framework*) a été rendue publique à la fin de 2001. De fait, alors que l'accord 1988 porte en priorité sur le montant total de capital des banques, le nouveau projet cherche à améliorer la sécurité et la solidité

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

du système financier en mettant l'accent sur les procédures de contrôle et de gestion interne des banques ainsi que sur le processus de supervision (Comité de Bâle, 2001, p. 1).

La structure du Nouvel accord comprend trois piliers : *i*) des règles de capital minimum ; *ii*) la supervision de l'adéquation du capital en conformité avec les analyses qualitatives ; *iii*) la discipline de marché (autodiscipline) basée sur la fourniture d'information fiable et juste à temps. Sur le premier pilier, le projet maintient le ratio de 8 %, mais avec des poids de pondération davantage liés à des risques de crédit et d'opération que ceux de l'accord 1988. Pour la mesure du risque de crédit, deux options principales sont recommandées : l'approche standard et l'approche d'évaluation interne (IRB). L'approche standard est similaire à celle de l'accord 1988, mais la pondération des risques est plus raffinée et se base sur une évaluation externe faite par une institution d'agence de crédit. Par exemple, les prêts aux entreprises n'auront plus un poids unique de 100 % de risque de crédit conformément à l'accord 1988, mais des poids variés de 20 %, 50 %, 100 % et 150 %. Sous l'approche IRB, une banque évaluera le risque de crédit de sa clientèle à partir d'une méthodologie analytique.

La proposition d'avoir recours à des agences externes de cotation de crédit pour allouer des poids de risque de crédit ne manque pas de soulever de vives controverses. On fait valoir que la cotation de ces agences n'est pas assez bonne pour évaluer le risque d'un pays, ou encore qu'elle vient renforcer la perception du marché. Par exemple, lorsque la crise asiatique a éclaté, la plupart des agences de crédit ont revu à la baisse la cotation des pays affectés, laissant ainsi entrevoir qu'elles risquent de suivre aveuglément le marché (CNUCED, 2001, p. 98-99). Quoi qu'il en soit, on prévoit la mise en œuvre de ce projet à compter de 2004.

Revenons à nouveau sur la question du contrôle des fonds propres et de façon générale, de la réglementation du système financier laquelle renvoie à un vif débat entre les partisans du marché libre et ceux prônant une intervention publique concertée. Selon Stiglitz (1999). « il y a évidence qu'on ne peut tolérer des crises […] et que nous devons adopter des politiques robustes contre toute menace à la nature humaine. » Le rapport de la Commission « Blue-Ribbon Bretton Woods », sous la supervision de Paul Volcker, ancien président de le Federal Reserve System, préconise une coordination plus étroite des politiques macroéconomiques entre les pays afin d'éviter la volatilité et le mauvais alignement des taux de change. Des auteurs, tels Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995). proposent de glisser quelques grains de sable dans les rouages de la spéculation financière (taxe Tobin). Garcia (1977) a publié un texte intitutlé « Protecting Banking Deposits » pour le compte du FMI. L'auteure, passant en revue les bienfaits et les désavantages d'un sys-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

tème d'assurance-dépôt, recommande « la mise en œuvre de réglementations opérationnelles, de procédures comptables appropriées, d'un système d'évaluation des prêts, d'un audit, de normes de supervision et d'une publication régulière des informations à l'intention des clients des banques ».

D'ailleurs, en raison de la crise mexicaine de 1994, de celle de l'Asie et de la Russie en 1997-1998, le FMI a porté une attention particulière sur la prévention de telles crises financières ainsi que sur la solidité du système financier international (voir le chapitre 5 qui porte sur le système monétaire international). Par exemple, au cours de l'exercice de surveillance de l'année 2001 auprès du G-7, le FMI approuve le système financier des États-Unis et apprécie leur nouvelle législation Gramm-Leach-Bliley Act. Le système financier du Canada et celui du Royaume-Uni reçoivent également l'approbation du FMI. La France est appelée à diminuer ses coûts d'opérations bancaires et à libéraliser davantage le secteur financier. L'Allemagne devrait mettre l'accent sur la privatisation de son secteur financier, tandis que l'Italie devrait veiller à une meilleure supervision de ce secteur. Le Japon est le seul pays du G-7 dont le système financier est jugé particulièrement vulnérable.

Le président du Federal Reserve System des États-Unis, Alan Greenspan, suggère une approche de marché qui favorise une meilleure solidité du système. Il propose une privatisation de la réglementation bancaire, prétextant que les politiques actuelles des gouvernements sont assez mal conçues et soulèvent le problème du « risque moral », lequel conduit les banques à prendre trop de risques. C'est apparemment cette politique de filet de sécurité qui est à l'origine de la débâcle des caisses d'épargne-logement aux États-Unis. Comme nous le rapporte la revue *Financial Times* (1997, p. 60), Alan Greenspan appuie sa position sur les leçons de l'histoire, c'est-à-dire que les faillites bancaires américaines sont moins nombreuses durant les périodes où elles sont faiblement réglementées. Le *Financial Times* précise que les faits historiques ne permettent pas de relier systématiquement l'instabilité financière et le degré de réglementation.

Au-delà de cette interprétation historique divergente, il est bon de rappeler certaines réalités. En effet, c'est la pratique du *free banking,* fortement discréditée au début du siècle, qui a cimenté la mise en place des banques centrales avec monopole d'émission de la monnaie et de prêteur en dernier ressort, notamment en Allemagne, au Canada, en Italie et même aux États-Unis, comme il est expliqué par Nyahoho (1995) et par Pentecost et Van Poeck (2001, p. 1-14). Que les institutions financières s'autodisciplinent, on ne peut qu'en convenir. Il se dégage cependant de plus en plus un consensus sur les mérites d'une coordination internationale du système de contrôle des opérations financières et

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

bancaires, comme le résume assez bien le directeur du FMI, Stanley Fischer (1998) : « les récentes crises du système financier dans les pays industrialisés et en développement ont provoqué un réexamen des mesures de prévention et d'action à prendre face à de telles crises. La clé de ces problèmes réside dans une amélioration du système de réglementation et de contrôle. »

Évidemment, il est permis de s'interroger sur l'efficacité des moyens de contrôle jusqu'alors proposés. Sur la taxe Tobin, Riggs et Velk (1999) considèrent que c'est une idée mauvaise et désuète. En effet, l'efficacité de la taxe Tobin dépend étroitement de la volonté de tous les pays à la mettre en place. Déjà, la plupart des banquiers y sont hostiles, prétextant qu'une taxe ne fait qu'attaquer le symptôme plutôt que la cause, et qu'il serait impossible de l'appliquer. Gardons à l'esprit que cette mesure peut aussi être contournée. De plus, il faudrait savoir à qui sera versé le revenu de la taxe puisqu'une transaction peut concerner plusieurs pays à la fois (on parle même de 6 pays !). Par ailleurs, le marché des changes ne risque-t-il pas de se déplacer d'un pays qui impose la taxe vers un pays qui ne l'impose pas ? La Grande-Bretagne, où s'effectue la majorité des transactions de change, est hostile à toute mesure de contrôle sur le flux des capitaux. L'Allemagne ne manifeste pas non plus d'enthousiasme face à cette idée de taxation. Quelle que soit l'efficacité de la taxe Tobin pour contenir les spéculations déstabilisantes de court terme, cette mesure n'assure pas nécessairement la stabilité des taux de change puisque les transactions de long terme sont peu affectées.

En ce qui concerne les activités de surveillance du FMI, nous savons aujourd'hui qu'elles sont lourdes de par la complexité et l'étendue des sujets abordés, ainsi que par le nombre de pays concernés. De plus, il semble que l'évaluation des experts du FMI sur la performance et la stabilité du système financier d'un pays ne soit pas meilleure que celle du marché. La crise argentine indique, à l'instar des crises antérieures, l'incapacité du Fonds à prévoir un tel événement. Bien que le FMI ait mis en garde la Thaïlande sur la vulnérabilité de son système financier et que les autorités compétentes n'aient pris aucune mesure de correction, le premier directeur adjoint du Fonds, Stanley Fisher (1998, p. 4). reconnaît lui-même que le FMI n'a pas su prévoir la virulence des effets de contagion et de généralisation de la crise thaïlandaise sur d'autres pays de la région (Corée, Indonésie…). Dans son rapport annuel de 1997, le FMI va jusqu'à considérer comme saine la politique macroéconomique de la Thaïlande et estime prudente celle de l'Indonésie, et cela à seulement quelques mois du déclenchement de la crise dans ces deux pays. De même, on se demande si le Japon prend les mesures requises pour assurer la stabilité de son système financier jugé déficient par le FMI au cours de l'exercice de surveillance de 2001.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Sur les dispositifs du Comité de Bâle en matière de fonds propres, nous avons indiqué un certain nombre de difficultés. Bien que le Nouvel accord cherche à tenir compte des mutations sur l'ensemble du secteur financier, notamment en incorporant à la fois les risques de crédit et les risques de marché, certains problèmes ne sont guère résolus, comme le souligne le FMI (1997). Il s'agit, en fait, *i*) *de la somme des risques* (on ne sait pas comment additionner les risques de marché et les risques de crédit pour obtenir une vue d'ensemble des risques d'un établissement) ; *ii*) *des risques non quantifiables* (risques juridiques, opérationnels ou de liquidités difficilement mesurables) ; *iii*) *du dilemme uniformité-flexibilité* (difficulté d'imposer des normes identiques à des pays ayant des règles comptables différentes) ; *iv*) *de la publicité sur le système de gestion des risques* (la fréquence de communication des informations, le volume d'informations à divulguer, le rôle des agences de cotation) ; *v*) *des informations déficientes sur des produits dérivés* (les données ne sont pas comparables entre les établissements financiers ni entre les pays).

Malgré la présence de ces divers problèmes, le nouvel accord de Bâle (tout comme l'accord 1988) présente l'avantage d'inciter les banques à se préoccuper de l'adéquation des fonds propres et à mieux gérer les risques. Le fait que l'accord 1988 est appliqué dans une centaine de pays est une preuve tangible de son utilité. D'ailleurs, la revue *The Banker* publie chaque année la liste des 1 000 principales banques au monde classées selon leur niveau de capitalisation, tout en indiquant le ratio capital/actif pondéré au sens de la BRI. Par exemple, sur les 100 premières banques du monde, de juillet 1996, seule la Banco do Brasil (classée au 99^{e} rang) présente un ratio inférieur à la cible de 8 % (5,7 %). En observant le cas des 25 premières banques, on relève 8 banques du Japon : Dai-ichi Kanygo Bank (5^{e} ; 9,40 %), Sumitomo Bank (7^{e} ; 9,20 %), Sanwa Bank (8^{e} ; 9,12 %), Mitsubishi Bank (9^{e}, 9,20 %), Sakura (10^{e}, 8,37 %), Fuji Bank (11^{e}, 8,36 %), Industrial Bank of Japan (16^{e} ; 8,59 %) et Bank of Tokyo (22^{e} ; 10,91 %)[6]. Toutes ces banques japonaises ont un ratio inférieur à celui des autres banques et de la liste des 25 premières, lequel ratio varie entre 10 et 15 %, à l'exception du Groupe Caisse d'épargne de Paris (15^{e} ; 20,74 %) dont le ratio est très élevé et à la Compagnie financière de Paribas (25^{e} ; 8,86 %). Une simple lecture du système de classement des banques permet de juger de l'adéquation de leurs fonds.

6. Le premier chiffre indique le rang occupé sur les 1 000 banques et le deuxième chiffre exprime la valeur du ratio capital/actif.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

En résumé, la complexité et la rapidité des transactions sur les marchés financiers provoquent certaines des crises des systèmes financiers. Les raisons pour lesquelles ces crises sont devenues plus fréquentes renvoient souvent à des politiques monétaires inappropriées, aux problèmes d'antisélection et de risque moral ou simplement à l'enthousiasme des intervenants sur le marché. Bien que la controverse entoure les solutions à apporter à ce problème des crises financières, il semble se dégager un consensus sur l'opportunité d'une coopération internationale en matière de contrôle et de réglementation des activités bancaires. Dans cette perspective, le Comité de Bâle a déjà accompli des progrès en mettant en œuvre l'accord 1988 sur l'adéquation des fonds propres des institutions bancaires.

Des propositions pour un nouvel accord de Bâle, visant pour l'essentiel à mieux tenir compte autant des risques de crédit que des risques d'opération, sont déjà formulées et seraient probablement en activité vers 2004. Bien entendu, il convient de garder à l'esprit qu'il est difficile, voire impossible, de trouver une solution à la fois flexible et uniforme. Mais les travaux du Comité de Bâle présentent au moins le mérite d'inviter les banques à se soucier davantage de la gestion des risques. Il est à souhaiter que la pression morale que ne manque pas d'exercer ce comité contribuera à mieux préserver la stabilité du système financier. Tournons notre attention sur une problématique toute aussi brûlante : la concurrence entre les devises.

1.3. Le phénomène de substitution ou de concurrence entre les devises

Outre son rôle d'unité de compte, une monnaie sert dans les transactions et, en permettant de différer celles-ci, constitue une réserve de valeurs ou d'actifs. L'internationalisation des marchés financiers, les facilités de transfert de capitaux et la tendance à la déréglementation relancent le débat sur le caractère substituable des devises. Plus précisément, deux questions sont souvent débattues :

a) les devises nationales peuvent-elles être utilisées sur des marchés locaux ?

b) une devise dominante peut-elle émerger ?

L'étude de Giovannini (1991) donne une réponse positive à la première question ; en voici brièvement l'explication. L'usage d'une devise doit être évalué en rapport à ses coûts de détention ou de conversion. Les agents économiques ont tendance à détenir des portefeuilles de devises ayant un coût de conversion minimum. À l'intérieur d'un pays

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ou d'une zone géographique, les transactions commerciales ou financières se font surtout entre agents de ce même pays. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les activités de l'euromarché sont essentiellement des transactions interbancaires, plutôt que celles d'individus ou de corporations non financières. Pour Melvin (1985, 1991) :

> […] le phénomène de substitution des devises de part et d'autre de l'océan n'est pas important. Les résidents japonais ne demandent pas de dollars. Mais dans les régions limitrophes ou les régions caractérisées par un haut degré de mobilité des personnes, de flux de tourisme et de commerce, comme c'est le cas en Europe, l'importance de substitution entre les devises peut retenir l'attention.

Giovannini explique que le coût de transaction donne un rôle local à une devise nationale puisque les employeurs et les employés à proximité les uns des autres font du commerce. Mais le choix de la devise locale est fixé par le gouvernement par le biais de sa réglementation. En effet, de nombreuses transactions à l'intérieur d'un territoire impliquent les gouvernements nationaux comme des impôts directs ou indirects à payer en devises nationales. L'auteur fournit quelques chiffres sur l'importance du revenu des gouvernements par rapport au stock de monnaie qui, par exemple, se situait entre 1980 à 1987 à 158 % en France, à 176 % en Allemagne et à 69 % en Italie. Une autre réglementation méritant d'être soulignée est l'obligation imposée aux banques de détenir des réserves en devises nationales. Ainsi, la caractéristique locale des transactions et le choix de devises du pouvoir politique font en sorte qu'une devise nationale peut être utilisée sur des marchés locaux. Cette analyse s'applique assez bien au contexte nord-américain. On ne peut prétendre aujourd'hui que le dollar canadien, en dépit de sa faiblesse par rapport à la devise américaine, disparaîtra du marché de Montréal, Toronto ou Vancouver et encore moins des régions éloignées comme Baie-Comeau et Val-d'Or.

On observe d'ailleurs, pour le consommateur canadien, que l'usage direct du dollar américain pour l'achat de biens et services locaux est relativement plus coûteux, à moins bien sûr d'effectuer auparavant la conversion de ces dollars en dollars canadiens auprès des institutions financières. Face au traité de libre-échange, qui facilite les mouvements de ressources, de biens et services entre les deux pays et le Mexique, le maintien et l'usage du dollar canadien relève clairement du domaine politique.

Sur la question de l'émergence d'une devise dominante, référons-nous une fois de plus à l'analyse de Giovannini. L'auteur identifie trois facteurs à prendre en considération : la taille de l'économie nationale, les coûts de transaction d'une devise et l'économie d'échelle. Plus la taille

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de l'économie nationale est grande, plus le volume du commerce international sera important et plus il sera nécessaire de mettre en place un système efficace de paiements. Conséquemment, les devises des grands pays (en termes de production et de commerce) ont une position dominante sur les marchés pour autant, bien sûr, que leurs coûts de transaction (frais de services de paiement, de conversion, de comptes-chèques…) ne soient pas prohibitifs. En général, il est reconnu que le coût du système de paiement décroît avec le volume des transactions. Par ailleurs, un pays largement ouvert verrait l'usage de sa devise nationale fort limité. Giovannini explique que des pays comme le Luxembourg, la Belgique, les Pays-Bas et l'Irlande, avec un ratio de la somme des exportations et des importations sur le PIB respectivement de 170 %, 133 %, 112 % et 112 % n'ont rien à gagner d'une politique de promotion de leurs devises respectives.

Dans le prolongement de ce débat sur la substitution entre les devises, il est question de distinguer les régimes de taux flexibles des régimes à parité fixe. Giovannini (1991), après une revue de la littérature sur le sujet, a exposé deux théories fondamentales : celle de Hayek et celle de l'hypothèse d'instabilité. Selon la théorie de Hayek, le système monétaire serait plus efficace si l'on permettait une concurrence entre les devises nationales flottant librement plutôt que d'introduire une devise commune. Il y a deux raisons à cela. Premièrement, il ne saurait y avoir d'unanimité quant à la politique à poursuivre par l'agence d'union monétaire. Deuxièmement, il n'est pas évident que les politiques de cette agence seraient meilleures que celles des autorités nationales. Le régime de flexibilité est requis pour permettre un ajustement des devises aux conditions du marché et ainsi obliger les autorités émettrices à être responsables de leurs politiques.

D'après Giovannini, Hayek a lui-même douté de sa théorie en ne lui assignant qu'une faible probabilité de concrétisation pour la simple raison qu'elle conduit à l'émergence d'une devise dominante et élimine les avantages de la concurrence. Faut-il, alors, concevoir un régime de parité fixe ? Hayek y répond à partir de la loi de Gresham qui se lit : « La mauvaise monnaie chasse la bonne monnaie. » Gresham observe qu'à partir du moment où l'or est devenu plus précieux, les usages industriels, les autorités monétaires s'en sont départies et l'ont remplacé par l'argent. Dans ce cas, la mauvaise monnaie (l'argent) a chassé la bonne (l'or).

En régime de parité fixe et de parfaite substitution entre les monnaies, une monnaie qui se déprécie aura aussitôt la faveur des débiteurs, ce qui confirme la loi de Gresham. Toutefois, en régime de taux flexibles, une monnaie qui se déprécie perd effectivement de la valeur d'échange

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et, conséquemment, sera moins en demande. Dans ce cas, la bonne monnaie chasse la mauvaise. La loi de Gresham ne tient donc qu'en régime de parité fixe, conclut Hayek. Les éléments en faveur de la concurrence entre les monnaies ou les devises sous un régime de flexibilité de taux de change sont ainsi réunis. En effet, avec le monopole d'émission, le gouvernement se voit libéré de la discipline d'offrir de la bonne monnaie et ne s'en soucie guère. Lorsqu'il y a présence de diverses monnaies, un régime de parité fixe ne fait que valider la loi de Gresham, ce qui génère de l'inflation.

Quant à l'hypothèse d'instabilité, elle consiste à soutenir que dans un régime de flexibilité, une concurrence entre les devises augmente le risque de volatilité des taux de change et génère des spéculations déstabilisantes. On comprend facilement que la théorie de Hayek, rejetée par cette hypothèse d'instabilité, puisse difficilement servir de modèle pour une réforme en profondeur du système monétaire international[7].

Cependant, le défi de cette réforme est de trouver un processus d'ajustement dont le fondement théorique repose sur des considérations autres que celle du marché ou du principe de la *main invisible* qui ne manque pas d'adeptes. Dans le débat sur l'accord monétaire de Maastricht visant à la création de la monnaie unique, l'euro, le Royaume-Uni s'est vivement opposé aux autres pays en s'abritant derrière la théorie de Hayek. Giovannini en rapporte les termes[8] :

> Les pressions sur les gouvernements afin de maintenir bas le taux d'inflation et d'accentuer la stabilité des devises seraient plus grandes en abolissant toutes les restrictions injustifiées sur l'usage des devises de la Communauté.
>
> Les coûts et les inconvénients de changer les devises de la Communauté seraient davantage réduits en s'attaquant aux barrières restantes, incluant celles qui affectent le développement des technologies, l'usage à meilleur coût d'un système de paiement plus convenable.
>
> Avec le temps, toutes ces mesures vont renforcer le processus de convergence des prix et la stabilité des taux de change.
>
> Le mécanisme de change du SME deviendra plus stable selon un processus naturel.

7. Voir notamment les travaux de Calvo et Rodriguez (1977). de Girton et Roper (1981) et de Kareken et Wallace (1981).
8. Propos tirés du document sur la position du Trésor britannique de 1989 sur l'Union monétaire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le rapport Delors n'était pas supposé et n'a pas non plus établi les gains économiques de cette transition vers la monnaie unique. Ces gains ne peuvent pas surpasser les risques économiques et politiques.

L'approche évolutive vise à maintenir les politiques monétaires nationales dans le but de renforcer le mécanisme de change du SME et permet une concurrence non inflationniste entre les devises au sein du Système monétaire européen.

La décision arrêtée par le traité de Maastricht pour la mise en place de la monnaie commune diverge bien entendu de la position britannique. Mais on peut se demander si le Royaume-Uni finira par rejoindre l'Union monétaire européenne. La difficulté de s'entendre au niveau mondial sur une monnaie unique ne manque pas déjà de soulever des débats que nous tenterons d'examiner au chapitre sur l'usage et les perspectives des DTS.

2. POLITIQUES FISCALES ET MONÉTAIRES EN ÉCONOMIE OUVERTE

Le débat sur l'orientation des politiques économiques ne date pas d'aujourd'hui et fait l'objet d'une dissertation élaborée dans les manuels de macroéconomie. La nécessité pour un pays de commercer avec ses voisins rapprochés ou éloignés confère à ce débat une intensité particulière. Il ressort des chapitres précédents que l'évolution dynamique des marchés financiers est marquée par des innovations, la déréglementation et l'internationalisation.

La question de l'efficacité des politiques monétaires et fiscales est d'autant plus importante surtout à compter du moment où le système monétaire international a glissé vers le régime de taux de change flexible. C'est à partir de ces observations qu'il nous apparaît utile de confronter les théories économiques de stabilisation à la réalité des faits afin de préciser les véritables enjeux. Dans cette optique, nous commencerons par exposer une analyse critique de l'approche traditionnelle du concept d'équilibre sur le marché des biens, de la monnaie et de la balance des paiements ; ensuite, nous soulignerons l'incompatibilité des objectifs de politiques. Le monétarisme est une théorie développée au début des années 1970. Après avoir eu le vent dans les voiles, elle s'est éteinte vers la fin des années 1980. Nous examinerons les causes de cet échec du monétarisme pour déboucher sur les avenues possibles. Enfin, nous examinerons le réalisme derrière la théorie des zones monétaires optimales.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.1. Concepts d'équilibre sur les marchés

L'évaluation des politiques de stabilisation fait apparaître la notion d'équilibre duquel l'économie tend à se rapprocher ou à diverger selon les chocs qu'elle reçoit. Des spécialistes se plaisent à démontrer l'existence et l'unicité du point d'équilibre. Il n'est pas dans notre intention d'exposer ici ces démonstrations, mais plutôt de tirer des renseignements de cette démarche analytique à partir des principes élémentaires. Dans les chapitres précédents, nous avons mentionné qu'un des principes fondamentaux de la balance des paiements est que le compte doit simplement *balancer*, c'est-à-dire que la somme du compte courant, du compte capital et des réserves ajustée des erreurs et omissions doit être nulle. Voilà la notion d'équilibre qui trouve son application sur le marché des biens et sur le marché monétaire.

Considérons d'abord le marché des biens, souvent vu comme la partie réelle de l'économie. Il s'agit, en fait, des dépenses publiques et privées de consommation d'investissement, c'est-à-dire le produit national tel que comptabilisé dans les comptes nationaux et qui peut être aussi évalué par l'approche de flux financiers (salaires, profits, rente…). Dans une économie de troc, la demande de biens et services coïncide avec l'offre, ce qui n'est pas du tout le cas d'une économie monétaire. De fait, la monnaie ne sert pas seulement de moyen d'échange, mais constitue un actif qu'on peut détenir. Conséquemment, avec la monnaie, il n'est pas nécessaire d'avoir simultanéité de l'offre et de la demande de biens. L'ouvrier vend son travail, reçoit un revenu monétaire qui peut être conservé pour acheter plus tard des biens déjà produits et disponibles sur le marché.

Ainsi, à tout moment, il peut arriver que la valeur des dépenses privées et publiques ne corresponde pas à la valeur de la production, c'est-à-dire qu'on aboutisse à une situation de déséquilibre. On parle de revenu d'équilibre, lorsque le revenu national est tel que la valeur des dépenses (demande) est égale à la valeur de la production (offre). Une situation de surplus (ou déficit) se crée advenant que la production soit supérieure (inférieure) à ce revenu d'équilibre.

Les diverses théories sur les fonctions de consommation, de l'hypothèse keynésienne au concept de revenu permanent de Friedman, en passant par l'approche du revenu relatif de Duesenberry ou du cycle de vie d'Ando Modigliani, identifient presque toutes le revenu disponible comme facteur déterminant et ne diffèrent l'une de l'autre que par la valeur des propensions marginales à consommer, surtout de long terme. On admet volontiers que plus le revenu disponible augmente, plus la demande de la consommation est élevée. Et comme le revenu disponible

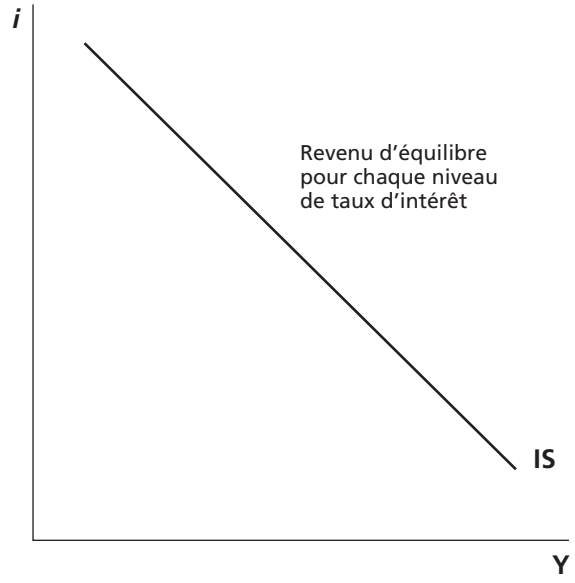
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

est une proportion du revenu national, il est facile de comprendre que l'on établisse une relation positive entre la consommation et le revenu national.

Parallèlement, diverses théories de détermination de l'investissement, dont l'approche d'efficacité marginale du capital, retiennent le taux d'intérêt comme variable explicative, dans le sens que les dépenses d'investissement varient inversement au niveau de ces taux. Ainsi un taux d'intérêt élevé crée une pression à la baisse des dépenses d'absorption (consommation + investissement) et ramène le revenu d'équilibre à un moindre niveau. Inversement, un taux d'intérêt bas entraîne un revenu d'équilibre plus élevé. De là, on conclut que sur le marché des biens, le revenu d'équilibre varie inversement au taux d'intérêt. C'est ce que les économistes conviennent d'illustrer par la courbe IS dans l'espace cartésien de taux d'intérêt et de revenu (figure 4.1) I pour *investissement* et S pour *épargne* (*saving*).

FIGURE 4.1
Équilibre sur le marché des biens



On démontre que la courbe IS dépend de la propension marginale à consommer (Pmc), du niveau de taxation (T_o) et des dépenses autonomes du gouvernement (G_o). De fait, plus la propension marginale à consommer est élevée, plus le revenu d'équilibre doit aussi être élevé et vice versa.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dans ce sens, l'épargne n'est pas nécessairement une vertu puisqu'elle risque de faire chuter le revenu national. L'effet des taxes est à l'opposé de celui de la propension marginale à consommer, c'est-à-dire négatif, alors que celui des dépenses autonomes publiques est positif. La courbe IS se déplace ainsi de gauche à droite selon les chocs de Pmc, T_o et G_o.

Sur le marché monétaire, le concept d'équilibre prévaut également. Il s'agit de la convergence de l'offre et de la demande de monnaie. Jusqu'ici, on considère que l'offre de monnaie est exogène et déterminée par l'autorité émettrice, c'est-à-dire la banque centrale. La demande de monnaie est endogène à l'économie et provient de deux principales sources : les transactions et la spéculation. La demande de monnaie, pour fins de transaction, est une fonction positive du revenu national. Plus la production augmente, plus il faut de monnaie pour la supporter, d'où le terme de *transactions* ou de besoin de trésorerie. Quant à la demande de monnaie de spéculation, elle dépend du taux d'intérêt, un indice du coût d'opportunité de la détention. Avec un taux d'intérêt élevé, le spéculateur gagnerait à garder sa monnaie dans un compte bancaire. La demande totale de monnaie dépend donc des deux variables de taux d'intérêt et de revenu national ; $[M_d = L(i, Y)]$ où M_d est la demande de monnaie ; Y le revenu et i le taux d'intérêt.

En égalisant l'offre de monnaie (en quantité fixe) et la demande de monnaie, on peut trouver le revenu national en fonction du taux d'intérêt. Comme la demande totale de monnaie varie avec le taux d'intérêt (effet spéculateur) et positivement avec le revenu national (effet transactions), on en déduit, du moins sous l'hypothèse de linéarité, que le revenu national est relié positivement au taux d'intérêt. Cette variation de revenu et de taux d'intérêt pour l'équilibre du marché monétaire est illustré par la courbe LM (où le terme L indique la liquidité et M la monnaie) (voir figure 4.2).

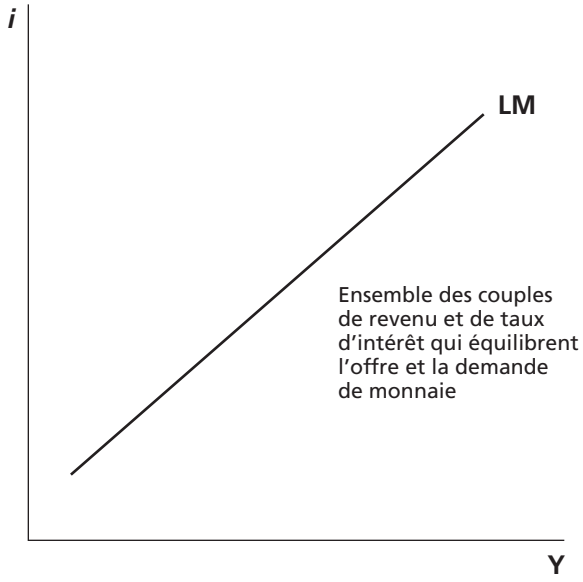
La forme de LM est sujette à controverse. Pour les classiques, elle est verticale, dans le sens où une hausse de M, conforme à la théorie quantitative où la vélocité est constante et où le revenu est de plein emploi, se répercute positivement sur le taux d'intérêt et laisse le revenu invariant. Dans la version de la trappe de liquidité de Keynes, la courbe LM est horizontale, c'est-à-dire que la demande de monnaie spéculative est infiniment élastique par rapport aux taux d'intérêt.

Nous en arrivons, à présent, à l'équilibre de la balance des paiements. Suivant le même schéma d'analyse que les marchés précédents, la balance des paiements se ramène à deux composantes principales : le compte courant et le compte capital et financier (en faisant abstraction

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des erreurs). On considère qu'une hausse de revenu génère des importations avec des incidences défavorables sur la balance commerciale, de là vient l'idée de considérer le compte courant comme une fonction du revenu national.

FIGURE 4.2
Équilibre sur le marché monétaire



Quant au compte capital et financier, l'hypothèse de ses variations en rapport avec le taux d'intérêt est généralement acceptée. Plus le taux d'intérêt est élevé, plus grand sera le compte capital, et ce, malgré le scepticisme des monétaristes.

En fin de compte, la balance globale des paiements dépend positivement des deux variables de revenu national et de taux d'intérêt. Comment alors se comporte le couple taux d'intérêt/revenu pour assurer l'équilibre de la balance des paiements ? Un haut niveau de taux d'intérêt amène un surplus dans la balance des paiements qui ne peut être compensé que par une diminution équivalente du compte courant, ce qui amène un niveau plus élevé de revenu national de façon à faire augmenter les importations. Le couple taux d'intérêt/revenu national doit alors bouger dans le même sens pour maintenir l'équilibre de la balance des paiements.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

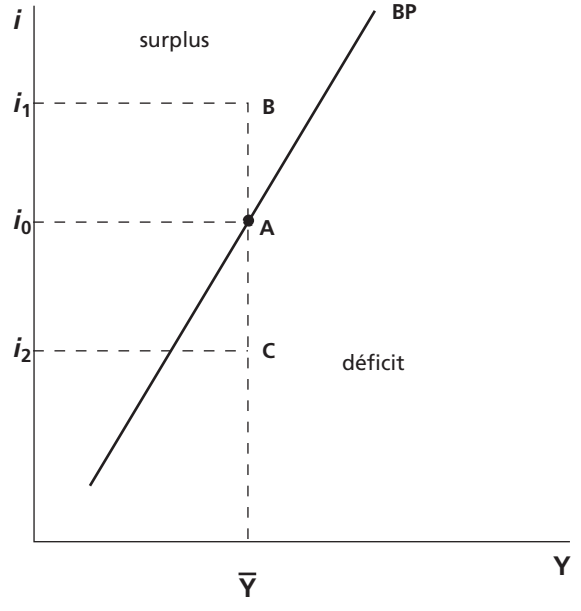
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le lecteur notera la difficulté d'interprétation de l'impact du revenu sur le compte courant tel qu'expliqué auparavant. Quoi qu'il en soit de la plausibilité de cette hypothèse, la variation positive du taux d'intérêt et du revenu pour fins d'équilibre de la balance des paiements est représentée par la courbe BP (le terme B pour balance, P pour paiements) (figure 4.3).

La courbe BP divise le quadrant en deux régions, celle de surplus, en haut de la courbe, et celle de déficit, en bas. Au point B, le taux d'intérêt i_1 est supérieur au taux i_0, mais avec un même niveau de revenu, d'où entrée de capitaux et surplus dans la balance. L'analyse inverse prévaut au point C.

Il ne s'agit plus, maintenant, que d'examiner les conditions d'équilibre simultané du marché des biens, de la monnaie et de la balance des paiements. À ce niveau d'analyse, on se doit de distinguer les régimes de changes fixes des régimes flexibles.

FIGURE 4.3
Équilibre de la balance des paiements



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

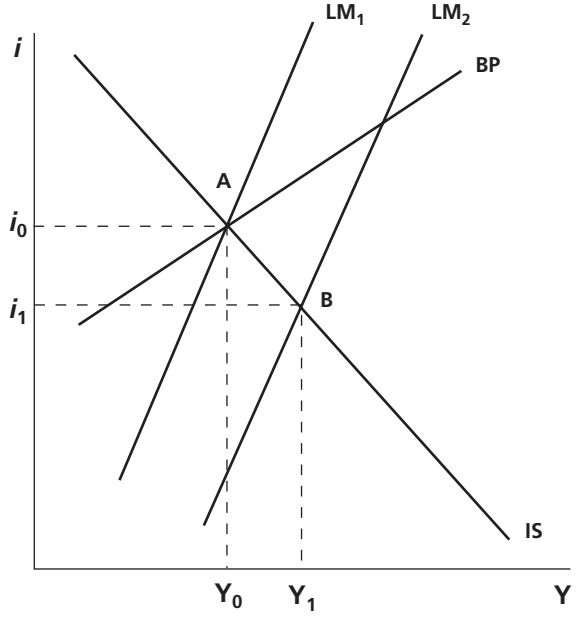
2.2. Politiques de stabilisation en régimes de parité fixe

Le comportement de la banque centrale (passive ou interventionniste) et le degré de mobilité des capitaux entre pays ont un effet perceptible sur l'efficacité des politiques. L'hypothèse d'une forte mobilité des capitaux conduisant à une égalisation des taux d'intérêt et celle d'une attitude passive de la banque centrale ne paraissent guère plausibles. Nous allons donc nous limiter au cas où le capital a une mobilité limitée, tout en étant flexible, malgré le courant d'internationalisation et en tenant compte de l'action de neutralisation des variations de réserves des banques centrales.

2.2.1. Efficacité des politiques monétaires

Supposons qu'au départ l'équilibre simultané est obtenu, au point A (figure 4.4). À la suite d'une pression de la demande, l'offre de monaie M est augmentée dans le but de faire baisser le chômage. La courbe LM se déplace vers la droite et coupe la courbe IS au point B. L'équilibre est assuré sur le marché des biens et sur le marché monétaire au point B, mais pas celui de la balance des paiements.

FIGURE 4.4
Efficacité de la politique monétaire en régime fixe



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Comme B se situe sous la courbe BP, on enregistre alors un déficit de la balance des paiements avec un taux d'intérêt bas et un revenu national Y_1 plus élevé lequel rehausse les importations. Le déficit comprime les réserves et fait diminuer à son tour la masse monétaire. La courbe LM se déplace à nouveau vers le haut vers sa position initiale. Ainsi, dans un régime fixe et sans intervention de la banque centrale, la politique monétaire s'avère inefficace.

Évidemment, la banque centrale, voyant ses réserves diminuer à cause de sa politique expansionniste, va tout de même chercher à neutraliser cette baisse. Dans le but de stérliser ces variations de réserves dues au déficit de la balance des paiements, la banque centrale peut racheter les bons du Trésor (les obligations gouvernementales) du public, diminuer le taux d'escompte ou abaisser les coefficients de réserves, en définitive, augmenter encore la masse monétaire et risquer de voir le processus s'éterniser. À l'opposé, l'application d'une politique monétaire restrictive, soit la diminution de la masse monétaire, pour contrer une poussée inflationniste amène un déplacement initial de la courbe LM vers le haut, un revenu national moindre et un taux d'intérêt plus élevé, d'où accumulation de surplus dans la balance des paiements. La hausse des réserves qui s'ensuit aura tendance à ramener la courbe LM vers sa position de départ. Une intervention de neutralisation de ces variations de réserves (vente des bons du Trésor, hausse du taux d'escompte et des coefficients de réserves obligatoires) diminue davantage la masse monétaire. En conclusion, dans un régime de parité fixe et de mobilité non parfaite des capitaux, la politique monétaire avec ou sans stabilisation de la banque centrale est simplement inefficace.

2.2.2. Efficacité de la politique fiscale

Les politiques fiscales revêtent diverses formes : variation des dépenses publiques pour l'achat de biens et services, lancement des grands travaux, investissement en capital physique ou humain… ainsi que les modifications dans la structure de taxation. Une politique fiscale expansionniste commande une hausse des dépeses publiques et/ou une baisse d'imposition alors qu'une politique restrictive demande le contraire. Considérons le cas d'une politique expansionniste de relance de l'économie dans le but d'augmenter le revenu national et de faire chuter le chômage.

Une hausse des dépenses publiques fait déplacer le point d'équilibre simultané A vers le point B (intersection de LM e IS_2) avec un i_1 et Y_1 plus élevé qu'auparavant, ce qui entraîne un surplus de la balance

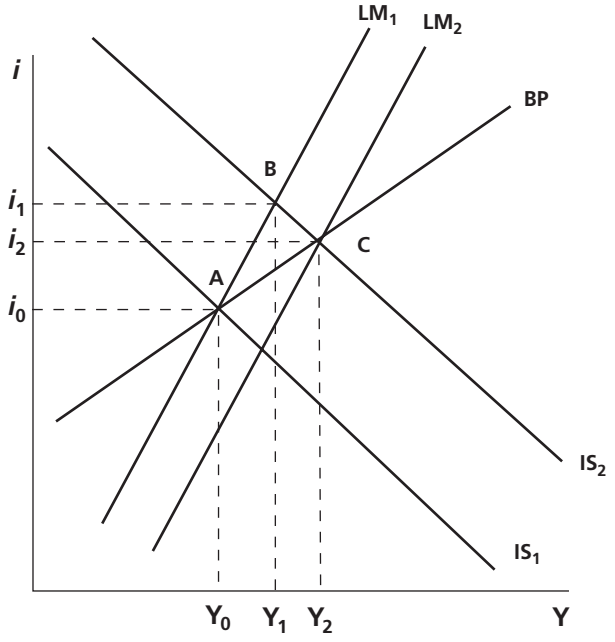
© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des paiements par l'entrée de capitaux en raison du taux d'intérêt élevé. Ce surplus de la balance grossit les réserves et fait donc augmenter la masse monétaire.

La courbe LM se déplace vers la droite de $LM_1 \rightarrow LM_2$ avec une possibilité d'équilibre simultané au point C tel que le revenu national correspondant (Y_2) est plus élevé que celui du point B (Y_1), s'il n'y a pas d'intervention de la banque centrale. Cependant, l'effet positif de ce déplacement d'équilibre peut être amoindri par le relèvement des taux d'intérêt qui risque de perturber l'investissement et la consommation. C'est l'hypothèse d'effet d'éviction (*crowding out*). Si la banque centrale neutralise les variations de réserves résultant du surplus de la balance des paiements, la coure LM demeure à sa position initiale et l'équilibre se retrouve au point B qui, néanmoins, reste instable et demande une intervention continuelle. Là aussi, l'effet d'éviction par la hausse des tauxd'intérêt n'est pas à écarter. En résumé, en régime de changes fixes, la politique fiscale peut être efficace si l'effet d'éviction est limité.

FIGURE 4.5
Efficacité de la politique fiscale en régime fixe



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

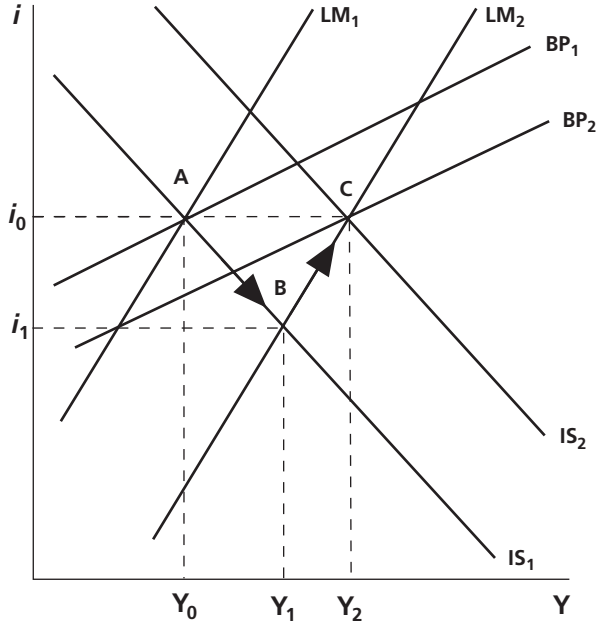
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.3. Politiques de stabilisation en régimes de taux flottants

Depuis déjà une vingtaine d'années, la conduite des politiques économiques reste attentive aux fluctuations des taux de change. On observe d'ailleurs que certains pays, comme le Canada et les pays membres du SME, se donnent une orientation claire en termes de stabilité de taux de change et des prix.

L'efficacité des politiques monétaires peut être évaluée selon l'approche graphique de Mundell. Une politique monétaire expansionniste (hausse du stock de monnaie) déplace la courbe de LM_1 à LM_2 et entraîne une hausse de revenu et un bas niveau de taux d'intérêt (i_1, Y_1) (figure 4.6). Dès lors, la balance des paiements se détériore et se répercute non pas tant sur les réserves, mais plutôt sur le taux de change qui se déprécie. Cette dévaluation stimule les exportations, comprime les importations et tend à rayer le déficit de la balance des paiements pourvu, bien sûr, que la condition Marshall-Lerner soit remplie. L'amélioration de la balance des paiements implique que la courbe BP se déplace vers la droite puisque l'équilibre de cette balance peut être obtenu avec un taux d'intérêt moins élevé qu'initialement.

FIGURE 4.6
Efficacité de la politique monétaire en régime flexible

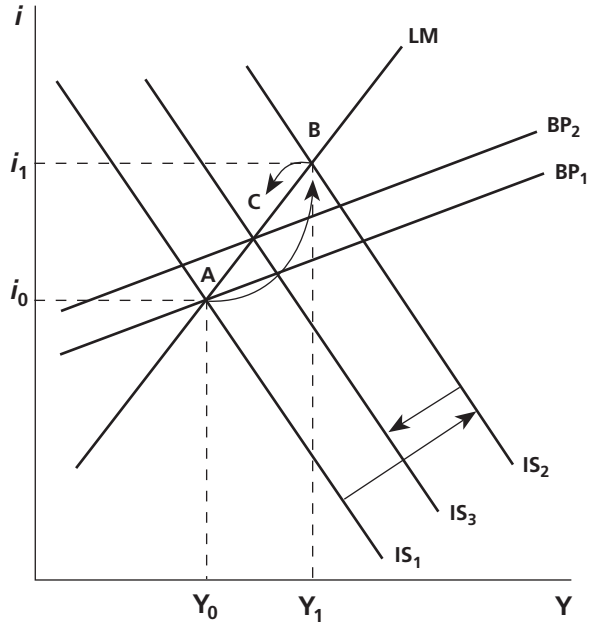


© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le chemin de parcours de l'équilibre simultané suite au choc monétaire passe du point A à B et possiblement à C comme étape finale. Dans cette situation, la banque centrale n'a pas à intervenir, et l'ajustement passe par les fluctuations du taux de change. Ainsi l'énoncé suivant peut être établi. En régime de changes flexibles et de mobilité imparfaite des capitaux, la politique monétaire semble efficace.

Qu'en est-il de la politique fiscale ? Elle s'avère inefficace pour les raisons que voici. Une politique budgétaire expansionniste résulte en un déplacement de la courbe IS_1 à IS_2 vers la droite. Le point d'équilibre passe du point A à B avec un couple taux d'intérêt/revenu national plus élevé $[(i_1, Y_1)]$ (figure 4.7). À la position B, on enregistre un surplus de la balance des paiements surtout généré par la hausse du taux d'intérêt qui, alors, contribue à une appréciation du taux de change.

FIGURE 4.7
Efficacité de la politique fiscale en régime flexible



Cette réévaluation du taux de change fait chuter les exportations et augmente le volume des importations, d'où détérioration de la balance des paiements, soit un déplacement vers le haut de la courbe BP ($BP_1 \rightarrow BP_2$). La chute des exportations ramène la courbe IS_2 vers le bas, soit à IS_3, sans exclure une étape finale d'équilibre simultané au point de départ

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

(position A) à cause, encore une fois, du maintien du taux d'intérêt plus élevé qui risque d'entraîner l'effet d'éviction, d'où l'inefficacité de la politique fiscale en régimes flexibles.

L'approche mundellienne exposée ci-dessus est sans doute utile pour la compréhension des politiques de stabilisation, mais elle souffre d'inexactitudes. Premièrement, l'analyse ne tient pas compte des diverses formes possibles des courbes IS, LM et BP. Nous avons mentionné auparavant que le courbe LM peut être verticale ou horizontale dépendamment de la version classique des théories monétaires ou de la trappe de liquidité keynésienne. Une courbe LM verticale signifie qu'il n'y a aucune possibilité de hausse de revenu à l'aide de politiques monétaires et fiscales.

Deuxièmement, la position relative de la courbe BP par rapport à LM est loin de faire l'unanimité. Tantôt la courbe BP est de pente plus aplatie que celle de la courbe LM (cas illustré et qu'on retrouve dans bon nombre de manuels économiques), tantôt c'est l'inverse. Un état de déficit peut changer du tout au tout selon la position relative des deux courbes LM et BP. Troisièmement, on suppose que l'offre de monnaie est exogène et dépend de la banque centrale, ce qui, nous le verrons un peu plus loin, est de plus en plus remis en cause. De plus, l'analyse mundellienne, reprenant à son compte le mécanisme des prix et du flux d'espèces, n'incorpore pas véritablement le comportement spéculatif sur les marchés de change (courbe en J).

Pour poursuivre ce débat sur les politiques de stabilisation, il convient d'examiner avec un peu plus d'attention la compatibilité des objectifs de gestion macroéconomique.

2.4. Compatibilité et conflits entre les objectifs de gestion macroéconomique

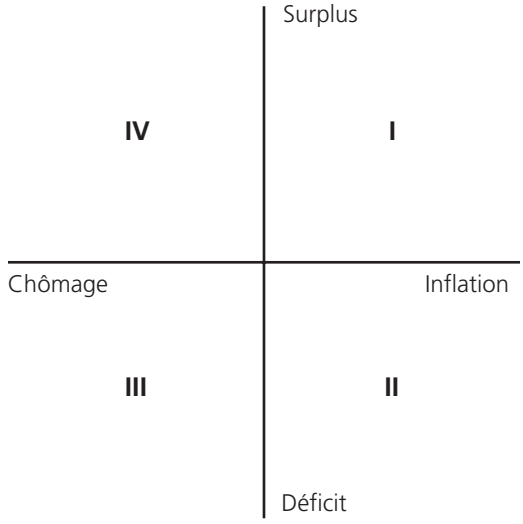
Les discussions du chapitre précédent ont porté sur l'efficacité des politiques fiscales et monétaires sans spécifiquement tenir compte de l'interrelation des objectifs poursuivis. En général, la gestion macroéconomique d'un pays vise deux objectifs principaux : l'un interne ou domestique, le plein emploi non inflationniste, et l'autre externe, l'équilibre de la balance des paiements. Plus particulièrement au niveau du compte courant, un pays souhaiterait exporter ses biens et services pour payer les importations. Quand une politique utilisée pour atteindre un objectif empêche l'atteinte d'un autre objectif, ces objectifs sont considérés comme incompatibles.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

De tels conflits peuvent subvenir entre les objectifs internes et l'équilibre externe. Par exemple, une politique restrictive qui élimine le déficit du compte courant peut avoir des incidences sur le chômage. Une représentation graphique permet d'illustrer la coexistence des objectifs internes et externes. L'axe des abscisses porte les cibles domestiques, soit l'inflation et le chômage de part et d'autre. L'ordonnée porte les cibles externes, surplus et déficit du compte courant. Il est évident que l'équilibre simultané des objectifs internes et externes se trouve à l'intersection des axes (figure 4.8).

L'ensemble est subdivisé en quatre quadrants ou régions. Rappelons que les exportations sont indépendantes du revenu domestique et fluctuent en fonction du revenu des pays étrangers, tandis que les importations varient positivement avec le revenu domestique.

FIGURE 4.8
Configuration possible des objectifs macroéconomiques



Aussi, est-il raisonnable que les autorités déterminent une politique au regard des objectifs internes et se soucient néanmoins de ses répercussions sur les objectifs externes et non pas l'inverse. De fait, des considérations électorales privilégient une politique de plein emploi et/ou de stabilité des prix aux yeux des citoyens, plutôt que la balance du compte extérieur, un concept qui ne fait pas d'habitude la une des journaux bien que l'impact soit réel et sans doute majeur. Tout en gardant à l'esprit cette observation, essayons de préciser la nature des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

conflits entre les objectifs. Il faut ici distinguer les régimes de changes fixes des régimes flexibles. Cependant, comme les résultats d'analyse ne varient pas selon la nature du régime de change, nous commencerons par cerner le cas des taux fixes, quitte à préciser par la suite les particularités des régimes de taux flottants.

Cas 1 : inflation avec un surplus

L'objectif de gestion devrait d'abord viser à freiner l'inflation, ce qui commande une politique restrictive, monétaire ou fiscale. Une politique de resserrement de la masse monétaire (rachat des obligations, hausse des réserves obligatoires, hausse du taux d'escompte…) relève les taux d'intérêt et attire l'entrée de capitaux, laquelle fait encore augmenter le surplus de la balance externe. Parallèlement, la hausse des taux d'intérêt comprime les dépenses d'absorption et fait baisser le revenu national. Cette baisse de revenu contribue aussi à augmenter le surplus du compte courant en freinant les importations. L'application d'une telle politique monétaire est certes anti-inflationniste mais génère davantage de surplus, d'où incompatibilité d'objectifs.

Peut-on alors utiliser une politique fiscale ? Un budget restrictif pour briser l'inflation amène une baisse de revenu et conséquemment une hausse de surplus de la balance externe par le biais d'une baisse d'importations. Cette politique fiscale restrictive prenant la forme de coupures des dépenses publiques ou celle d'une hausse de taxation n'affecte qu'à très long terme à la baisse les taux d'intérêt. L'effet revenu s'avère donc plus déterminant, d'où le caractère incompatible de cette politique.

Cas 2 : inflation et déficit

C'est notamment le cas actuel des pays en développement ou de celui de bon nombre de pays industrialisés au lendemain des crises pétrolières de 1973-1974 ou de 1979. Une politique monétaire restrictive pour juguler l'inflation permet d'annuler le déficit par le biais des taux d'intérêt élevés, qui favorisent l'entrée de capitaux et compriment l'absorption. Il en sera de même d'une politique fiscale restrictive. Les objectifs de stabilité des prix et de réduction du déficit sont dès lors compatibles.

Cas 3 : chômage et déficit

L'usage des politiques macroéconomiques pour combattre le chômage va aggraver le déficit. En effet, une politique monétaire expansionniste requise dans les circonstances conduit à une baisse du taux d'intérêt et

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

stimule la sortie des capitaux. La chute des taux d'intérêt relève le revenu national, ce qui détériore la balance du compte courant. Quant à une politique fiscale expansionniste, l'effet revenu n'améliore guère la balance extérieure. Cependant, il faut ici tenir compte de l'effet bénéfique probable de relèvement des taux d'intérêt sur le compte capital, mais qui peut malheureusement induire l'effet d'éviction sur le marché des biens. Il y a donc incompatibilité entre les objectifs de réduction du chômage et du déficit de la balance extérieure.

Cas 4 : chômage et surplus

Une économie qui se retrouve dans cette zone avec à la fois un chômage élevé et un surplus d'échange extérieur ne pose pas de problème d'incompatibilité de politiques d'ajustement. Une politique monétaire expansionniste réduit les taux d'intérêt et tend à annuler le surplus initial. De même, une politique fiscale expansionniste, par le biais de l'effet revenu, stimule les importations et affecte négativement le compte de la balance des paiements.

L'introduction de la flexibilité des taux de change ne modifie pas les conclusions de compatibilité ou d'incompatibilité des politiques de stabilisation selon les quatre zones de position de l'économie. Considérons, par exemple, le premier cas où l'inflation cohabite avec un surplus de la balance extérieure. Une politique monétaire restrictive pour briser l'inflation résulte en une hausse immédiate du taux d'intérêt dont l'impact sur le compte capital est positif. L'entrée de capitaux fait apprécier le taux de change, ce qui se répercute sur le flux des exportations et des importations. Toutefois, l'effet négatif de cette appréciation du taux de change sur le compte courant demeure incertain parce qu'il est, d'une part, lié à la condition Marshall-Lerner et, d'autre part, à cause de la spéculation des marchés financiers et de la fluidité du mouvement de capitaux qui dominent nettement le flux des marchandises. Encore faut-il préciser que la hausse du taux d'intérêt comprime les dépenses d'absorption et limite les importations.

Conséquemment, en régime de taux flexibles, une politique monétaire restrictive ne fait qu'augmenter le surplus au lieu de le diminuer. Une gestion budgétaire restrictive rend également incompatibles les objectifs de réduction d'inflation et de surplus. De fait, une diminution des dépenses publiques ou une hausse d'impôts affectent à la baisse le revenu domestique et améliorent le compte courant par la chute des importations. L'appréciation du taux de change qui s'ensuit a un effet toujours imprévisible et, de toute façon, ne se fera sentir qu'à long terme. Ce problème d'impact d'une flexibilité des taux de change se pose dans

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

les trois autres cas de position possible de l'économie. Le tableau suivant résume donc les diverses observations sur la compatibilité entre les objectifs économiques.

TABLEAU 4.3
Politiques de stabilisation et conflits entre les objectifs

Cas	Objectif domestique	Objectif de balance extérieure	Politique requise	Politique de balance extérieure	Relation entre politiques domestique et extérieure
1	inflation	surplus	restrictive	expansionniste	conflit
2	inflation	déficit	restrictive	restrictive	compatible
3	chômage	déficit	expansionniste	restrictive	conflit
4	chômage	surplus	expansionniste	expansionniste	compatible

En général, les pays de surplus du compte courant ont relativement plus de marge de manœuvre pour fins d'ajustement (Allemagne, Japon, Pays-Bas…) et manifestent peu d'empressement à réduire leur surplus. Les cas 1 et 4 du tableau 4.3, même en présence d'incompatibilité des objectifs, ne s'avèrent donc pas véritablement problématiques, sinon aux yeux des partenaires commerciaux. Les deux autres cas méritent quelques commentaires. La coexistence de l'inflation et du déficit (cas 2), tout comme celle du chômage et du déficit (cas 3), révèlent sans doute un manque de compétitivité de l'économie ou alors la persistance des facteurs structurels.

Les politiques domestique et de balance extérieure sont compatibles pour réduire à la fois l'inflation et le déficit du compte courant. Il est à noter que ces politiques sont de nature restrictive. Quant à la situation où chômage et déficit sont présents, il y a conflit des politiques interne et externe. Dans un tel cas, il y a matière à examiner avec plus d'attention les causes du chômage, la structure de production et les facteurs de compétitivité afin d'évaluer si les politiques monétaire et fiscale ne devraient pas être doublées de programmes spécifiques d'ajustement structurel. C'est justement ce que nous tenterons de faire au chapitre 6 portant sur les causes et les solutions à l'endettement des PVD.

Tout au long de cette évaluation de l'efficacité des politiques de stabilisation, une relation directe a été établie entre, d'une part, l'offre de monnaie et le revenu national et, d'autre part, entre les dépenses publiques, la taxation et le revenu national. Mais qu'en est-il réellement du sens de causalité de ces relations ? Plus particulièrement, l'offre de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

monnaie peut-elle être contrôlée ou s'ajuste-t-elle à l'économie dans le contexte des innovations financières ? Pour répondre à ces questions, nous avons jugé utile de revoir les fondements du monétarisme.

2.5. Échec du monétarisme et les orientations prévisibles

Une présentation détaillée des principaux courants de pensée économique aurait été certes utile, mais prendrait beaucoup trop de place dans cet ouvrage. La décennie 1970 a été dominée par la vague du monétarisme et des anticipations rationnelles qui très tôt s'est éteinte, à tel point, qu'il est naturel d'identifier autant les facteurs de son succès que ceux de son échec en les mettant en parallèle avec d'autres courants de pensée dans la mesure du possible.

2.5.1. L'analyse monétariste

Dès le début de 1970, les anticipations inflationnistes deviennent difficilement maîtrisables avec le déclenchement de la première crise pétrolière de 1973-1974 et l'augmentation du chômage. On énonce alors que la courbe de Phillips, si arbitrage il y a, s'est déplacée vers le haut, créant de sérieuses difficultés budgétaires pour les pays industrialisés. La gestion budgétaire contracyclique pseudo-keynésienne ne semble pas donner les résultats espérés. Une nouvelle recette de gestion économique émerge du campus de l'Université de Chicago grâce à Milton Friedman ; elle reçoit le nom de *monétarisme*, auquel s'ajouteront les *anticipations rationnelles*, *école de l'offre* (*supply side*)… En réalité, cette nouvelle recette de gestion reprend à son compte l'analyse néoclassique du XIX^e^ siècle qui eut pour pères Adam Smith, David Ricardo, Alfred Marshall… Autant la foi de cette nouvelle école en son modèle d'analyse est inébranlable, autant les solutions qu'elle préconise pour sortir de la stagnation économique sont alléchantes. Relevons brièvement l'essence de cette doctrine, si l'on peut dire.

De l'avis de Paul Samuelson, si l'on cherche à savoir si « la monnaie n'est pas importante » ou si « la monnaie importe », ou si « la monnaie importe le plus » ou si « seule la monnaie importe », le monétarisme est la doctrine qui se situe entre « la monnaie importe le plus » et « seule la monnaie importe ». La portée relative de cette théorie économique, du moins par sa mise en application par un bon nombre de pays contemporains, est telle qu'il y a lieu de savoir comment d'une économie de marché de biens suffisamment décrite dans le système walrasien, on est passé à une économie monétarisée et où le numéraire, c'est-à-dire la monnaie, est devenu en définitive l'élément principal de politique de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

stabilisation. En fait, au niveau idéologique, la position monétariste privilégie la concurrence sur les marchés et est en faveur du laisser-faire contre l'intervention des politiques déstabilisatrices. Les monétaristes pensent donc que les cycles économiques sont engendrés principalement par des politiques macroéconomiques non appropriées. Pour soutenir ces arguments, Friedman (1968), un des pionniers bien connu du monétarisme, s'est attaché à préciser le rôle d'une politique monétaire.

Ainsi, selon Friedman, le taux d'intérêt et le taux de chômage ne sont pas des indicateurs appropriés d'une politique monétaire. À court terme, une hausse de la masse monétaire a pour effet de réduire le taux d'intérêt, d'encourager l'investissement et d'augmenter le revenu : résultats tout à fait conciliables avec la théorie keynésienne. Par contre, Friedman observe qu'à long terme, on assiste à une montée des prix engendrée par une demande plus élevée de consommation. Comme les agents économiques viennent anticiper la hausse des prix, les débiteurs seront prêts à emprunter et les créditeurs exigeront, par conséquent, des taux d'intérêt plus élevés. C'est par ce mécanisme de transmission que Friedman examina les politiques monétaires historiques des États-Unis et du Brésil pour en arriver à la conclusion « qu'un niveau élevé du taux d'intérêt signifie que la politique monétaire a été expansionniste et qu'un niveau bas reflète le contraire ».

Pour que le taux d'intérêt soit maintenu à un niveau relativement bas, il faudrait que le taux de croissance de la masse monétaire augmente sans cesse, ce qui est inflationniste. En ce qui concerne le marché du travail, l'analyse de Friedman distingue le salaire réel du salaire nominal, une distinction particulière qui ne se retrouve pas dans la courbe traditionnelle de Phillips. Ainsi, une hausse du taux de croissance de la masse monétaire aura pour effet immédiat d'augmenter la production et de réduire le taux de chômage. Cependant, à long terme, les prix se réajustent à la hausse. Comme l'élasticité-prix par rapport à la demande est plus forte que l'élasticité-prix par rapport aux facteurs de production dont le salaire, l'avoir monétaire réel des travailleurs va diminuer.

Conséquemment, en anticipant la hausse des prix, les travailleurs exigeront des salaires plus élevés, ce qui fera remonter le taux de chômage. Apparemment, selon Friedman, le fonctionnement de ce marché du travail s'est déjà illustré au Brésil. Par analogie à l'analyse sur le taux d'intérêt, pour maintenir un taux de chômage à un bas niveau, il faudrait que le taux de croissance de la masse monétaire augmente sans cesse, ce qui est également inflationniste. En 1968, Andersen et Jordan du Federal Reserve System ont étudié l'impact relatif des politiques fiscales et monétaires. Leur conclusion, tirée des modèles économétriques, établit que « l'activité économique réagit de façon plus prévisible, plus

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

grande et plus rapide aux politiques monétaires qu'aux politiques fiscales ». Dans ce modèle d'Andersen-Jordan, le multiplicateur monétaire au bout d'un trimestre et à la fin d'une année est respectivement de 1,6 et 6,6 contre 0,4 et 0,1 pour celui des dépenses publiques. Des travaux réalisés par Friedman et Schwartz (1963) aboutissent aux mêmes conclusions qu'Andersen-Jordan sur l'importance relative des politiques fiscales et monétaires.

De plus, en observant l'historique du taux de croissance de la masse monétaire aux États-Unis, Schwartz et Friedman trouvent qu'entre 1929 et 1939, la réduction de 35,2 % dans l'offre de la monnaie contribua à une baisse de l'ordre de 50 % du produit national brut. Il y a donc une relation très étroite entre la croissance de la masse monétaire et le PNB. Par ailleurs, d'après les monétaristes, les politiques fiscales sont inefficaces, bien qu'elles puissent modifier la composition du PNB et la structure des taux d'intérêt (effet d'éviction ou *crowding out*). Karl Bruner (1972) abonde en ce sens en soutenant que la politique fiscale est perverse puisque le déséquilibre dans le portefeuille des actifs qu'elle engendre a une répercussion très défavorable sur l'activité économique.

Par ailleurs, Friedman constate que « l'inflation est la résultante d'une surabondance de la monnaie pour peu de biens et pour la réduire, il faut ralentir le taux de croissance de cette monnaie. Cependant, à chaque fois que la masse monétaire diminue, on observe qu'une récession s'ensuit après une période de 13 à 15 mois : c'est ce qui est arrivé en 1949, 1957 et 1970. » Cette considération fait dire aux monétaristes que ce qui importe, c'est le stock de monnaie, dont l'usage judicieux doit prévenir l'inflation et les dépressions. Pour ce faire, la solution optimale est d'accroître modérément la masse monétaire à un taux constant tout en évitant particulièrement les mouvements brusques. À la lumière de ce qui vient d'être exposé, on constate que la méthodologie empruntée par les monétaristes peut être qualifiée de positiviste : on cherche à expliquer les faits par les faits. De plus, l'objectif est prévisionnel puisque l'on détermine l'impact des politiques, les multiplicateurs afférents et la stabilité des prix à l'aide des modèles économétriques. Par ailleurs, l'approche est historique (examen de l'évolution des politiques monétaires aux États-Unis et au Brésil…).

Bref, sans pour autant se perdre dans des explications supplémentaires, disons que les monétaristes, avec encore une fois une perspicacité exemplaire, considèrent qu'à l'heure des mouvements importants de capitaux, tant sur le marché domestique qu'au plan international, une saine gestion de la politique économique devrait être orchestrée de façon à contrôler la hausse des prix et à briser les anticipations inflationnistes. Les banques centrales devraient faire preuve de prudence de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

peur d'être considérées comme des planches à billets, minant la confiance des ménages et des investisseurs. Une fois que les prix redeviendront stables, la croissance économique emboîtera le pas, du moins à long terme. En voilà assez pour saper le moral des économistes dits « keynésiens ».

La proposition des fiscalistes va exactement à l'inverse de celle des monétaristes ; c'est-à-dire que l'activité économique en terme réel est très instable de sorte qu'elle est peu influencée par la politique monétaire. Dans une approche historique similaire à celle utilisée par les monétaristes, les fiscalistes relatent des faits prouvant l'efficacité des politiques fiscales. Ainsi, Arthur Okun, président du conseil économique des États-Unis, déclarait qu'en 1965 la consommation personnelle avait augmenté de 45 milliards de dollars par rapport à 1963, à la suite d'une réduction appréciable des impôts. Evans (1969) observait le même phénomène en disant « *the tax cut of 1964 should have convinced the last remaining skeptics that discretionary fiscal policy can be effective* ». Modigliani (1977), dans sa réplique aux monétaristes, constate que les périodes 1971-1974 et 1972-1975, où le taux de croissance du stock de monnaie était relativement constant, ont été les plus instables de l'histoire économique américaine. Aussi, Modigliani note que l'existence des stabilisateurs automatiques tels qu'analysés par Keynes ont contribué à réduire des trajectoires importantes de l'activité économique.

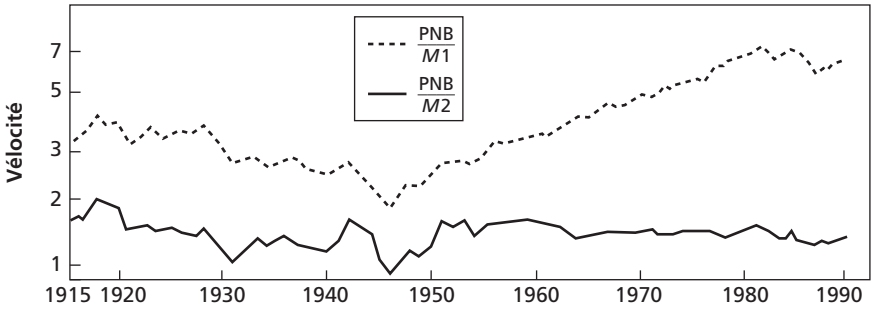
Au niveau théorique, les fiscalistes considèrent que dans la théorie d'équation des échanges où MV = PY, la vélocité V ne pourrait être indépendante du taux d'intérêt comme le prétendent les monétaristes. Comme la demande de monnaie est fonction du taux d'intérêt et de la production, la vélocité V est alors dépendante du taux d'intérêt. Advenant, par exemple, que les taux d'intérêt soient modifiés à la hausse par une politique fiscale, les agents économiques préféreraient économiser leurs avoirs monétaires et la vélocité augmenterait. Compte tenu de ces facteurs, l'effet d'éviction ne pourrait se produire qu'en admettant que la vélocité V est indépendante du taux d'intérêt ; ce qui n'est guère établi empiriquement. D.E. Bond et R.A. Shearer (1972) ont examiné la variation de la vélocité V et le taux de rendement sur les billets du Trésor du Canada, pour conclure sur leur relation positive[9]. La figure 4.9 indique qu'aux États-Unis, l'hypothèse de fixité de la vélocité n'est guère plausible.

9. Voir David Bond et Ronald Shearer (1972). *The Economics of the Canadian Financial System*, Prentice-Hall, 441-442.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Une autre critique importante à l'endroit des monétaristes concerne leur modèle économétrique de dérivation des multiplicateurs. Ces modèles, généralement de formes réduites (système avec peu d'équations), ne sauraient fournir une réponse adéquate quant aux liens de causalité entre les variables. En fait, bon nombre d'études empiriques démontrent qu'il y a une interaction entre la monnaie et l'activité économique, surtout à court terme et pour des cycles de faible amplitude.

FIGURE 4.9
Évolution de la vélocité – États-Unis



Source : Economic Report of the President.

2.5.2. La mise en échec du monétarisme

L'attaque faite à l'école monétariste a donné lieu à de nouvelles tendances dites *néokeynésiennes* : des théoriciens néokeynésiens du déséquilibre, des keynésiens bâtards, des keynésiens éclectiques, des quasi-keynésiens, des nouveaux keynésiens et des postkeynésiens (avec ou sans trait d'union)[10]. Cette panoplie de courants de pensée ne fait que confirmer leur désarroi face aux arguments-chocs des monétaristes, lesquels ont connu des moments de gloire jusqu'à la crise de 1981-1982.

Kaldor (1989) est un des éminents économistes les plus critiques du monétarisme. Il souligne qu'il est tout à fait surprenant qu'une telle doctrine fondamentalement fausse ait pu remporter autant de succès en moins de quelques années. L'analyse de Kaldor porte autant sur la théorie que sur des faits empiriques. Au niveau théorique, Kaldor relève deux

10. Voir Louis Ascah (1984) : « Néo-keynésiens à la Friedman-Lucas ? » *L'Actualité économique*, vol. 60, n° 1, mars.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

erreurs principales dans l'analyse monétariste et soutient, pour reprendre ses propres expressions : « Pendant que le premier et le plus important credo du monétarisme est que l'offre de monnaie est toujours exogène, le second et également le plus important credo est de percevoir la demande de monnaie comme une proportion stable du revenu et indépendante des variations des taux d'intérêt. »

Or, le premier credo est absurde puisqu'en réalité l'offre de monnaie est endogène. Kaldor remet ici en cause le sens de causalité de l'offre de monnaie et des prix et considère que le monétarisme a, à cet égard, mal utilisé l'équation des échanges (MV = PT) qui s'applique davantage à une économie de monnaie-marchandise (or, argent…) plutôt qu'à une économie de monnaie fiduciaire de papier ou de ce qu'il appelle monnaie crédit (*credit money*). Il semble bien que les initiateurs de la théorie, tels David Hume et les néoclassiques (Walras et Marshall), se réfèrent à l'or comme le déterminant de la monnaie en circulation. L'idée de distinguer une économie de monnaie-marchandise d'une économie de monnaie fiduciaire s'explique aisément. Dans le cas de monnaie-marchandise, en l'occurrence l'usage de l'or ou de l'argent, l'offre de ces monnaies est effectivement exogène compte tenu de ses coûts d'extraction et de production. L'autorité émettrice ou la banque centrale peut facilement contrôler la disponibilité de ces métaux.

Pour une économie de monnaie crédit, Kaldor soutient que « les variations de l'offre de cette monnaie sont toujours une conséquence et non la cause de la variation de la valeur monétaire des transactions courantes ». Ainsi, l'offre de monnaie s'ajuste à la demande, c'est-à-dire est endogène, contrairement à l'analyse monétariste et à l'analyse classique. L'explication de Kaldor sur la caractéristique endogène de l'offre de monnaie n'est pas assez convaincante puisque les banques centrales ont la pleine latitude d'imprimer les monnaies. Il importe peu si l'offre de monnaie est le reflet ou la cause des transactions à partir du moment où l'organisme émetteur peut, par ses propres décisions, influencer cet agrégat. Mais l'hypothèse de Kaldor prend véritablement son sens dans un contexte d'innovations financières, de déréglementation et d'internationalisation des marchés financiers.

Plus précisément, les agrégats monétaires M_1, M_2, voire M_3 perdent aujourd'hui leur signification. De plus en plus d'observateurs soulignent cette réalité. Moore (1989) constate « qu'à court terme la création du stock de monnaie résulte d'une interrelation complexe entre les ménages, les entreprises, les institutions financières, le Trésor et la Federal Reserve. Dans le monde réel, les banques accordent d'abord des crédits et cherchent par la suite à détenir des réserves. » Plus encore, selon le même auteur, la variation procyclique du stock de monnaie et

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

le revenu national sont des évidences. Pour sa part, Guttmann (1989) observe que la Federal Reserve a perdu le contrôle sur le stock de monnaie quand elle a abandonné, en octobre 1982, l'indicateur M_1 comme objectif de politique monétaire.

Toujours selon Guttmann, les innovations financières ont entraîné la désuétude du monétarisme, d'autant plus que la vélocité, loin d'être constante, a beaucoup fluctué au cours des années 1980. La revue *The Economist* (1993) rapporte les propos d'Alan Greenspan, président de la Federal Reserve selon qui « l'agrégat monétaire n'est plus un indicateur fiable de politique. La Federal Reserve va prêter de moins en moins d'attention au stock M_2. » Solomon (1989) est encore plus convaincant quand il révèle que durant les onze premiers mois de l'année 1981 l'agrégat M_1B, ajusté des effets des nouveaux comptes « NOW », a augmenté de l'équivalent d'un taux annuel de 2,5 % contre 10,1 % pour M_2 et 11,1 % pour M_3. Solomon conclut que cet énorme écart entre M_2 et M_1B est inhabituel et rend impraticable la théorie monétariste.

De plus, l'auteur énumère trois principales causes de la difficulté de mesurer le stock de monnaie. La première est celle de l'impact des innovations financières qui réduisent la demande conventionnelle des instruments à taux fixe. La deuxième raison est le déplacement de portefeuille des ménages et des entreprises vers des comptes apparentés à des agrégats monétaires plus élargis. Enfin, la troisième raison est la difficulté d'évaluer la sensibilité de la demande de ces agrégats élargis suivant les variations des taux d'intérêt. Il n'en faut pas davantage pour que Solomon juge inapproprié de se fier sur quelques agrégats pour la conduite de politiques monétaires. Il conclut : « Mon propre instinct est qu'il n'y a pas une seule approche de politique monétaire qui est meilleure en tout temps et en tout lieu […] Le monde dans lequel nous vivons, après cette vague d'innovations et de déréglementations, est à certains égards plein d'incertitudes. »

Revenons à l'analyse de Kaldor sur l'expérience américaine et britannique de la pratique du monétarisme. Les résultats sont simplement désastreux. D'abord, aux États-Unis, avec l'arrivée de Volcker à la présidence de la Federal Reserve, les instruments de politique monétaire basés auparavant sur l'usage des taux d'intérêt et des opérations de marché public et la politique de réserves obligatoires sont passés, en octobre 1979, aux taux de croissance des agrégats monétaires, en l'occurrence M_1 et M_2. Mais aussi étonnant que cela puisse paraître, le taux de croissance de l'offre de monnaie, au lieu d'être stable, a montré une forte amplitude.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

De plus, les taux d'intérêt et l'inflation ont augmenté considérablement, d'où la crise économique de 1981-1982. Quant à l'expérience britannique sous le gouvernement conservateur de Madame Tatcher, porté au pouvoir en mai 1979, Kaldor indique qu'après un an de monétarisme, l'offre de monnaie M_3 (agrégat plus élargi) au lieu de croître à taux planifié de 7 % à 11 %, augmente de 22 % et s'accompagne d'une forte hausse des prix. Apparemment, cette hausse des prix s'explique par un virement de la fiscalité de taxes directes vers des taxes indirectes, le relèvement des taux hypothécaires ainsi que les mesures de charges supplémentaires sur les repas à l'école. Par ailleurs, il est devenu évident que la politique des hauts taux d'intérêt est inflationniste, puisqu'elle provoque une hausse des coûts d'investissement et de production.

Le Royaume-Uni finit par sombrer durant la première moitié des années 1980 dans une crise économique encore pire que celle de la Grande Dépression de 1929-1932. À la différence du gouvernement américain de Reagan, qui a accumulé des déficits budgétaires records, le gouvernement Tatcher n'a pas véritablement cédé à des politiques fiscales expansionnistes. À la lumière de ces faits, et confronté à la mésadaptation du monétarisme, Milton Friedman, après avoir reconnu le caractère endogène de l'offre de monnaie, a tout de même qualifié d'incompétentes autant la Federal Reserve que la Banque d'Angleterre. Kaldor explique que le pionnier de l'école du monétarisme devrait réviser sa théorie pour inclure spécifiquement les critères de compétence nécessaires à sa mise en œuvre.

Le scepticisme à outrance sur l'impact des politiques fiscales relève beaucoup plus du niveau idéologique que de vérifications empiriques. Il est donc souhaitable que la fonction de contrôle de l'offre de monnaie s'allie avec les autres moyens de stabilisation tels que le levier fiscal et les programmes d'ajustement structurel. Face à cette réalité, chacune des banques centrales a tendance à considérer que ses attributions touchent le contrôle de la masse monétaire et non la politique globale. L'inconvénient de cette répartition des responsabilités est qu'il y a interaction entre les diverses politiques de stabilisation. Un lourd déficit budgétaire pourrait entraîner une politique monétaire restrictive qui, à son tour, engendrerait du chômage.

L'objectif ultime du système économique est toujours le même, à savoir la croissance sans inflation et l'équilibre de la balance des paiements. Il serait salutaire qu'un mécanisme de consultation formelle soit établi entre les unités fonctionnelles de l'appareil d'État afin de déterminer à court et à long termes les diverses politiques fiscales et monétaires devant orienter le pays. La conduite de la politique monétaire dans la nouvelle conjoncture d'internationalisation des marchés, loin d'être mécanique, devient un art.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

De l'avis de Lamfalussy (1985), alors directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), la globalisation des marchés, les innovations financières permanentes ainsi que le processus engagé de déréglementation rendent malaisée l'explication d'une politique monétaire fondée sur des règles précises.

> J'espère que j'ai été suffisamment clair en disant que dans le monde actuel, je ne crois pas en une politique monétaire fondée sur des règles mécaniques. Il est difficile de définir de telles règles et parfois impossible de les appliquer, et même irresponsables de s'en tenir à ces règles. La voie à suivre est quelque part entre les extrêmes, c'est-à-dire des règles appliquées avec pragmatisme et discrétion. Franchement, il est plus facile de parler ainsi que de le mettre en application, mais la politique monétaire, comme toute autre politique, ressort du domaine de l'art et non de la science.

Enfin, la spéculation grandissante sur les marchés financiers et l'incapacité de chacune des banques centrales, prise individuellement, d'influencer les cours du marché font de la politique monétaire un terrain propice à la coordination entre les pays.

La politique monétaire dans un régime de taux de change flottants : L'expérience canadienne

[…] Au début, nous étions presque les seuls à avoir un régime de change flottant, au moment où le système de Bretton Woods de parités fixes, encore qu'ajustables, était la norme. Toutefois, il convient de se rappeler qu'en 1950 le Canada avait déjà entrepris de sortir son système économique du carcan des contrôles des changes et des capitaux hérité de la guerre. Ce corset était même complètement démantelé à la fin de 1951. Peut-être le Canada est-il resté le seul pays à avoir, à l'époque, des taux de change flottants précisément parce qu'il avait aboli ces contrôles bien avant la plupart des autres pays. C'est généralement beaucoup plus tard que ceux-ci ont commencé à gérer leurs affaires économiques dans un climat de liberté plus stimulant, certes, mais aussi plus exigeant […]

Pendant la première moitié des années 1970, la Banque a cherché à établir, à l'instar d'un assez grand nombre de banques centrales, si des cibles d'expansion monétaire pouvaient fournir un tel point d'ancrage. Dès 1975, la Banque a axé sa politique monétaire au sens étroit M_1. L'intention de la Banque était d'orienter son action de façon à ramener progressivement l'expansion de M_1 à des niveaux compatibles avec de bas taux d'inflation. Mais au début des années 1980, M_1 a clairement perdu de sa valeur comme cible d'expansion monétaire sous les pressions de l'innovation financière. Avant même que cela ne se produise, on s'était rendu compte que l'évolution de M_1 ne constituait pas un guide particulièrement utile pour

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

la réduction de l'inflation. En effet, en raison de la très grande sensibilité de la demande de M_1 aux variations des taux d'intérêt, l'augmentation de taux nécessaire pour que soit respecté le rythme d'expansion visé pour M_1 était trop faible pour prévenir l'émergence de pressions du côté de la demande susceptibles d'entraîner une montée de l'inflation. C'est ainsi que la Banque du Canada s'est retrouvée, au début des années 1980, au même point que dix ans plus tôt. Avec peut-être, toutefois, une différence de taille. Ayant connu par expérience les dommages causés par la montée inflationniste des années 1970 et du début des années 1980, elle avait une bien meilleure idée des dangers qu'il y avait à laisser l'inflation s'enraciner dans l'économie.

Cela étant, la Banque s'est fait un point d'honneur, depuis le milieu des années 1980, de souligner de façon explicite que la réalisation de la stabilité des prix constituait l'objectif fondamental approprié de la politique monétaire. En ce qui concerne la voie à emprunter pour réaliser cette stabilité, nous n'avons pas jugé bon de rétablir de cible intermédiaire fondée sur l'expansion monétaire. Non parce que nous nous opposons en principe à l'adoption de telles cibles, mais plutôt parce que rien ne nous prouve que les agrégats monétaires seront suffisamment fiables au Canada pour remplir le rôle exigeant de cibles explicites. Nous suivons cependant de près les agrégats monétaires en tant qu'indicateurs de l'évolution de la demande et de l'inflation. Nous les surveillons tout comme nous surveillons les autres indicateurs économiques et financiers que les macroéconomistes nous conseilleraient d'examiner avant de décider de la nature et du moment de nos interventions sur les marchés monétaires.

Mais nos choix en matière de politique monétaire sont motivés par la nécessité de veiller à ce que toutes les mesures que nous prenons contribuent réellement à améliorer au fil du temps la tenue de l'inflation et, par conséquent, à renforcer la confiance en la monnaie. C'est là le point d'ancrage de notre politique monétaire.

Une innovation récente à cet égard a été l'établissement par la Banque du Canada, au début de 1991, conjointement avec le gouvernement, des cibles de réduction de l'inflation. En adoptant cette mesure, les autorités monétaires ont voulu réaffirmer que la politique monétaire était fermement engagée dans la voie de la réduction de l'inflation et de la restauration de la stabilité des prix.

Je vais maintenant passer à la place qu'occupe le taux de change dans notre politique monétaire. Comme la stabilité des prix est l'objectif fondamental de cette politique, il va de soi que le taux de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

change ne peut pas en constituer également une cible stratégique. Mais dans une économie ouverte comme celle du Canada, le taux de change est néanmoins une variable importante pour la demande et l'inflation.

[…] Permettez-moi d'illustrer la façon dont nous tenons compte du taux de change à l'aide d'un épisode récent de l'évolution financière au Canada.

De 1976 à 1986, le dollar canadien a subi une très importante dépréciation. En revanche, de 1987 à 1991, il a eu tendance à s'apprécier, gagnant environ 20 % par rapport au dollar américain et un peu moins vis-à-vis d'une moyenne pondérée des cours des principales monnaies du monde, base d'évaluation plus appropriée.

Vous l'aurez sans doute deviné, cette tendance à la hausse de notre monnaie a alimenté une vigoureuse controverse au Canada. Celle-ci tient au fait que la dépréciation de notre monnaie a tendance à être mieux accueillie que son appréciation. La dépréciation est généralement perçue comme une solution immédiate aux problèmes économiques, celle qui mène droit à l'amélioration de la rentabilité et de l'emploi. Cependant, les gens comprennent beaucoup moins bien le fait que la dépréciation ne peut produire ces résultats que si les coûts intérieurs, les salaires en particulier, n'augmentent pas de pair avec les prix intérieurs. En d'autres termes, la dépréciation doit contenir, voire réduire les salaires réels pour favoriser l'essor de l'emploi.

Quoi qu'il en soit, du point de vue de la politique monétaire, cette période d'appréciation du dollar canadien a surtout été caractérisée par des pressions extrêmement fortes de la dépense au Canada. La politique monétaire a alors visé essentiellement à atténuer ces pressions – le rythme de progression de la demande globale en termes nominaux dépassait les 10 % – ainsi que les pressions inflationnistes qui en résultaient. Dans ces circonstances, les taux d'intérêt à court terme de même que la valeur externe du dollar canadien se sont mis à augmenter. Ce qu'il faut retenir des mesures prises par la Banque du Canada au cours de cette période, c'est que dans notre détermination à contrer toute hausse de l'inflation et, à terme, à la faire baisser (c'est-à-dire à fournir comme point d'ancrage la stabilité des valeurs financières intérieures), nous ne voulions pas écarter, et n'avons pas écarté, la possibilité que le dollar canadien s'apprécie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Permettez-moi de vous expliquer sur quoi s'appuyait notre point de vue. Dans une économie ouverte en régime de changes flottants, la politique monétaire agit sur la demande et l'inflation par l'entremise des taux d'intérêt et du taux de change. Pour mesurer l'incidence de sa politique monétaire sur la demande et l'inflation, la banque centrale doit donc surveiller à la fois les taux d'intérêt et le taux de change. Nous utilisons le terme « conditions monétaires » pour désigner l'action combinée des taux d'intérêt et du taux de change sur la conjoncture.

De même, les marchés des changes, tout comme les marchés monétaires, peuvent réagir fortement à des changements de perceptions ou d'attentes concernant la politique monétaire ainsi qu'aux mesures de politique monétaire proprement dites. Pour toutes ces raisons, il est impossible de prévoir dans quelle mesure les actions visant à modifier les conditions monétaires feront sentir leurs effets par la voie des taux d'intérêt ou par celle du taux de change. Cela signifie que le processus de mise en œuvre de la politique monétaire est forcément un processus de nature itérative, en ce sens que nous apprenons à doser notre action selon la réaction des marchés.

[…] Mes conclusions seront de trois ordres. Ma première remarque porte sur les opérations de la politique monétaire. Dans la gestion de ses affaires au jour le jour, de semaine en semaine, en régime de changes flottants, la Banque sait par expérience qu'elle doit prêter une attention particulière à l'interaction des marchés des changes et des autres marchés financiers, surtout le marché monétaire, et à l'évolution des conditions monétaires globales.

En deuxième lieu, j'aimerais souligner qu'il ne suffit pas d'avoir un bon plan tactique. En régime de changes flottants, l'existence d'un point d'ancrage solide est un élément fondamental de la mise en œuvre de la politique monétaire. Pour la Banque, il s'agit du maintien de la confiance dans la valeur interne de la monnaie. En d'autres termes, l'obligation générale qu'a la politique monétaire de fournir à la population une monnaie qui inspire confiance n'en est que plus astreignante en régime de change « flottant ».

Ma dernière observation se situe sur un plan plus international. Du point de vue des relations financières et économiques qui unissent les pays dont les monnaies flottent, je doute fort que les autorités monétaires de ces pays puissent apporter une meilleure contribution à l'harmonie de ces relations que celle qui passe par une politique monétaire axée sur la stabilité des prix intérieurs. D'autres politiques, notamment de saines politiques budgétaires, sont

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

également utiles. Il reste que la stabilité interne des monnaies représente une contribution fondamentale pour la stabilité générale des taux de change. D'une part, les impératifs de la politique économique ne sont plus à la remorque de ceux du taux de change. D'autre part, si une telle approche de la politique monétaire était largement suivie, elle infirmerait fortement les réflexes protectionnistes à l'égard des taux de change flottants, très répandus dans les années 1930, et qui ont en partie donné lieu à l'instauration du système de Bretton Woods.

Conférence donnée par John W. Crow, gouverneur de la Banque du Canada, à l'École des sciences économiques de Stockholm (Suède), 22 avril 1993.

Parue dans la *Revue de la Banque du Canada*, été 1993.

3. SUR LA THÉORIE DES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES

La théorie de la zone monétaire optimale est-elle d'une utilité quelconque face à la conjoncture économique actuelle ou ne devrait-elle pas plutôt être réexaminée ? La question n'est pas dépourvue d'intérêt. En effet, l'objet de cette théorie consiste à débattre des conditions présidant au choix d'un régime de change et, partant, d'en préciser les coûts et les avantages. Or, depuis la chute du Bretton Woods, on assiste à tout un éventail de choix de régimes de sorte que le FMI a fini par adopter, depuis janvier 1999, une nouvelle classification des taux sur la base de leur flexibilité[11]. La préoccupation centrale est l'adoption d'un régime de change permettant d'atteindre les objectifs de stabilité et de croissance économique. Les années récentes, caractérisées par l'ampleur et la rapidité sans précédent des mouvements de capitaux, accentuent autant la volatilité des taux de change que les chocs sur l'économie. Des évidences indiquent que de mauvais alignements de devises s'observent d'un régime à l'autre, ou d'un pays à l'autre. Rappelons ici la crise du SME du 31 juillet 1993 qui força le retrait de la livre sterling et de la lire

11. La nouvelle classification distingue les régimes de parité fixe (caisse d'émission, en anglais « currency board »). les régimes conventionnels de parité fixe par référence à une seule monnaie ou à un panier de monnaies, les systèmes de bandes de fluctuation de part et d'autre d'un taux central fixe, les systèmes de parité mobiles, les systèmes de bandes de fluctuation mobiles, les systèmes de flottement dirigé sans aucune annonce préalable de la trajectoire du taux de change et enfin les systèmes de flottement indépendants (voir le chapitre 2).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

italienne. Dès le début de 1998, la parité du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain a poursuivi une trajectoire descendante pour défoncer la barre des 63 cents en novembre 2001, son plus bas niveau historique ; cela ne fut pas sans susciter des inquiétudes tant chez les exportateurs que chez les consommateurs canadiens. Le gouverneur de la Banque du Canada et le ministre des Finances n'ont cessé de répéter que la devise canadienne n'est pas compatible avec les « fondamentaux » économiques, lesquelles sont nettement favorables (faible inflation, réduction du déficit et de la dette, croissance économique, hausse de la productivité, revigoration de la vente au détail…).

Dans les pays en développement (PVD), on observe des situations de « crash » de devises ; d'abord au tournant des années 1970, après la crise de l'endettement extérieur : la plupart des PVD ont opté pour un régime flexible, qu'il soit dirigé ou non. Mais, dans la pratique, et à l'instar des pays industrialisés, les PVD concernés se sont encore servis des taux de change comme instrument de politiques (Caramazza et Aziz, 1998, p. 3). Deux exemples sont à souligner : le Brésil et le Mexique. Le premier, aux prises avec une inflation galopante et persistante et faisant face à une énorme dette extérieure, adopte une série de politiques économiques accompagnées de changements de devise : *Cruzado* (Plan tropical) ; *Cruzeiro* (Plan d'été) ; *Collor*. En 1994, le Parlement adopte finalement une unité monétaire (*real*) alignée sur le dollar américain et la rend totalement flexible depuis le 13 janvier 1999. Quant au Mexique, il entre désormais dans l'histoire monétaire depuis la crise spectaculaire du *peso* en décembre 1994.

Par ailleurs, Caramazza et Aziz nous rappellent que certains PVD, après avoir adopté un régime flexible, ont plutôt renversé cette tendance en s'alignant sur un régime fixe. C'est notamment le cas de l'Argentine qui, en 1989, passe d'une politique de dévaluation de 160 % de l'*austral* à la mise en place, en 1991, d'un arrangement de *currency-board* (Hong Kong avait ce système depuis 1983), pour retourner au régime flexible dès janvier 2002. Mais, cette politique d'ancrage sur une monnaie de référence n'est pas à l'abri de problèmes de crédibilité. Le siège du dollar de Hong Kong, déclenché en juillet 1997 (bien qu'il ait tenu sa parité vis-à-vis du dollar américain) et ceux des autres devises de l'Asie de l'Est (bath thaïlandais, ringgit malaisien, le won coréen) sont des exemples de perte de confiance des opérateurs du marché sur la capacité d'un pays à défendre sa devise. Quatorze pays de la zone CFA de l'Afrique (Communauté française africaine) maintiennent depuis 1948 un régime de parité fixe en reliant leur monnaie commune (Franc CFA au franc français et par le fait même à l'euro). Après une dévaluation spectaculaire de 100 % en 1994, des spéculations vont bon train sur d'autres possibilités de dévaluation pour les années en cours et à venir, de sorte que

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

cette zone monétaire sera bientôt soumise à de dures épreuves. Bref, ces quelques observations sont suffisantes pour montrer la complexité du « choix de régime ». Afin d'apporter des éléments de réponse à cette vaste problématique, nous convenons de nous référer à la théorie des zones monétaires optimales. Ainsi, cette étude est articulée sur deux chapitres, le premier exposant l'essence de cette théorie, tout en mettant en évidence ses faiblesses. Le deuxième chapitre explique les nouvelles bases d'orientation des politiques monétaires avec leurs conséquences sur la plausibilité de la théorie des zones monétaires optimales, compte tenu de la conjoncture économique des dernières années. En conclusion, nous dégagerons des pistes de réflexion sur le choix du régime ainsi que sur les réformes pouvant être envisagées pour le FMI.

3.1. Les fondements théoriques face aux faits stylisés

Dès le début des années 1960, les perspectives d'échec du Système de Bretton Woods ont ravivé le débat sur le bien-fondé de la flexibilité des taux de change. Deux auteurs, Robert Mundell (1961) et Ronald McKinnon (1963) ont introduit un nouvel élément d'analyse par leur approche un peu plus globale de cette problématique : « Pourquoi ne serait-il pas optimal à une région, une ville, un groupe de firmes et même à des travailleurs, d'avoir leur propre monnaie qu'il laisserait flotter par rapport au reste du monde ? » C'est l'essence même de la théorie des zones optimales.

Avant de poursuivre l'analyse, il convient de préciser le terme « optimal ». Le mot latin *optimum* signifie « le meilleur », en somme l'état le plus favorable d'une chose (*the best or most favorable or desirable*). Au sens économique, une zone monétaire optimale (*optimum currency areas*) signifie une zone monétaire qui favorise un meilleur ajustement de l'économie ayant subi des chocs internes et externes. Par « meilleur ajustement », on entend la réalisation simultanée de l'équilibre interne (absence d'inflation et de chômage) et de l'équilibre externe (balance des paiements). La théorie des zones monétaires optimales vise donc à préciser les conditions sous lesquelles une région (pas nécessairement un pays) devrait se constituer et choisir un type de régime lui permettant d'atteindre les objectifs de stabilisation précités. Deux idées maîtresses ressortent de cette théorie : 1) le taux de change est l'un des principaux instruments de stabilisation ; et 2) en matière monétaire, les frontières régionales ont peu d'importance – et voici pourquoi.

Reprenons le fameux exemple de Mundell. Supposons qu'un pays se compose de deux régions, A et B, économiquement distinctes puisque chacune est spécialisée dans la production de certains biens et services

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et que les facteurs de production sont relativement immobiles entre ces deux régions. Admettons, par simplification, que la région A produit du pétrole et que la région B produit des biens alimentaires. Comment s'effectue l'ajustement quand la monnaie du pays est en usage dans les deux régions et qu'un choc survient comme une demande résultant en une hausse de production de pétrole dans la région A et une baisse de production de biens alimentaires dans la région B ? Cette permutation de demande aura pour effet d'entraîner du chômage en B et de l'inflation en A. Toute politique monétaire ou fiscale expansionniste du pays fera diminuer le chômage en B, mais relancera l'inflation en A. Dans ces conditions, chacune des deux régions aurait intérêt à se constituer en zone monétaire et à poursuivre indépendamment ses politiques de stabilisation. Pour éclairer davantage cette observation, passons en revue les conditions requises.

3.1.1. La mobilité des travailleurs

Un des critères importants dans la théorie de la zone monétaire optimale est le rôle de la mobilité de la main-d'œuvre. Selon Mundell (1961, p. 661) :

> *The argument for flexible exchange rates based on national currencies is only as valid as the Ricardian assumption about factor mobility. If factor mobility is high internally and low internationally a system of flexible exchange rates based on national currencies might work effectively enough. But if regions cut accross national boundaries or if countries are multi-regional then the argument for flexible exchange rates is only valid if currencies are reorganized on a regional basis.*

Par quel raisonnement peut-on espérer qu'une forte mobilité interne de la main-d'œuvre et qu'un taux flexible puissent permettre de mieux stabiliser l'économie ? Reprenons notre exemple des deux régions A et B. Si la région A, qui constitue une zone monétaire distincte de B, fait face à une hausse de demande d'exportation de produits pétroliers, elle pourra laisser apprécier sa devise, laquelle contribuera à renchérir les prix à l'exportation, et donc à faire baisser sa compétitivité internationale, ce qui lui fera atteindre à la fois son équilibre interne (baisse d'inflation) et son équilibre externe (réduction de surplus). L'analyse inverse vaut pour la région B qui verrait sa monnaie dépréciée, cela conduisant à l'équilibre interne (réduction du chômage) et diminution du déficit. C'est, en somme, le mécanisme des prix et des flux d'espèces d'ajustement de la balance des paiements.

Dans l'hypothèse où la main-d'œuvre est mobile entre les deux régions, les variations du taux de change sont presque sans effet, voire inutiles. En effet, après le choc de demande, le chômage émergeant dans

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

la région B peut être atténué par la mobilité des travailleurs vers la région A, laquelle verrait baisser ses coûts salariaux et son niveau général des prix. Dans ce cas de mobilité parfaite des facteurs, la zone monétaire optimale n'est plus la région, mais le pays entier. Plusieurs critiques peuvent être adressées à ce processus d'ajustement. Premièrement, pour la plupart des pays, la mobilité internationale demeure plus limitée que la mobilité interrégionale. Conséquemment, si une région peut constituer une zone monétaire optimale, un pays peut le faire pour les mêmes raisons. Les entités nationales constituent de facto une zone monétaire optimale vis-à-vis des autres nations. En suivant le raisonnement de la zone monétaire optimale, on peut dès lors se demander pourquoi on ne multiplierait pas à l'envi ces zones, permettant à la limite que chaque institution bancaire et chaque firme émettent leur propre monnaie : de la sorte, la bonne monnaie chasserait la mauvaise sous un régime flexible, comme le suggèrent d'ailleurs Hayek (1976) et White (1983). Les pionniers de cette théorie ne vont pas au-delà d'une région. Par exemple, selon Helliwel (1999), les statistiques sur la mobilité interprovinciale au Canada et interétats aux États-Unis, indiquent que pour les deux pays, « il y a une plus grande probabilité qu'un migrant dans une province (ou état) provienne d'une autre province (ou d'un autre état) que d'un autre pays. Un résident d'une province canadienne a cent fois plus de chances de provenir d'une autre province que des États-Unis. »

Selon Mundell (1961, p. 660) : « *The optimum currency areas is the region*. » L'idée même d'une monnaie pour chacune des régions distinctes à l'intérieur d'un même pays n'est guère séduisante. On oublie trop rapidement que la monnaie symbolise la souveraineté d'un pays et son unité politique. La présence de plusieurs monnaies dans un État concourt à l'éclatement politique, sinon au désordre socioéconomique. Des exemples historiques en témoignent : ainsi de l'Allemagne du début du XIX^{e} siècle. Environ 35 principautés et villes (dont Baemen, Hambourg, Lübeck et le Liechtenstein) ou des États (dont Baden, Bavière, Prusse, Saxonie et Würbenberg) avaient leurs propres monnaies ; cet état de fait a engendré des guerres interétatiques (Holtfrerich, 1989). L'unité allemande s'est par la suite consolidée avec la mise en place de la Banque centrale (Reichsbank). Le même phénomène s'est produit en Italie avant le renforcement de son unité économique par la création de la Banque d'Italie (Sannuci, 1989). Aux États-Unis du début du XIX^{e}, on pouvait prétendre qu'il y avait autant de règles monétaires que d'États ; il fallut une série de paniques financières ou de crises bancaires pour voir s'établir le Federal Reserve System. L'expérience de la construction d'une union monétaire en Europe étudiée par Pentecost et Van Poeck (2001, p. 1-14) indique « qu'une union monétaire à l'intérieur d'un pays est susceptible de mieux réussir qu'une union monétaire entre pays ».

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Revenons à l'idée même de mobilité des facteurs dont on a fait beaucoup de cas. Deux questions intimement liées méritent d'être élucidées. Premièrement, la mobilité interrégionale ou internationale de la population est-elle quantitativement importante et peut-elle ou devrait-elle servir d'instrument de stabilisation ? Bien sûr, l'histoire de l'humanité reste marquée par des vagues successives d'émigration touchant presque tous les points du globe. Cependant, ces flots de mobilité ne représentent qu'une partie de l'Histoire et la question, telle que posée, doit être abordée sur la base des années courantes et à venir. Nonobstant la précarité des données, les statistiques disponibles sur le flux migratoire indiquent des comportements variés selon les pays[12]. D'abord, globalement, c'est l'Europe (en particulier l'Union européenne), l'Amérique du Nord, l'Australie et la Nouvelle-Zélande qui affichent une immigration nette positive alors que le contraire s'observe pour toutes les autres régions ou continents (Afrique, Asie, Amérique latine et Caraïbes) (Nations Unies, 1995, p. 128).

Ce qui est significatif pour les besoins de notre analyse, c'est l'importance quantitative du stock et des flux migratoires dans les pays de l'OCDE (OCDE, 1997). Par exemple, pour l'année 1995, la part de stock de la population immigrante sur la population totale est relativement élevée au Luxembourg (33,4 %), en Suisse (18,9 %), en Australie (22,3 %), au Canada (15,6 %) et aux États-Unis (7,9 %). Sur le front des flux annuels, tant les données en valeur absolue que celles en valeur relative se révèlent non négligeables pour bon nombre de pays de l'OCDE. Une autre caractéristique du flux migratoire international souvent méconnue touche aux données de l'Union européenne, lesquelles soutiennent fort bien la comparaison avec les données américaines. En 1995, le stock d'immigrants s'élève à 19 475 000 dans l'Union européenne, soit 5,2 % de la population totale, contre 19 767 000 aux États-Unis, ou 7,9 % de la population totale. En 1995, l'Union européenne accueille un peu plus d'un million d'immigrants contre 720 500 pour les États-Unis. Par ailleurs, une forte proportion des immigrants internationaux de l'Union européenne proviennent de la Communauté européenne (OCDE, 1997, p. 31-32).

Nous concluons donc que le monde témoigne d'un flux migratoire qui s'accroît et se diversifie. Dans son analyse, l'OCDE (1997, p. 45-54) met l'accent sur la mondialisation des mouvements migratoires, en

12. En fait, les statistiques sur les flux migratoires appellent des réserves en raison notamment des problèmes de comptabilisation (diversité des sources de données, données incomplètes, erreurs de mesure…) et aussi du manque de comparabilité des concepts utilisés entre pays.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

raison de la diversification des nationalités concernées et, également, de la régionalisation à cause de l'importance des flux entre pays voisins. Ajoutons enfin que les flux migratoires internationaux seront d'autant plus élevés que les législations nationales restrictives deviendront plus accommodantes.

Deuxièmement, dans quelle mesure les populations sont-elles mobiles à l'intérieur d'un même pays ? La question reste controversée eu égard aux divers concepts et cadres méthodologiques de mesure. Pour éclairer cet aspect, nous examinerons le cas du Canada où des données statistiques récentes sont disponibles. Dans son étude sur les « Canadiens en mouvement », Statistique Canada (1994) observe qu'« un peu moins de la moitié de la population a déménagé au moins une fois entre 1986 et 1991 : 23 % de la population a déménagé au sein de la même municipalité, 16 % dans une autre municipalité de la même province et 4 % dans une autre province ». Le taux d'immigration interprovinciale se situe à 3,9 % sur la période antérieure allant de 1981 à 1986.

De toute évidence, ces indicateurs de mobilité interne se révèlent statistiquement importants ; il y a concentration des mouvements migratoires vers certaines provinces : Alberta, Colombie Britannique, Ontario et Québec. De 1976 à 1981, l'Alberta est le plus important pôle d'attraction pour les migrants canadiens (en raison de son boom pétrolier). Le deuxième plus grand mouvement migratoire, pour cette même période, va du Québec vers l'Ontario (123 705 personnes). La Colombie Britannique accueille les troisième et quatrième plus importants flux migratoires, venant de l'Ontario (75 825) et de l'Alberta (73 865). Entre 1981-1986, on observe les grands mouvements suivants : du Québec vers l'Ontario (90 975), de l'Alberta vers l'Ontario (70 420), de l'Alberta vers la Colombie Britannique (64 350), de la Colombie Britannique (60 740) et de l'Ontario (45 465) vers l'Alberta. De 1986 à 1991, la Colombie Britannique reçoit un fort nombre d'immigrants, dont 92 580 de l'Alberta et 67 830 de l'Ontario ; durant le même temps, 72 780 personnes quittent le Québec pour l'Ontario. Parmi les raisons évoquées pour expliquer ce flux migratoire interprovincial au Canada, on cite la langue et les conditions politiques (exode d'anglophones hors du Québec après l'élection du Parti québécois en 1976 ; le boom pétrolier en Alberta entre 1976 et 1981 ; cette situation se renverse entre 1986 et 1991). La migration selon l'âge est liée à la distance de déplacement. Les jeunes sont plus susceptibles de s'éloigner de leur « terre natale », se montrant très mobiles. Par ailleurs, selon Statistique Canada (1994, p. 79), le taux de migration interprovinciale augmente avec le niveau de scolarité : ce taux passe de 1,4 % pour la population de 15 ans et plus et ayant moins de 8 ans de scolarité à 6,9 % pour les universitaires. Les régions métro-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

politaines d'Oshawa, de Kitchener, d'Ottawa-Hull (en Ontario), de Victoria et de Vancouver (en Colombie Britannique) sont parmi les destinations privilégiées durant les années 1980.

Bref, l'étude de Statistique Canada indique clairement que la migration est un processus démographique complexe qui est certes lié au contexte économique, mais aussi à de nombreux facteurs individuels et familiaux, sinon sociaux. L'importance des mouvements migratoires interrégionaux à l'intérieur de chaque pays est mise en évidence par une étude réalisée sous la direction de Nam, Serow et Sly (1990). Quoique cette étude date un peu, elle a au moins l'avantage d'avoir bien souligné des tendances de fond. Pour fixer les idées, relevons brièvement deux cas : les États-Unis et le Royaume-Uni. Le cas américain a été rapporté par Lichter et De Jong (1990, p. 391-417). Entre 1984 et 1985, on estime qu'environ 46,5 millions de personnes ont changé de résidence aux États-Unis, soit 19,6 % de la population. Ce chiffre de mobilité est encore plus élevé pour la période de 1980 à 1985 : 39,9 % de la population. Sur la base des données de 1984-1985, la mobilité interétatique ne concerne que 6 % de la population ayant changé de résidence, soit une personne sur quinze : donc, la majorité des migrants vivent à l'intérieur du même État. Au début du siècle, on observait que la migration s'effectuait des régions industrielles du Nord-Est, du MidWest et des régions rurales intérieures vers l'Ouest et le Sud. Ainsi, jusque dans les années 1975, le Nord-Est enregistre une immigration nette négative au profit du Sud, d'où la montée du « *Sun belt* » et le déclin du « *Frost belt* ». Mais durant les années 1980, le flux migratoire tend à se ralentir : le Nord-Est perd toujours de la population en faveur du Sud, toutefois à un niveau moindre. Selon Lichter et De Jong (1990, p. 395), l'attirance du Sud s'explique par divers facteurs dont : le climat, l'attrait de la Floride pour les personnes âgées, la croissance de l'emploi et la convergence du niveau de vie avec le reste de la nation. La mobilité de la population noire attire également l'attention. De la grande migration noire du Sud vers le Nord-Est de la période 1910-1960 succède le mouvement inverse du Nord vers le Sud. Quoiqu'il existe un continuel va-et-vient aux États-Unis, la majorité des déplacements restent locaux (intra-étatiques).

Au Royaume-Uni, Rees et Stillwall (1990, p. 371-389) évaluent qu'entre 8,4 % et 10,5 % de la population change de domicile chaque année pour la période 1960-1986. Sur la migration interrégionale, on observe que le flux va du Nord (Irlande du Nord, Écosse et surtout la région industrielle d'Heartland) vers le Sud – quoique le pays de Galles, au Sud-Ouest, participe aussi à cette migration. Au total, sur les périodes 1966-1971, 1971-1976, 1976-1981 et 1981-1986, le Nord perd successivement 193 000, 246 000, 224 200 et 273 000 personnes au profit du Sud et de la région londonienne. Quant à savoir pourquoi les Britanniques se

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

déplacent, les auteurs identifient les raisons suivantes : la recherche d'emploi, la mouvance des étudiants et des retraités, la recherche d'un meilleur environnement, la réunification familiale… Bref, sans s'attarder indûment sur le sujet, il ressort qu'en dépit des comportements variés de migration interne selon les pays, les études convergent autant sur l'importance quantitative que sur les caractéristiques démographiques et les raisons profondes de ce flux migratoire.

Demeure cependant la question de savoir si la mobilité de la main-d'œuvre permet de corriger les déséquilibres sur le marché du travail. Des études tant théoriques qu'empiriques visant à mesurer l'impact de l'immigration sur le chômage, on retient que cette relation est vraiment plus complexe. Nous savons maintenant que les causes du chômage tiennent à la fois à la conjoncture économique et à des éléments structurels tels la composition démographique, le profil de la population active (éducation, sexe, âge, qualification…) ainsi qu'à des rigidités. Rapportons ici la conclusion d'une étude de l'OCDE (1997, p. 45) :

> Au terme de cette analyse, il ne semble pas possible d'établir une corrélation étroite entre l'augmentation des flux d'entrées d'étrangers dans un pays et l'évolution du taux de chômage. En outre, l'idée que le taux de chômage diminuerait si l'immigration était suspendue ou fortement réduite n'est pas confirmée par les données statistiques disponibles. Manifestement, d'autres facteurs jouent un rôle plus déterminant que l'immigration sur l'évolution du chômage.

Des pays ayant de très bas taux de chômage (Suisse, États-Unis, Luxembourg) comptent en même temps un pourcentage élevé des actifs étrangers dans la population active totale. Par contre, des pays à haut taux de chômage (Espagne, Irlande, Italie) ont un pourcentage très limité d'actifs étrangers. Donc, des évidences empiriques indiquent qu'il ne faut pas compter sur l'effet stabilisateur de la mobilité de main-d'œuvre. Plus encore, cette mobilité peut avoir des effets pervers : les régions ou les pays prospères (bas taux de chômage) attirent de la main-d'œuvre et, par le fait même, consolident leur position avantageuse[13].

Faut-il choisir le type de régime de change en fonction du critère de mobilité de la main-d'œuvre ? Il semble que non puisque cette mobilité ne constitue pas un élément stabilisateur, que ce soit dans un

13. Selon les Nations Unies (1996), parmi les villes de plus de 10 millions d'habitants en 1990, certaines concentrent plus du quart de la population du pays : Bangkok (58,3 %), Buenos Aires (41,0 %), Lima (43,0 %), Le Caire (37,0 %), Dhaka (35,0 %), Séoul (33,0 %), Metro Manila (33,0 %), Tokyo (26,0 %) et Mexico City (24,6 %). Ces villes sont pour la plupart situées dans les PVD.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

régime fixe ou dans un régime flexible. N'oublions pas que la mobilité n'est pas une donnée fixe ou exogène, mais peut-être grandement influencée par des politiques. En d'autres mots, une union monétaire, au lieu de se constituer sur le degré de mobilité des facteurs, peut fort bien le stimuler. C'est précisément là la remarque faite par Scitovsky (1958, chapitre 2).

3.1.2. Le degré d'ouverture de l'économie et sa taille

C'est un des aspects importants d'appartenance à une zone monétaire optimale expliqué par McKinnon (1963). Un bon indice de mesure d'ouverture d'une économie est le ratio de la production de biens échangeables (exportations et importations) sur la production des biens non échangeables [*ratio of tradeable goods (exportables and importables) to nontradeables*], ou tout simplement le ratio des produits échangeables sur le PIB[14]. Selon McKinnon (1963, p. 719) : *« If we move across the spectrum from closed to open economies, flexible exchange rates become both less effective as a control devise for external balance and more damaging to internal price-level stability. In fact* […] *a policy of completely fixed exchange rate (or common currency ties with the outside world) would be optimal. »*

Comment expliquer cet énoncé ? L'auteur considère le cas d'une petite économie n'ayant pas d'impact sur les prix internationaux et largement ouverte. Selon ces hypothèses, une politique de dévaluation, après par exemple un déficit externe, a pour effet d'augmenter les prix domestiques des produits échangeables, ce qui relance l'inflation interne. Pour simplifier la compréhension, une dépréciation de monnaie renchérit les prix domestiques d'un pays largement importateur beaucoup plus que ceux d'un pays moins dépendant de l'étranger. Ainsi, pour une économie petite et ouverte, les variations du taux de change rendent précaire ou exacerbent l'équilibre interne. Qu'en est-il de l'équilibre externe ? Il n'y a pas d'impact véritable, selon McKinnon. En effet, pour cette économie, une dévaluation ou une dépréciation entraîne, par l'effet prix, une hausse de la production et une baisse de la consommation domestiques des biens échangeables ; ce qui normalement serait de nature à redresser l'équilibre externe. Toutefois, en situation de plein-emploi, l'amélioration de l'équilibre externe passe exclusivement par une contraction de l'absorption domestique. Mais alors, des politiques fiscales appropriées permettent de contracter l'absorption sans entraîner un

14. Par bien échangeable, on entend les biens qui sont sujets au commerce international, notamment les biens qu'on exporte et qu'on importe

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

risque inflationniste. Le meilleur instrument de stabilisation d'une petite économie ouverte est donc la politique fiscale et monétaire plutôt qu'une variation du taux de change.

Au demeurant, les faiblesses de cette analyse sautent aux yeux. D'abord, il n'existe presque pas de pays en autarcie, et on ignore à quel chiffre précis il faut juger le degré d'ouverture d'une économie. Ensuite, l'effet d'une variation du taux de change reste pour certains lié aux conditions Marshall-Lerner ; pour d'autres, cet effet est difficilement mesurable d'où, d'ailleurs, l'hypothèse de la courbe en J. Gardons à l'esprit que l'économie canadienne, jugée très ouverte à tort ou à raison (avec environ 40 % du PIB dérivant des exportations), vit concurremment un très bas niveau d'inflation domestique et une dépréciation continue de sa monnaie depuis 1998. Le débat académique ou politique quant à l'opportunité pour le Canada de former une union monétaire avec son plus grand partenaire commercial, les États-Unis, ne fait que s'amorcer.

En juin 1999, l'institut C.D. Howe publie une étude réalisée par deux éminents économistes au Canada : Tom Courchesne de l'université Queen et Richard Harris de l'université Simon's Fraser. Les deux économistes soutiennent que le régime canadien de flottement indépendant du taux de change a considérablement réduit la valeur du dollar canadien et affaibli son économie. La solution, selon ces auteurs, consiste pour le Canada à adopter une devise commune avec les États-Unis. Le point de vue du ministre des Finances, Paul Martin, est très significatif : « C'est comme entrer dans une arène de boxe, les mains liées, contre Mike Tyson ». John McCallum (1999), ancien chef de la Banque Royale et maintenant député libéral et ministre de la défense à Ottawa, considère que la meilleure politique pour le Canada est de maintenir le régime flexible. Jusqu'alors, la proposition de Courchesne et Harris n'a reçu que des critiques. Référons-nous à certains arguments que l'on retrouve dans l'éditorial de la *Gazette* du 28 juin 1999 :

> Il est difficile de concevoir que les États-Unis vont abandonner leur devise et leur banque centrale en faveur d'un système hémisphérique dans lequel ils auront moins de latitude dans la conduite des politiques monétaires.

Le même journal soutient dans sa publication du 2 juillet 1999, que l'aigle a atterri et que le Canada perd sa longue lutte contre l'assimilation avec les États-Unis. « Si nous laissons notre dollars se fondre avec le dollar américain, nous perdons notre identité culturelle et nous devenons semblables à un 51^{e} État. »

Le 5 juillet 1999, la *Gazette* se prononce encore en défaveur de l'union monétaire, mais privilégie une union douanière avec les États-Unis dans le prolongement de l'ALENA. On ne devrait pas se surprendre

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

que le débat sur l'opportunité d'une union monétaire entre le Canada et les États-Unis, si débat il y a, converge beaucoup plus sur des facteurs politiques qu'économiques.

3.1.3. Existence d'intégration financière et monétaire

La formation d'une zone monétaire optimale semble également liée au degré de l'intégration financière et monétaire. Plus cette intégration est forte, moins les variations du taux de change ont d'impact de correction des déséquilibres. De l'avis de Mundell (1961) : *« A flexible exchange rate system may not work smoothly for an economy in which capital flows are highly sensitive to interest rates, but may work better than a system of fixed exchange rates if capital is immobile. »* Tout écart différentiel de taux d'intérêt entre les régions d'une zone donne lieu à un flux de capital. Ainsi, une région de compte courant déficitaire peut relever les taux d'intérêt et attirer les capitaux des autres régions pour rétablir l'équilibre externe sans avoir à se servir des instruments du taux de change. Les régions de surplus deviennent des créanciers des régimes déficitaires. Mais n'oublions pas que ce processus d'ajustement a résolument des effets pervers : le rapatriement ultérieur des dividendes ou des revenus d'investissement risquent de faire perdurer l'état des régions déficitaires. Par ailleurs, une forte intégration monétaire amène une convergence des taux d'intérêt d'une région à l'autre. Dès lors, la mobilité des capitaux, obéissant à d'autres impératifs de rentabilité, prendrait le chemin des régions de surplus plutôt que celles des déficits. Toujours est-il que l'ajustement du compte externe des régions par une variation des taux d'intérêt peut affecter l'investissement, la consommation et, donc, l'équilibre interne (soit une relance de l'inflation ou du chômage). Pour Tower et Willett (1976, p. 31-32), il est difficile de se prononcer sur les effets de la mobilité du capital sur la désirabilité d'un régime de change.

3.1.4. Similarité ou convergence des politiques économiques

Il est évident que le succès d'une zone monétaire optimale est d'autant plus assuré que les régions ou pays membres s'accordent sur les principaux objectifs économiques, en l'occurrence la stabilité des prix ou la lutte au chômage. Plusieurs auteurs ont élaboré sur le bien-fondé d'une entente commune aux pays membres d'une zone et sur l'arbitrage entre ces objectifs (Haberler, 1966 ; Emminger, 1967 ; Kindleberger, 1969 ; Grubel, 1970 ; Fleming, 1971 ; Corden, 1972). Au cours des deux dernières décennies, plusieurs recherches se sont intéressées à la coordination des politiques économiques. Ainsi, dit-on, deux nations qui poursuivent des politiques économiques divergentes auront de la difficulté à s'associer

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

en une zone monétaire. À supposer qu'un membre (A) d'une zone (à taux de change fixe) privilégie la stabilité des prix et qu'un autre membre (B) poursuive l'objectif de création d'un haut niveau d'emploi. La politique expansionniste requise par les circonstances dans le pays B facilite le déplacement de capital vers son pays partenaire A, ce qui crée un déficit de paiement. La banque centrale de B, aidée par celle de son partenaire A, devrait alors intervenir sur le marché des changes pour maintenir la règle de parité fixe. Pour ce faire, la banque centrale du pays déficitaire B devrait soit racheter massivement sa devise sur le marché, soit réduire la masse monétaire, tandis que la banque centrale du pays de surplus A devrait vendre sa propre devise ou être expansionniste dans sa politique monétaire. Les deux banques centrales font alors exactement l'inverse des énoncés politiques officiels de leur pays, d'où l'impasse.

La question reste maintenant de savoir comment une union monétaire peut être dirigée. Ici, on semble percevoir une convergence d'opinions à l'effet de limiter considérablement la souveraineté des pays membres, particulièrement en matière de politique monétaire. La coordination est donc érigée en principe, avec ou sans union politique. Quant aux objectifs économiques à poursuivre, divers points de vue sont avancés. Pour Smith (1965), il faut éviter que, dans une zone monétaire, chacune des banques centrales ait une ligne de crédit illimitée avec les banques centrales des autres pays membres, car un tel arrangement est résolument inflationniste. Officer et Willett (1969) proposent que les pays membres devraient subordonner leurs politiques économiques à l'objectif d'équilibre externe, cela dans le but de maintenir le système de parité fixe dans la zone monétaire. McKinnon (1963, p. 344) est encore plus tranchant et suggère conformément à la thèse monétariste que *« that authorities should strive for stability in rates of monetary expansion and government budgeting and not attempt finely tuned changes in short-run policies. »*

Les récentes recherches sur la coordination des politiques nous fournissent quelques pistes de réflexion sur les objectifs à poursuivre[15]. Pour Cooper (1986), la coordination est difficile pour la simple raison qu'il n'y a pas de preuve scientifique permettant d'identifier le mal à guérir ; rien ne permet de penser que les désaccords sur l'orientation des politiques au niveau national disparaîtront instantanément du fait de la coordination entre les États. Horne et Marston (1988) observent

15. Voir notamment Hamada (1976). Oudiz et Sachs (1984). Cooper (1986), Kehoe (1987 ; 1989), Canzoneri et Minford (1988), Frankel et Rockett (1988), Devereux (1990 ; 1991) et Eichengreen (1990).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

également que le mécanisme de transmission des politiques d'un pays à un autre est également mal appréhendé autant dans son intensité que dans sa direction (problème du vrai modèle économique – *the true model*). Frankel et Rockett (1988) font état des résultats contradictoires des études d'impact de la coordination. C'est donc dire que l'unanimité sur les objectifs à poursuivre est loin d'être acquise dans le cadre d'une coopération monétaire. Plus problématique encore, la politique monétaire, plutôt que d'être fondée sur des règles précises, devient elle-même un art comme l'explique assez bien Alexandre Lamfalussy (1985). Cependant, l'analyse de Rogoff (1985) offre des pistes plausibles de politiques :

> Nommer un banquier central « conservateur », c'est-à-dire ayant une aversion à l'inflation plus forte que celle de ses concitoyens, et lui conférer l'indépendance des instruments et des objectifs, permet de diminuer le biais inflationniste de la politique monétaire. Même si l'autorité budgétaire dispose de la « bonne » fonction d'utilité sociale, il est avantageux pour la collectivité que la politique monétaire soit confiée à une autorité monétaire ne partageant pas ses préférences, mais plus « conservatrice[16] ».

La condition de similarité des politiques économiques pour la formation d'une zone monétaire n'apparaît donc pas nécessaire. D'abord, l'orientation des politiques économiques d'un pays, loin d'être figée dans le temps, évolue constamment au gré de la conjoncture et de la succession des gouvernements. Par exemple, les pays latino-américains traditionnellement inflationnistes contemplent aujourd'hui les vertus de la stabilité des prix. Ensuite, ce n'est pas tant la similarité des objectifs avant la formation de la zone qui importe, mais la volonté de se départir d'une partie de sa souveraineté au profit de l'instance commune, compte tenu bien entendu des avantages anticipés et effectifs.

De Grauwe (1992) nous rappelle que l'union monétaire allemande du début des années 1990 était même impensable entre deux économies d'orientation aussi différente (Allemagne de l'Est et de l'Ouest). Sell (2001, p. 36-66) explique clairement que l'union monétaire entre les deux Allemagne réalisée par la conversion de tous les ostmarks en deutsche marks ne répond aucunement aux critères de la théorie des zones monétaires. Gandolfo (1992) et Talvas (1993). dans leur exposé sur la nouvelle théorie des zones monétaires optimales, considèrent que la convergence de l'inflation devient un objectif désirable (et non une précondition) à rechercher une union monétaire (*similarity of inflation rates becomes a desirable outcome, and not a precondition to be derived from such participation*). C'est en somme tout le problème

16. Traduction libre.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d'incohérence temporelle (*the time-inconsistency issue*) dans l'orientation des politiques monétaires développée par Kydland et Prescott (1977) et suffisamment bien expliquée par Horne et Marston (1988) ainsi que par De Grauwe (1992). Il n'est pas impensable que deux pays similaires dans leurs politiques économiques se retrouvent aux antipodes dans la gestion de leur union. La remarque de Cooper (1986) prend ici son vrai sens, à savoir qu'il n'y a pas unanimité d'objectifs économiques à l'intérieur même d'un pays. À la limite, la similarité de politiques entre deux pays peut n'être qu'éphémère et, de toute façon, ce terme est particulièrement ambigu, même si on tend à considérer que les différences d'orientations politiques se reflètent par des différences de performance de la banque centrale, comme le rapporte Mélitz (1995).

3.1.5. La flexibilité des prix et une structure industrielle différente

La flexibilité des prix et des salaires est l'une des conditions souvent mises en relief pour corriger en douceur un déséquilibre sur le marché des biens et des facteurs. Si cette hypothèse de flexibilité permet d'atteindre, espère-t-on, l'équilibre interne, qu'advient-il de l'équilibre externe ? Dans un régime de parité fixe (et donc de zone monétaire), une région de déficit de paiements verrait alors baisser ses prix domestiques de biens et de facteurs, ce qui contribuerait à rétablir sa compétitivité pour, enfin, corriger ce déficit. Point besoin d'avoir recours aux variations du taux de change. La correction du chômage dans une région n'implique pas nécessairement une relance de l'inflation dans une autre. Le lecteur comprend aisément que si les prix sont rigides, la compétitivité internationale ne peut être modifiée que par un ajustement des taux de change (d'où, dans cette hypothèse, un régime flexible).

Par flexibilité, on entend une variation dans un sens comme dans l'autre ; de toute évidence, si les prix et salaires sont rigides à la baisse et flexibles à la hausse, ou alors simplement rigides à court terme compte tenu de l'existence des contrats, d'autres instruments de stabilisation seront alors requis. Cela nous ramène à la notion même de flexibilité, laquelle se mesure généralement par la forme de la courbe de Phillips. L'hypothèse classique de parfaite flexibilité des prix et des salaires implique une courbe de Phillips verticale. Le débat demeure donc ouvert sur la forme de cette courbe (keynésiens *vs* monétaristes *vs* anticipations rationnelles…), et dont il est encore aujourd'hui difficile d'en tirer des conclusions définitives. Par ailleurs, Tower et Willett (1976, p. 38) estiment que si le choix du régime de change dépend de la courbe de Phillips, l'inverse peut se produire aussi. Par exemple, « si les travailleurs négocient en termes de salaire réel, la courbe de Phillips peut se dété-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

riorer sous un régime fixe durant les périodes où la devise nationale aurait à s'apprécier sous un régime flexible. » Bref, ce sont autant d'observations qui limitent la possibilité du choix de régime en fonction du critère de flexibilité des prix et salaires, d'autant plus que les incidences sectorielles sont extrêmement variées.

Sur le degré de diversification de la production, Kenen (1969, p. 49) conçoit que des économies très diversifiées, mesurées par le degré de variété des exportations, soient de bonnes candidates pour des zones monétaires : *« the links between external and domestic demand, especially the link between exports and investment, will be weaker in diversified national economies, so that variations in domestic employment imported from abroad will not be greatly aggravated by corresponding variations in capital formation. »*

En d'autres termes, la diversification des exportations (synonyme d'une économie diversifiée) tend à réduire l'instabilité des exportations, à savoir que la variation des exportations totales dans une économie diversifiée est moins accentuée que la variation de ses constituantes. Comme les petites économies ouvertes sont souvent les moins diversifiées, Kenen conclut que ces économies peuvent opter pour un régime de change fixe. Cela signifie que des régions de spécialisations industrielles similaires gagnent à s'associer pour constituer une zone monétaire. Parallèlement à cet argument de diversité industrielle, on évoque l'hypothèse que les pays de structure de production similaire sont plus aptes à s'intégrer monétairement que ceux de caractéristiques différentes.

Considérons deux régions A et B produisant un même bien. Tout choc de demande de ce bien affectera symétriquement les deux régions, c'est-à-dire qu'elles seront soumises simultanément au problème du chômage ou de l'inflation. Conséquemment, une politique de stabilisation conjointe permettra de rétablir les équilibres interne et externe des deux régions. Nous touchons ici à un des aspects fondamentaux de la théorie des zones monétaires optimales : l'effet des chocs symétriques ou asymétriques sur des pays ou régions, compte tenu de leur structure industrielle. On ne peut échapper à deux questions : l'idée de régions à productions similaires est-elle conforme à des évidences empiriques ? et, plus précisément, les pays exportent-ils et importent-ils les mêmes biens ? La théorie du commerce international prédit des spécialisations industrielles par pays, voire par régions ou villes, et même, par extension, des habiletés individuelles. Plus encore, non seulement le principe des avantages comparatifs explique le commerce interindustriel entre pays, mais il éclaire aussi celui du type intraindustriel ; ce dernier cas résulte de la stratégie des firmes de diversification de produits et de l'économie d'échelle.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Il est donc malaisé de parler de régions à structure industrielle identique. Quoiqu'il en soit de la plausibilité de cette hypothèse, la deuxième interrogation porte sur la nature des chocs. L'argument consiste à avancer que des pays de structure économique différente feront face à des chocs asymétriques. Dans l'un de ses articles, Gros (1996) a évalué la pertinence de cet argument en se posant spécifiquement la question de savoir si des chocs sur la demande d'exportation ont un impact déterminant sur l'emploi, et si des ajustements du taux de change permettent de contenir le chômage. L'auteur considère un modèle économétrique où la variable dépendante est le pourcentage de variation d'emploi intertemporelle et les variables explicatives sont des variables retardées de variation d'emploi et d'exportation (indice de mesure d'un choc). Les données couvrent 10 pays : États-Unis, Japon, Espagne, France, Pays-Bas, Allemagne, Irlande, Danemark, Italie et Portugal. Les résultats de l'estimation révèlent qu'il y a peu d'évidences que des chocs d'exportation constituent des déterminants de l'emploi industriel pour la plupart des pays examinés.

En ce qui concerne l'effet de taux de change, Gros a particulièrement examiné le cas de l'Allemagne, dont la réunification constitue un choc asymétrique dans le cadre de l'Union européenne. Il s'agit d'un test de causalité de la variabilité du mark (contre sept devises de la Communauté[17] : Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas) sur la croissance d'emploi. Il en ressort une relation négative et statistiquement significative entre ces deux variables, amenant l'auteur à conclure aux effets positifs d'élimination des fluctuations du taux de change. Ces résultats de Gros méritent d'être interprétés avec précaution car bon nombre d'études sur l'impact de variabilité du taux de change se révèlent contradictoires. Rappelons ici les études de Cusham (1983 ; 1988), Markus (1986), Thursby et Thursby (1987) et De Grauwe (1988) qui concluent à l'impact significatif de la variabilité du taux de change sur le volume du commerce, contrairement aux études de Hooper et Kohlagen (1978), FMI (1984), Gotur (1985), Bailey, Tavlas et Ulan (1986 ; 1987).

Mais l'analyse de Gros a tout de même le mérite de soulever le problème d'évaluation de l'effet d'un choc sur l'équilibre interne. Arrêtons-nous justement quelques instants sur la mesure et l'impact des chocs. On retrouve une documentation abondante sur le sujet dont

17. Dans ce test de causalité, la variable dépendante est le pourcentage de variation d'emploi ; les variables explicatives sont : la constante, une variable retardée d'une période et de deux périodes de la variable dépendante, la variation du taux de change retardée d'une période.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Blanchard et Quah (1989), Eichengreen (1990), De Grauwe (1992), Bayoumi et Eichengreen (1992 ; 1997), Guglielmo (1993), Tavlas (1993), Bayoumi (1994), Dibooglu et Horvath (1997). En général, les fluctuations des prix (p) et de la production (y = PIB) traduisent des chocs, lesquels peuvent provenir tant du côté de la demande que de l'offre (*demand or supply shocks*). Une des façons d'estimer un choc est de postuler un modèle autorégressif de type VAR tel que :

$$\Delta Z_t = A_0 + A_1 \Delta Z_{t-1} + A_2 \Delta Z_{t-2} + \ldots + A_q \Delta \varepsilon_{t-q} + \mu_t$$

où $$\Delta Z_t = \begin{bmatrix} \Delta y_t \\ \\ \Delta p_t \end{bmatrix}$$

A_0, A_1 … A_q ; coefficient de matrice,

q = nombre de retards,

μ_t = valeur de résidus (*vector of disturbance terms*).

L'évaluation du degré de symétrie des chocs se fait en examinant la matrice de corrélation des chocs entre pays ou régions d'une zone monétaire[18]. Plus les éléments autres que ceux de la diagonale de cette matrice sont statistiquement significatifs et non nuls, plus les chocs sont interreliés. À l'inverse, plus la valeur de ces éléments autres que ceux de la diagonale sont faibles (voire nuls) et plus les chocs sont asymétriques. D'autres méthodes économétriques plus sophistiquées (méthode de décomposition des sources de chocs) permettent de mieux apprécier le degré de symétrie des chocs. Mais l'interprétation des résultats de ces divers modèles d'analyse reste difficile comme tenu des nombreuses hypothèses et, parfois, des restrictions inhérentes à leur procédure d'estimation.

Au centre des préoccupations se retrouve celle d'identifier correctement la nature des chocs et leur mécanisme de transmission. Il est stupéfiant de penser que le choix d'un régime dépend de la structure industrielle comparative et de la nature des chocs probables. Deux régions produisant un même bien (pétrole) peuvent faire face à des chocs différents : grève chez l'une, harmonie de travail chez l'autre ; cela en vient à éliminer l'avantage d'une union monétaire. D'un autre côté, un choc symétrique (crise pétrolière engendrant des hausses de prix) ne conduit pas nécessairement à une même politique de stabilisation dans les deux régions. Par-dessus tout, un choc symétrique ou asymétrique

18. Voir notamment Guglielmo (1993), Dibooglu et Horvath (1997).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

reste imprévisible et peut n'avoir aucun rapport avec la structure industrielle. Au demeurant, on aimerait bien connaître les pays qui ne sont soumis qu'à des chocs internes ou externes. À ce sujet, une économie de petite taille, relativement ouverte et exportatrice de matières premières (tel le Canada), sera davantage soumise à des chocs externes qu'internes. Bien sûr, une économie répondant à ces caractéristiques réagit fortement aux chocs externes, mais cela ne signifie pas pour autant qu'elle est immunisée contre les chocs internes. Par ailleurs, l'idée d'associer les chocs asymétriques à des chocs transitoires et les chocs symétriques à des chocs permanents, comme chez Wyplosz (1989) et Bayoumi et Eichengreen (1997), ne nous éclaire pas davantage sur la nature de ces chocs.

3.2. Les nouvelles bases de politiques monétaires : de la monnaie sans inflation

Outre les faiblesses relatées plus haut sur la théorie des zones monétaires optimales, il convient de pousser le débat tout en intégrant certains éléments de la conjoncture économique actuelle, négligés jusqu'alors. D'abord, l'euphorie des années 1950 et 1960 entraînent de nombreuses crises économiques marquées par des chocs pétroliers, de la stagflation et par l'endettement extérieur de nombreux pays en développement. Ces situations créent des déséquilibres fondamentaux dans la balance des paiements. Ensuite, et c'est l'argument essentiel, il est désormais reconnu qu'une des principales caractéristiques de l'économie mondiale de la décennie en cours et de celle à venir est l'ampleur, la complexité et la rapidité des mouvements de capitaux.

Dans ce contexte, on observe que des ajustements répétés des taux de change ne corrigent pas les déséquilibres extérieurs. En effet, les études de Kaldor (1978), Triffin (1978) et de Thirlwall (1988) expliquent bien que sur la période de flexibilité des taux de change allant de 1972 à 1977, cinq pays excédentaires (Japon, Suisse, Allemagne, Pays-Bas, Belgique-Luxembourg) consolident leur excédent en même temps que leur taux de change s'apprécie. De leur côté, cinq pays déficitaires (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Italie, France) subissent, au cours de cette même période, une dépréciation de leur solde, concourant à une dépréciation de leurs devises. Ainsi, les principaux pays industrialisés, de l'avis de Kaldor, sont restés insensibles aux fluctuations de leurs taux de change effectifs. Des exemples tout récents de cas de dévaluations importantes, comme la crise du peso, la dévaluation du franc CFA en Afrique de l'Ouest et les dévaluations suédoise et italienne du début des années 1990, sont également riches en enseignement. D'abord, l'OMC (1998, p. 5) constate que les exportations de ces pays ont été stimulées durant

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

les trois années suivant la dévaluation et que les importations se sont contractées dans la première année, mais ont recommencé à augmenter par la suite. Dans le cas de la crise asiatique, les exportations des pays concernés risquent d'être entravées par les difficultés du secteur bancaire qui ne pourra pas financer la production. En outre, précise l'OMC, le prix de revient des produits d'exportation à forte teneur en intrants importés risque d'augmenter en raison du renchérissement des importations, largement facturées en dollars.

Par ailleurs, en dépit des études controversées sur l'effet de variation des taux de change, il y a des réalités qui ne peuvent pas passer inaperçues. De fait, toute variation prononcée de la valeur d'une devise (le plus souvent avec dépréciation) est le reflet d'un déséquilibre sur les marchés, soit une politique monétaire et fiscale inadaptée, un goulot d'étranglement sur les marchés que les spéculations ne feront que raviver, à tort ou à raison. C'est notamment le cas actuel du rouble dans la Fédération de Russie qui, le 17 août 1998, s'est dévalué de près de 34 % par rapport au dollar, après l'endettement massif de Moscou et malgré les mesures de sauvetage accordées in extremis par le FMI. La crise du peso mexicain, en décembre 1994, et celle spectaculaire et récente des devises asiatiques sont des signes visibles, à des degrés variables, des difficultés économiques auxquelles sont confrontés ces pays, en l'occurrence la défection des investisseurs étrangers, la faiblesse du système financier, le niveau d'alourdissement du service de la dette du secteur privé ou public, un haut déficit du compte courant…

Les difficultés de la lire italienne et de la livre sterling en 1992, forçant leur retrait du SME (Système monétaire européen), ou encore la glissade actuelle de la parité du dollar canadien vis-à-vis le dollar américain à des niveaux sans précédent, indiquent hors de doute toute l'importance des problèmes d'alignement des devises, qu'ils soient ou non engendrés par des spéculations. Si l'on recule un peu dans le temps, on observe des fluctuations de devises qui s'associent à une situation de crise : la livre sterling dévaluée de 14,3 % en novembre 1967 ; le franc français dont la valeur a chuté d'environ 5,0 % en 1969 après la grève généralisée de mai-juin 1968 ; ou la faiblesse sur les marchés en 1967, du markka finlandais, de la peseta espagnole et du punt irlandais, en raison de la faible croissance économique de ces pays.

Qui plus est, on sait maintenant qu'une dépréciation de monnaie force les importateurs à un choix douloureux : hausser les prix et miner leurs positions concurrentielles ou réduire leur marge de profit. Les sociétés fortement endettées en devises étrangères ou qui importent des matières premières en vue de les transformer sont généralement perdantes. Enfin, vendre à rabais à l'étranger ne se révèle pas une stratégie

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

appropriée pour soutenir la concurrence à long terme, ni pour rehausser le bien-être de la population. Avec la globalisation des marchés financiers, la politique monétaire doit être recentrée autant sur ses indicateurs que sur ses effets macroéconomiques. Le recours à des agrégats monétaires (M_1, M_2 ou M_3) comme indicateurs de politique devient inopérant en raison du caractère de plus en plus endogène de l'offre de monnaie (Solomon, Moore, Kaldor, 1989). L'indicateur de politique monétaire qui est désormais privilégié sur les marchés est le taux d'intérêt, dont la fixation ne répond pas toujours aux exigences de l'économie nationale, mais peut être imposée de l'extérieur en vertu de la règle de parité[19].

La perte d'autonomie de la banque centrale qui en découle fait en sorte qu'il est difficile, voire illusoire, de vouloir poursuivre une politique monétaire fondée sur des règles précises et, surtout, expansionniste pour stimuler l'économie avec le risque d'engendrer une spirale inflationniste. Une politique monétaire restrictive ne résulte pas nécessairement en un bas taux d'intérêt, mais présente au moins l'avantage de ne pas encourager des poussées inflationnistes. Conséquemment, peu de marge de manœuvre revient à une banque centrale, dans le contexte de mondialisation des marchés financiers, pour poursuivre un objectif de stabilité des prix et, bien entendu, pour jouer son rôle de garant du système financier. À quoi sert alors la monnaie dans une telle conjoncture ? Elle tient lieu de moyen de paiement et de réserve de valeur, mais ne devrait pas être perçue comme outil de stimulation des activités économiques comme Nyahoho (1995) le rappelle. La théorie de Hayek (1976), dénonçant le monopole étatique d'émission de la monnaie, trouve son explication dans le constat que tout motif d'impression de la monnaie autre que celui de préserver sa valeur est fondamentalement inflationniste. Mais la solution à ce problème de gestion monétaire ne consiste pas à briser le monopole des États et à permettre la multiplicité des devises, justement à cause de la dématérialisation des marchés financiers, laquelle relance la spirale dette-inflation.

Un pays devrait-il choisir entre un régime fixe ou un régime flexible de taux de change ? Nous estimons que la question est mal posée, et voici pourquoi. La fixité des taux de change implique nécessairement une monnaie d'ancrage ou un bien intermédiaire, tel l'or. C'est ici où le bât blesse : les éléments déstabilisateurs de l'ère étalon-or (1890-1914),

19. Le Federal Reserve a abandonné dès octobre 1982 l'indicateur M_1 comme objectif de politique monétaire. Pour sa part, la Banque du Canada, dans la conduite de sa politique monétaire entre 1975-1982, s'est donnée pour cible M_1, mais utilisant les taux d'intérêt comme instrument d'intervention. Depuis 1982, la Banque du Canada a abandonné la cible M_1.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de l'étalon de change-or (établi à la conférence de Gênes en 1922) et du système de Bretton Woods indiquent hors de tout doute les vices d'un régime fixe des taux de change (voir chapitre suivant). L'approche consistant à se rallier à une devise dominante ou à instaurer un « *currency board* » n'est pas plus séduisante en raison des problèmes inhérents de crédibilité, des aléas de la conjoncture et, surtout, compte tenu du fait qu'il n'y a rien, en pratique, d'irrévocablement fixe. Donc, le régime flexible s'impose de facto et il n'appartient qu'à chaque banque centrale de s'assurer que leur devise ait un pouvoir d'achat constant.

Ainsi réglé le choix du régime en faveur de la parité flexible, reste à connaître les critères présidant à la formation d'une union monétaire. Certes, des éléments identifiés dans la théorie des zones monétaires optimales, tels le degré de mobilité des facteurs de production, la flexibilité des prix et des salaires, l'ouverture de l'économie, le degré de diversification de production, la compatibilité des orientations de politiques économiques, constituent des conditions favorables pour la formation d'une zone monétaire, mais non nécessaires pour les raisons évoquées précédemment. Après tout, ce qui compte, c'est la volonté des pays de s'associer pour conduire conjointement leurs politiques monétaires et fiscales. Le véritable enjeu est d'offrir de la « bonne monnaie », c'est-à-dire sans inflation. Précisons ici que la coopération monétaire, sur une base bilatérale ou régionale poursuivant l'objectif de stabilité des prix, permet d'éviter des « guerres de devises ». La proposition de Cooper (1986) de créer une monnaie unique mondiale se comprend aisément, mais se bute à des préférences nationales (Nyahoho, 2000). Que l'Union européenne constitue ou non une zone monétaire optimale, le succès ou l'échec de l'ambitieuse aventure de création d'une monnaie unique en l'an 2 000 dépend de la volonté politique de chaque État membre. Il est d'ailleurs éloquent que l'Italie, dont le ratio de dette (120 %) est presque le double du critère de Maastricht, fasse partie des 11 premiers pays qui adoptent la monnaie unique (l'euro). Jusqu'à ce jour, les zones monétaires, dont la zone franc, ou les États unitaires tels les États-Unis et le Canada, se sont constitués sur des considérations géopolitiques.

3.3. Synthèse

La théorie des zones monétaires optimales a le mérite d'avoir identifié les facteurs favorables à la constitution de ces zones. Mais, les prémices sur lesquelles reposent cette vision des choses, en l'occurrence la capacité de correction des déséquilibres par des fluctuations du taux de change, ne cadrent ni avec des évidences empiriques ni avec la conjoncture actuelle. Le choix d'un régime de change ne peut être fonction du degré de mobilité des facteurs de production, de la diversité industrielle,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de la pente de la courbe de Phillips, de l'ouverture au commerce extérieur et encore moins du degré de diversification de production. Plus encore, depuis la chute du Bretton Woods, le régime flexible s'impose, qu'il soit dirigé, semi-dirigé ou qu'il prenne la forme illusoire d'une fixité temporaire. Aussi, avec la globalisation des marchés financiers, la politique économique ne peut être envisagée que dans un sens vertueux : de procurer de la « bonne monnaie », sans inflation.

Quant à l'opportunité d'appartenance à une zone monétaire, elle répond davantage aux considérations géopolitiques. On peut d'ores et déjà déduire des implications des réformes du FMI. La coordination monétaire sous un régime flexible ou une monnaie unique, dans un cadre bilatéral, régional, voire multilatéral, constituent des voies à privilégier, indépendamment des indicateurs de convergence macroéconomique.

4. CONSÉQUENCES DE LA VOLATILITÉ DES TAUX DE CHANGE

Les réformes du système monétaire international ont toujours été marquées par la volonté des participants d'assurer une stabilité des taux de change. Le système de Bretton Woods a clairement pour objectif d'éviter de voir apparaître à nouveau le spectre des dévaluations de l'entre-deux-guerres. Après la chute du Bretton Woods en 1971 et le retour du régime flottant, les pays membres ne cachent pas leurs préoccupations de voir une certaine stabilité du marché des changes. À cet égard, la rencontre au Château de Rambouillet du Groupe des 7, vers la fin de 1975, demandait une révision du FMI afin de mettre en place un régime flexible, tout en évitant, fut-il précisé, les fluctuations erratiques des taux de change. L'Union monétaire européenne, se caractérise particulièrement par l'objectif de stabilité des changes à l'intérieur de la Communauté. À la lumière des faits historiques que nous venons d'esquisser, on peut se demander pourquoi un régime de taux entièrement flexible a peu d'adeptes. Répondre à une telle question, c'est d'abord évaluer les arguments pour ou contre les taux flottants.

Parmi les arguments les plus souvent cités contre les taux flexibles, on retrouve : la discipline monétaire, la vulnérabilité aux chocs et l'impact sur le commerce. Examinons chacune de ces raisons, tout en indiquant à la fois le pour et le contre.

L'argument d'absence de discipline monétaire dans un régime flexible est avancé en se basant sur le fait que les banques centrales, n'ayant plus l'obligation de maintenir un taux fixe, vont s'engager dans un processus inflationniste : elles seront tentées de recourir à des dévaluations pour un ajustement de la balance des paiements. Cet argument

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

mérite d'être nuancé puisque les banques centrales ne sont pas les seuls intervenants sur le marché financier, de sorte que leurs actions peuvent s'avérer nulles. L'intégration poussée des marchés financiers requiert une certaine discipline dans la politique monétaire. Martson (1988) identifie quatre raisons pour lesquelles la discipline d'un régime fixe est moins complète : 1) le régime fixe n'amène pas de discipline dans la politique fiscale, surtout si les flux de capitaux sont sensibles aux différentiels de taux d'intérêt ; 2) au regard du problème N – 1 (de redondance ou de consistance), la discipline imposée par un régime fixe, où les monnaies nationales sont en parité face à une devise commune, n'est complète qu'en autant qu'elle s'applique aussi au pays ayant la devise de référence ; 3) un régime fixe, dont la parité des devises est reliée à une marchandise (tel l'or), est loin d'imposer la discipline requise. En fait, la quantité d'or disponible est limitée par les découvertes et les capacités d'extraction, de sorte qu'il se pose un problème de liquidité qui ne peut être résolu que par la mise au point d'un nouveau système de paiement. En cas de crise de la balance des paiements, des pays peuvent aussi recourir à une dévaluation (hausse du prix de l'or par rapport à leurs monnaies) ou, alors, suspendre la convertibilité ; enfin 4), dans un régime de parité fixe, défini par rapport à une devise, N – 1 pays peuvent recourir à des dévaluations pour fins de correction de la balance des paiements, alors que le énième pays se voit contraint de ne pas le faire. Ainsi, un régime fixe se caractérise par une asymétrie des règles d'interventions des banques centrales et il est loin d'imposer une discipline à tous ses membres.

Quant au deuxième argument, il suppose que le taux flexible rend l'économie plus vulnérable aux chocs monétaires ou fiscaux… Par exemple, un pays est soumis à une hausse de la demande de monnaie sur le marché domestique, ce qui a le même effet qu'une baisse de l'offre de monnaie. Le stock de monnaie baissant, les taux d'intérêt se relèvent, entraînant une appréciation de la devise, une baisse des exportations et de la production nationale brute. Dans un régime de parité fixe, le pays en question doit empêcher l'appréciation de sa monnaie en achetant les devises étrangères et augmenter le stock de monnaie pour faire face à la pression de la demande initiale. Ainsi, les taux flexibles sont des sources de déséquilibre sur les marchés (inflation, chômage…), Cooper (1987), après examen de cette problématique, en vient à reconnaître qu'il n'en est rien. L'auteur précise que la remontée de l'inflation et du chômage du début des années 1970, en comparaison aux années 1950 et 1960, est antérieure au régime flexible. De plus, la liquidité internationale s'est constamment accrue entre 1969 et 1972 (en doublant), durant une période de parité fixe plutôt que flexible. En d'autres termes, le régime flexible a servi à résoudre les problèmes économiques déjà présents à l'aube des années 1970, non pas à les créer !

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cooper souligne que le régime flexible n'est pas un facteur explicatif du choc pétrolier de 1973-1974. Les divergences entre les politiques nationales pour sortir de la récession expliquent les fluctuations des taux de change. Alors que les États-Unis ont voulu jouer le rôle de locomotive par une politique expansionniste, le Japon et l'Allemagne n'ont pas suivi cette voie, entraînant un déficit énorme du compte courant américain et une faiblesse du dollar. Une coopération des politiques entre les pays aurait permis d'éviter la turbulence du marché financier dans les années 1977-1978.

Krugman et Obstfeld (1991, p. 541-545) abondent dans le même sens que Cooper, à savoir que les fluctuations des taux de change des années 1970 et 1980 reflètent fondamentalement les politiques monétaires et fiscales des pays. La baisse du dollar, vers la fin des années 1970, coïncide avec la politique monétaire laxiste du Federal Reserve System, alors que sa remontée, entre 1980 et 1985, va de pair avec une politique monétaire restrictive et un déficit budgétaire sans précédent. Donc, les faits ne semblent pas supporter l'hypothèse de spéculations déstabilisatrices du taux de change.

Le retour au régime flexible n'enlève pas la nécessité d'éliminer l'incertitude sur le marché des changes. Bien entendu, cet objectif de stabilité peut être atteint par la mise au point d'une monnaie internationale avec une banque centrale mondiale, comme certains le souhaitent, tels Kindleberger et Cooper. Mais on est encore loin de cette vision des choses, de sorte que le marché financier actuel, et pour longtemps encore, témoigne de la présence de nombreuses devises soumises à des variations journalières.

La fluidité des mouvements de capitaux juxtaposée à la spéculation sur les marchés rend inefficaces les interventions des banques centrales, prises individuellement ; elles font en sorte que les variations des taux de change ne corrigent pas entièrement le déséquilibre du compte courant. La conduite de la politique monétaire devient complexe à cause de son incidence sur les taux de change et de son impact inflationniste sur le marché domestique. L'école monétariste et des actifs financiers nous rappelle, à bon escient, que la politique monétaire d'un pays doit être considérée avec celle de ses partenaires commerciaux. C'est dans ce contexte que l'on évoque la nécessité d'une concertation entre les banques centrales ; ce sujet sera examiné au chapitre traitant du système monétaire international.

Enfin, on conçoit que les taux flexibles, en créant une incertitude sur les prix importés et exportés, rendent le commerce international fort risqué. Un tel régime de change contribue à une diminution du commerce et à une baisse des investissements à l'étranger. Plusieurs études

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

économiques ont été consacrées à l'évaluation de l'impact des variations du taux de change sur le commerce ; elles ne sont guère concluantes. Pour certains auteurs, tels Hooper et Kohlhagen (1978), la variabilité des taux de change a un impact significatif sur les prix, mais n'a pas d'effet significatif sur le volume des transactions. Bélanger *et al*. (1990) ont examiné le sujet dans le cadre des échanges Canada-États-Unis pour conclure qu'« en général, la variabilité du taux de change n'a pas réduit de manière significative le volume du commerce nord-américain sur la période du taux flottant ». Ce point de vue sur l'impact de l'incertitude du taux de change est également partagé par Côté (1986), Bailey, Tavlas et Ulan (1986, 1987), Gotur (1985) et par le FMI (1984). Pour d'autres auteurs, notamment Cushman (1983, 1986, 1988), M.C. Thursby et J.C. Thursby (1987), Markus (1986) et De Grauwe (1988), la variabilité du taux de change a un impact significatif tant sur les prix que sur le volume du commerce.

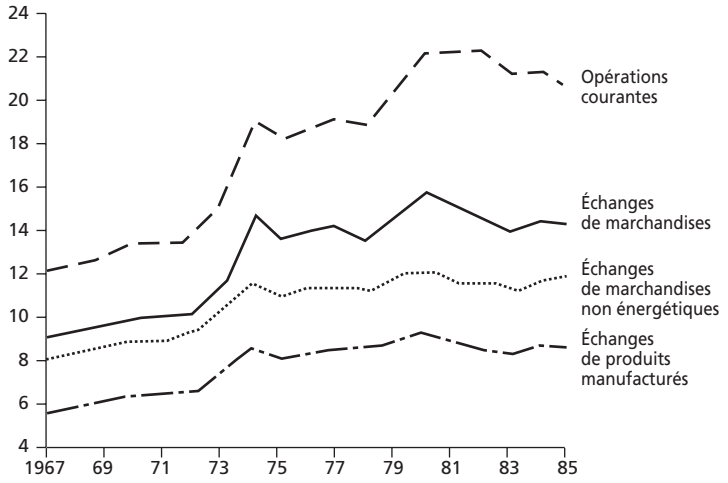
Comme Bélanger *et al*. (1990) l'ont fort bien noté, ces constats divergents des études théoriques s'expliquent par le choix des données utilisées, la période considérée, la méthode économétrique d'estimation, les pays couverts, et surtout, par l'indicateur de variabilité du taux de change. Au-delà de ces estimations économétriques, on peut aussi se référer à des évidences empiriques. Krugman et Obstfeld (1991) ont calculé le ratio de la moyenne des importations et des exportations de biens et services sur la production pour six pays industrialisés (Canada, Allemagne, États-Unis, Italie, Japon et Royaume-Uni). Sur toute la période considérée (de 1956 à 1988), ce ratio s'est sensiblement accru pour chacun des six pays avec quelques légères amplitudes à la baisse par moments. L'augmentation de ce ratio, après 1973 (date de retour du régime flottant), s'est aussi maintenue même après la correction de l'inflation générée par les chocs pétroliers. Les auteurs soulignent qu'il est malaisé de comparer la croissance du commerce mondial avant et après la chute du Bretton Woods, puisque les années 1970 et 1980 sont davantage marquées par un protectionnisme de plus en plus virulent. On tombe ici dans le vieux débat de savoir si le protectionnisme est une résultante du régime flexible. Attali (1988) rappelle : « La vraie sagesse, qui peut-être était partagée par Harry Dexter White et John Maynard Keynes, énonce que vous ne pouvez pas avoir à la fois le libre-échange et des taux flottants. Soit que vous avez des taux fixes et le libre-échange, soit que vous avez le protectionnisme avec des taux flexibles. »

L'analyse de l'évolution du commerce mondial a été effectuée par Brender et Kessler (1988) dont voici, brièvement exposés, les principaux constats.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Au lendemain des ruptures industrielles, monétaires et énergétiques du début de la décennie 1970 on avait constaté un renforcement de l'interdépendance des économies : une part de plus en plus importante du produit mondial était échangée [voir figure 4.10]. L'augmentation du prix du pétrole y avait évidemment contribué. Mais le risque d'un repli des économies nationales sur elles-mêmes avait été évité : pour payer leur pétrole, les pays consommateurs s'étaient efforcés de vendre plus, en particulier des produits manufacturés. À prix courants, l'interdépendance – mesurée par le rapport des échanges commerciaux au PNB mondial – s'en trouvait durablement renforcée [figure 4.11]. Le deuxième choc pétrolier et les désordres financiers et monétaires des années 1980 n'ont pas remis cette logique en cause. En valeur, l'interdépendance marque le pas, mais ne recule pas.

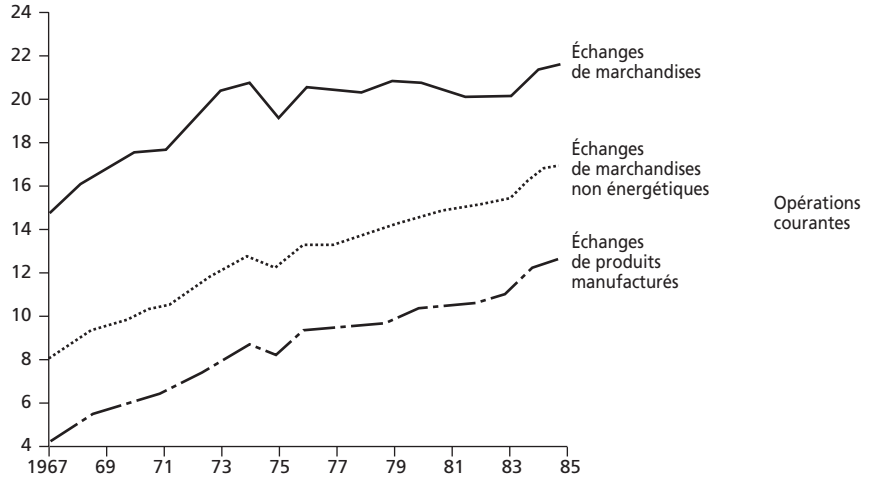
FIGURE 4.10
Échanges mondiaux rapportés au PIB mondial à prix et taux de change courants (en pourcentage)



© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

FIGURE 4.11
Échanges mondiaux rapportés au PIB mondial à prix et taux de change de 1980



Changes flottants : un système moins coûteux

[…] Henri Lepage : « Pensez-vous qu'un système de changes flottants est à même de fonctionner de façon efficace dans un monde où des masses considérables de capitaux internationaux peuvent, du jour au lendemain, se déplacer d'un point à un autre de la planète ? »

Milton Friedman : « C'est dans un régime de changes fixes que ces masses considérables de capitaux poseraient des problèmes insolubles. Avec des changes flottants, elles n'en posent aucun. L'un des grands problèmes de notre époque est que nous vivons dans un monde où les dirigeants des banques centrales ne peuvent se résoudre à accepter l'institution d'un système monétaire qui aboutit à diminuer considérablement leur rôle dans la gestion des questions financières mondiales. D'où leur insistance à "contrôler" les flottements, et leur refus, à tort, de laisser fonctionner un régime de changes flottants réellement pur. Nous avons un système bâtard, et comme tout système bâtard, moins efficace que le modèle que je propose. Cela dit, même si nous avons des flottements "impurs", je considère que ce système est moins dangereux et moins coûteux que tout système de parités fixes.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Henri Lepage : « Peut-on accepter, sans danger, des fluctuations extrêmement fortes des taux de changes – comme on en a, par exemple, connues dans les années 1920 ? »

Milton Friedman : « Bien sûr. On n'a pas le choix. Tout dépend des gestions monétaires internes. Si celles-ci sont très instables, comme ce fut le cas en France au lendemain de la Première Guerre mondiale, il faut en accepter les conséquences, c'est-à-dire l'instabilité de la valeur externe de la monnaie. Le flottement n'est pas un alibi pour mener n'importe quelle politique économique domestique. On ne peut pas isoler les variations des taux de changes de l'évolution des conditions monétaires internes […]

Source : Extraits d'interview de Milton Friedman avec Henri Lepage pour la revue *Entreprise* (19 avril 1974), paru dans *Problèmes économiques*, nº 2-319 et 2-320, 31 mars – 7 avril 1993.

RÉSUMÉ

1. L'internationalisation poussée des marchés financiers, par la rapidité de transmission des défauts d'une institution nationale à ses consœurs dans le monde entier, accentue le risque de défaillance du système monétaire international. La concurrence excessive sur le marché interbancaire peut conduire à la disparition des firmes marginales, minant ainsi une des caractéristiques essentielles de l'industrie : la confiance. Des observateurs relatent que l'irrationalité des marchés financiers est telle que la pratique du libéralisme dans cette industrie s'avère assez problématique. On souligne d'ailleurs la possibilité des fuites de capitaux et la délocalisation des services financiers dans certaines régions géographiques.

2. Sur les causes du risque du système financier, les explications sont diverses, mais la théorie de l'information asymétrique et des coûts d'agence se révèle fort plausible. En effet, face au problème d'antisélection et du risque moral, les institutions prêteuses ont tendance à pratiquer une politique de rationnement de crédit, pavant la voie aux faillites. Ainsi, parmi les causes du risque du système financier figurent une hausse des taux d'intérêt, une hausse de l'incertitude, une détérioration des bilans financiers et des paniques bancaires par le biais de l'effet mimétisme.

3. L'urgence d'assurer une supervision efficace et globale des opérations bancaires a donné lieu à la proposition du Concordat de Bâle, endossée par le Groupe des 10 et plus tard ratifiée par

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d'autres pays. Aux termes de cet accord, le pays d'origine et le pays d'accueil partagent conjointement le contrôle des institutions financières. Un autre accord sur le ratio capital/actif vise à assurer que les institutions bancaires aient une structure de capitalisation compatible avec leurs engagements. Un ratio cible de 8 % est fixé ; on lui applique des coefficients de pondération des risques dans les actifs.

4. L'accord sur un ratio capital/actif soulève des controverses. Selon les adeptes du marché efficient, toute réglementation nuit à la vitalité de l'industrie financière. D'autres auteurs soulignent que l'importance des activités hors bilan des banques rend inopérant le ratio capital/actif. Plus encore, un système de pondération des actifs amène une spécialisation des activités bancaires ou une manipulation du système par le choix des actifs contraire au rôle d'allocation de ressources devant être joué par les services financiers. Ces diverses critiques donnent lieu à des propositions visant à lier les réglementations sur le capital à celles sur les dépôts.

5. À la question de savoir si la concurrence entre les devises amène l'émergence d'une devise dominante, plusieurs réponses sont déjà fournies. L'examen de la littérature sur le sujet nous amène à conclure que l'usage de la devise nationale sur le marché domestique est plutôt le résultat de décisions politiques que des contraintes d'échange. Selon la théorie de Hayek, le système monétaire serait plus efficace sous un régime de concurrence entre les devises et de flexibilité que sous un régime de devise-étalon. Au contraire, l'hypothèse d'instabilité considère la concurrence de devises comme déstabilisante.

6. En matière de politiques de stabilisation macroéconomiques, l'appareil IS-LM-BP permet d'illustrer les conflits entre les objectifs internes et externes et les effets de l'importance des flux de capitaux sur les politiques fiscales et monétaires qui relèvent désormais du domaine de l'art. Plus particulièrement, l'approche du monétarisme visant à contrôler l'offre de monnaie ne semble plus fonctionner avec un agrégat monétaire qui devient de plus en plus endogène. L'interdépendance des économies incite à coordonner les politiques à l'échelle mondiale.

7. Malgré les mérites analytiques de la théorie des zones optimales, cette étude explique que le choix d'un régime de change ne peut être fonction du degré de mobilité des facteurs de production, de l'ouverture vers l'extérieur, de la diversification de productions et encore moins de la pente de la courbe de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Phillips. En effet, la conjoncture actuelle impose le régime flexible, qu'il soit dirigé, semi-dirigé ou qu'il prenne la forme illusoire de fixité temporaire. Quant à l'opportunité d'appartenance à une zone monétaire, elle ressort davantage des considérations géopolitiques. Enfin, la globalisation des marchés financiers commande une politique économique idéale, c'est-à-dire fournir « la bonne monnaie », sans inflation.

8. Un régime de parité fixe ne commande pas nécessairement une discipline dans les politiques monétaires ni une moins grande vulnérabilité des économies ou un moindre risque dans le commerce mondial des biens et services. Plusieurs auteurs soulignent que les revers économiques des années 1970 et 1980 ne peuvent en aucun cas être attribuables au régime flexible. Tout au contraire, le régime vise justement le retournement progressif de l'environnement économique.

MOTS CLÉS

accord 1988
agrégat monétaire
ajustement structurel
asymétrie d'information
avantage comparatif
balance des paiements
Comité de Bâle
conflit d'objectifs
déficit budgétaire
dépôts bancaires
dette
économie d'échelle
fuite de capitaux
intégration financière
IS-LM-BP
monétarisme
nouvel accord
offre de monnaie
parité fixe
parité flexible
pilier
politiques fiscales
politiques monétaires
prêts bancaires
ratio capital/actif
réglementation
risque de crédit
risque de marché
risque financier
risque moral
risque d'opération
sélection adverse
sommet du G-7
spéculation
substitution de devises
surveillance
taux de change
vélocité
zone monétaire

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

PROBLÈMES DE RÉVISION

1. La délocalisation des services financiers vers des régions géographiques particulières selon la théorie des avantages comparatifs ne doit pas exagérément retenir l'attention. Pourquoi ?
2. Les services financiers, *en jouant avec de la monnaie*, continuent d'enregistrer une croissance d'activité qui dépasse celle des autres secteurs économiques. Pensez-vous que le fardeau d'endettement de plus en plus lourd des ménages et des entreprises, ainsi que du secteur public, risque de freiner cet élan des services financiers ou, au contraire, de l'accentuer durant la décennie en cours ?
3. L'offre de monnaie est endogène avec l'internationalisation et les innovations des marchés financiers. Évaluez.
4. Le risque de faillite du système financier trouve diverses explications, dont notamment les restrictions de prêts des banques ou la politique monétaire inadaptée de la banque centrale. Ces deux explications sont-elles plus valides dans le contexte d'internationalisation des marchés ?
5. Le contrôle du capital des banques ne peut qu'introduire une distorsion dans l'allocation des fonds. Pour une banque, plus son ratio capital/actif dépasse la norme établie, plus elle aura tendance à inclure dans son portefeuille des actifs plus risqués, ou à s'engager dans des opérations hors bilan. Devrait-on alors abandonner l'idée de contrôler le capital des banques ?
6. La taille ne semble pas être un élément déterminant dans la concurrence entre les banques. Partagez-vous ce point de vue et précisez les facteurs qui paraissent les plus déterminants.
7. L'usage de la devise nationale sur le marché domestique ne dépend pas tellement de l'attrait des devises des principaux partenaires commerciaux, mais plutôt de la volonté politique du gouvernement national. Évaluez.
8. Définissez l'illusion monétaire.
9. Précisez l'impact sur l'offre de monnaie de chacun des événements suivants :
   a) l'utilisation plus élargie des cartes de crédit ;
   b) l'augmentation du ratio des réserves obligatoires pour les banques ;
   c) un accroissement des dettes privées et publiques ;

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d) l'émergence des conglomérats financiers ;

e) un système de paiement plus rapide et moins coûteux.

10. Durant les années 1950 et 1960, plusieurs économistes, à la faveur de la théorie keynésienne, pensaient que l'inflation pouvait être combattue avec un taux de chômage plus élevé, d'où l'hypothèse de la courbe de Phillips. Expliquez la perception actuelle de cette courbe et en quoi elle diffère de celle des années antérieures.

11. Les politiques de stabilisation présentées ci-après créent-elles des conflits d'objectifs

    1. dans un régime de change flexible et de mobilité des capitaux ?

    2. dans un régime de parité fixe ?

    a) hausse des dépenses publiques pour diminuer le chômage et politique de redressement du déficit du compte courant ?

    b) politique monétaire restrictive de lutte à l'inflation et politique de réduction d'un surplus de la balance externe ?

    c) politiques monétaires de facilités de crédits bancaires pour la relance de l'emploi et politiques de réduction du déficit du compte courant ?

    d) politiques de baisse d'impôts pour réduire le chômage et politiques de diminution du surplus du compte courant ?

12. John Kenneth Galbraith, économiste réputé et ancien ambassadeur des États-Unis en Inde, déclare dans une émission télévisée le 12 octobre 1993 à Radio-Canada que l'idée de vouloir diminuer le déficit durant une récession est farfelue. L'obsession du déficit, dit-il, a fait perdre le pouvoir au gouvernement Bush en faveur de Bill Clinton dont le programme électoral était nettement plus interventionniste. Le Canada, à l'instar des États-Unis, a une économie forte avec une bonne cote de crédibilité et ne devrait pas trop se soucier du déficit, mais plutôt définir des programmes de relance des activités pour sortir de la récession. Justifiez cette perception en tenant compte de l'internationalisation des marchés financiers et, surtout, après avoir situé les causes du chômage dans le contexte canadien.

13. Friedrich Hayek, Prix Nobel d'économie en 1974 et fervent partisan de la concurrence entre les devises, disait à propos du mythe du *cours légal* de la monnaie :

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> La première idée fausse est celle du concept de cours légal. C'est sans signification, mais le concept sert à expliquer et à justifier le monopole gouvernemental dans l'émission de la monnaie [...] Dans son sens strictement légal, « le cours légal » ne désigne que le genre de monnaie qu'un créditeur ne peut pas refuser en guise de paiement d'une dette qu'on lui doit, et dans la monnaie émise par le gouvernement.
>
> Expliquez en quoi le monopole d'émission et de contrôle de la monnaie est préjudiciable à l'économie et précisez si les banques privées devraient être autorisées à offrir de la monnaie au même titre que les autres biens et services.

14. Un des problèmes courants du système monétaire international est de trouver une unité de compte qui n'est pas liée à une devise nationale et, également, de définir des règles de flexibilité des taux de change. Une coopération internationale peut-elle faciliter la résolution de ces problèmes ?

15. Depuis déjà près d'une trentaine d'années, chacun des gouverneurs de la Banque du Canada affirme que son objectif de politique monétaire est de briser l'inflation. Dites si la Banque peut avoir d'autres objectifs macroéconomiques et relevez des faits démontrant l'alignement de leurs politiques de hauts taux d'intérêt sur celles du Federal Reserve System.

16. Évaluez l'efficacité de la politique monétaire et fiscale de l'administration Reagan aux États-Unis et précisez si ces politiques ont par la suite contribué à la stabilité des prix.

17. Milton Friedman, Prix Nobel d'économie, soutient qu'une politique de stabilisation des taux d'intérêt entraîne une politique monétaire instable. Évaluez.

18. Supposons que le niveau élevé du déficit budgétaire du gouvernement américain réduit la volonté des étrangers d'investir aux États-Unis. Quelles seraient les conséquences économiques de cette réticence des investisseurs étrangers sur le dollar et l'économie américaine ?

19. Précisez le rôle et l'attitude du gouvernement américain et du gouvernement français durant les périodes de coordination de politiques ou d'intervention conjointe des principales banques centrales sur le marché des changes, notamment lors des accords du Louvre et de Venise.

20. Les fluctuations des taux de change peuvent être vues comme des fluctuations autour d'une valeur de tendance qui est déterminée par la parité du pouvoir d'achat (PPA). Expliquez le

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

mécanisme d'ajustement des taux de change et appuyez vos raisonnements sur les faits survenus au cours des trois dernières années.

21. La coordination de politiques commande nécessairement des politiques restrictives. Évaluez.

22. Définir les termes suivants : incohérence temporelle (*time inconsistent*) ; coordination ; vrai modèle.

23. Expliquez pourquoi les problèmes d'antisélection et de risque moral comptent parmi les principales causes des crises financières.

24. Définissez la théorie d'asymétrie de l'information.

25. Relevez les points de similitude et de divergence entre l'accord de Bâle 1988 et le nouvel accord de Bâle défini à la fin 2001.

26. Évaluez si les faits historiques supportent l'hypothèse que les faillites bancaires sont imputables à des réglementations plus contraignantes du secteur financier et bancaire.

27. Relevez les caractéristiques de la théorie des zones monétaires optimales et évaluez si cette théorie est le moindrement plausible face à la nouvelle architecture financière.

28. Laquelle des quatre zones (euro, dollar américain, dollar canadien, franc CFA) répond le mieux aux critères de la théorie des zones monétaires ?

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta, Michel (1997). « Crises et cycles financiers », *Problèmes économiques*, nos 2-541 – 2-542, 5-12 novembre.

Akerlof, George A. (1970). « The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mecanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, p. 488-500.

Andersen, Léonall C. et Jerry L. Jordan (1968). « Monetary and Fiscal Actions : A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization », *Federal Reserve System of Saint Louis Review*, novembre, p. 11-24.

Artis, M. (1991). « One Market, One Money : An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union », *Open Economies Review*, vol. 2, p. 315-321.

Ascah, Louis (1984). « Néo-keynesiens à la Friedman-Lucas ? » *L'Actualité économique*, vol. 60, n° 1, mars.

Aschheim, Joseph et Y.S. Park (1976). *Artificial Currency Units : The Formation of Functional Currency Areas*, Princeton, Princeton University Press.

Attali, Jacques (1988). « The costs of Changing the International Monetary System », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, NBER, Chicago, University of Chicago Press.

Attali, Jacques (1988). « Exchange Rates, Macroeonomic Policies, and the Debt Problem », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, NBER, Chicago, University of Chicago Press.

Bailey, M.J., G.S. Tavlas et M. Ulan (1986). « Exchange Rate Variability and Trade Performance : Evidence for the Big Seven Industrial Countries », *Review of World Economics*, vol. 122, p. 466-477.

Banque des règlements internationaux, *Rapport annuel*, divers numéros.

Barthalon, Eric (1998). « Crises financières : panorama des explications », *Problèmes économiques*, no 2-595, 16 décembre.

Bayoumi, Tamim (1994). « A Formal Model of Optimum Currency Areas », *IMF Staff Papers*, vol. 41, n° 4, décembre, p. 537-558.

Bayoumi, Tamim et Barry Eichengreen (1992). « Shocking Aspects of Monetary Unification », *NBER Working Paper*, no 3949, janvier.

Bayoumi, Tamim et Barry Eichengreen (1997). « Ever Closer to Heaven ? An Optimum-currency Area index for European Countries », *European Economic Review*, vol. 4, p. 761-770.

Bean, Charles R. (1992). « Economic and Monetary Union in Europe », *Journal of Economic Perspectives*, automne, p. 31-52.

Bélanger, Denis *et al.* (1990). « The Impact of Exchange Rate Variability on Trade Flows : Further Results on Sectorial US Imports from Canada », *Cahiers du CETAI*, Montréal, HEC.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Bélanger, Serge (1990). « Regulation Must Recognize International Banking Realities », *The Bankers Magazine*, novembre/décembre.

Bentson, G.J., G.A. Hanweek et D.V. Humphrey (1982). « Scale Economies and Banking : A Restructuring and Reassessment », *Journal of Money, Credit and Banking*, 14 novembre, p. 435-456.

Bernanke, Ben S. (1983). « Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol.73, p. 257-276.

Bernanke, Ben S. et Cara S. Lown (1991). « The Credit Crunch », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, Washington (D.C.), The Brookings Institution.

Bernanke, Ben S. et Mark Gertler (1989). « Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 79, p. 14-31.

Bernanke, Ben S. et Mark Gertler (1995). « Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, automne, p. 27-48.

Blanchard, Olivier J. and Danny Quah (1989). « The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances », *American Economic Review*, septembre, p. 655-673.

Bond, D.E. et R.A. Shearer (1972). *The Economics of the Canadian Financial System : Theory, Policy and Institutions*, p. 441-442, Scarborough, Ontario, Prentice Hall.

Brender, Anton et Véronique Kessler (1988). « Les échanges mondiaux : quinze années de turbulences », *Problèmes économiques*, nº 2-072, 27 avril.

Bruner, Karl (1972). « Money, Debt and Economic Activity », *Journal of Political Economy*, vol. 80, n° 5, p. 951-977.

Bulletin du FMI (1988). « Comité de Bâle : Propositions des normes internationales en matière de fonds propres bancaires », *Problème économiques*, nº 2-071, 20 avril.

Calomiris, Charles W. et Gary Gorton (1991). « The Origins of Banking Panics : Models, Facts, and Bank Regulation », dans R.G. Hubbard (dir.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, University of Chicago Press.

Calvo, G.A. et C.A. Rodriguez (1977). « A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations », *Journal of Political Economy*, vol. 85, p. 617-625.

Canzoneri, Mathew B. et Patrick Minford (1988). « When International Policy Coordinations Matters : An Empirical Analysis », *Applied Economic*, vol. 29.

Canzoneri, Mathew B. et Patrick Minford (1988b). « Policy Interdependence : Does Strategic Behaviour Pay ? », dans D.R. Hodgman et Geoffrey Woods (dir.), *Macroeconomic Policy and Economic Interdependence*, New York, MacMillan Publishers.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Caporale Guglielmo, Maria (1993). « Is Europe an Optimum Currency Area ? Symetric versus Asymmetric Shocks in the EC », *National Institute Economic Review*, vol. 144, p. 95-103.

Caramazza, Francesco and Jahangir Aziz (1998). « Fixed or Flexible ? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s », IMF, *Economic Issues 13*.

Carlson, John (1989). « Debat Growth and the Financial System », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression), New York.

Cecchetti, Stephen G. (1995). « Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism », Federal Reserve System of St. Louis, *Review 77*, mai/juin, p. 83-97.

CNUCED (2001). « Trade and Development Report » chapitre de *Reform of the International Financial Architecture* », Genève, ONU.

Cohen, Daniel (1989). « The Costs and Benefits of a European Currency », dans Marcello De Cecco et Alberto Giovanni (dir.), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, New York, Cambridge University Press.

Cohen, Daniel et Charles Wyplosz (1989). « The European Monetary Union : An Agnostic Evaluation », dans Ralph Bryant *et al*. (dir.), *Macroeconomics Policies in an Interdependent World*, Washington, IMF.

Comité de Bâle (2001). « The New Basel Capital Accord : An Explanatory Note », *BRI*, janvier.

Comité de Bâle (2001b). « Vue d'ensemble du nouvel accord de Bâle sur les Fonds propres, document soumis à consultation », *BRI*, janvier.

Conseil économique du Canada (1989). *Les marchés canadiens et la mondialisation*, Ottawa, Approvisionnements et Services, Canada.

Cooper, Richard N. (1986). « Economic Interdependencies and Coordination of Economic Policies », dans Richard Cooper, *Economic Policy in an Interdependent World*, Cambridge, MIT Press.

Cooper, Richard N. (1987). « The International Monetary System », essays dans *World Economics*, Cambridge, The MIT Press.

Corden, W.M. (1972). « Monetary Integration », *International Finance,* vol. 93, Princeton, Princeton University Press.

Corden, W.M. (1993). « The Theory of Monetary Integration Revisited », dans S. Courakis et G.S. Tavlas (dir.), *Financial and Monetary Integration*, Cambridge, Cambridge University Press (forthcoming).

Côté, Agathe (1986). « Les effets de la variabilité des taux de change sur le commerce international, une analyse pour le Canada », *L'Actualité économique*, vol. 62, p. 501-520.

Courchesne Thomas, Richard Harris (1999). *From Fixing the Monetary Union : Options for North American Currency Integration*. C.D. Howe, Commentary n° 127, juin, 28 pages

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Crouchy, M. et D. Galai (1986). « An Economic Assessment of Capital Requirements in the Banking Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 10, juin, p. 231-242.

Cusham, D.O. (1983). « The Effects of Real Exchange Rate Risk on International Trade », *Journal of International Economics*, vol. 15, p. 45-63.

Cusham, D.O. (1986). « Has Exchange Risk Depressed International Trade ? The Impact of Third-Country Exchange Risk », *Journal of International Money and Finance*, vol. 5, p. 361-371.

Cusham, D.O. (1988). « US-Bilateral Trade Flows and Exchange Risk During the Floating Period », *Journal of International Economics*, vol. 24, p. 317-330.

De Grauwe, Paul (1988). « Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade », *IMF Staff Papers*, vol. 35, p. 63-84.

De Grauwe, Paul (1992a). « German Monetary Unification », *European Economic Review*, vol. 36, p. 445-453.

De Grauwe, Paul (1992b). *The Economics of Monetary Integration*, Londres, Oxford University Press.

Devereux, Michael (1990). « International Cooperation, Precommitment and Welfare », *International Economic Review*, vol. 31, n° 2, mai.

Devereux, Michael (1991). « Does a Monetary Union Require International Fiscal Policy Coordination ? », *The Economic and Social Review*, vol. 23, n° 1, octobre, p. 35-54.

Devires, Margaret (1968). « The Magnitude of Exchange Devaluation », *Finance and Development*, vol. 5, n° 2, 2e trimestre, p. 8-12.

Dibooglu, Selahattin et Julius Horvath, (1997). « Optimum Currency Areas and European Monetary Unification », *Comtemporary Economic Policy*, vol. 15, n° 1.

Dietrich, Kimball J. (1991). « Consequences of 1992 for Competition in Financial Services : Banking », dans C. Wihlborg, M. Fratianni et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Duesenberry, James S., *Money and Credit : Impact and Control*, 3e édition, New York, Prentice-Hall inc, p. 105-120.

Eichengreen, Barry (1990a). « Is Europe an Optimum Currency Area ? », *Discussion Paper no 478*, Center for Economic Policy Research.

Eichengreen, Barry (1990b). « One Money for Europe ? Lessons from the Us Currency Union », *Economic Policy*, p. 117-187.

Eichengreen, Barry (1996). *Globalizing Capital*, Princeton (N.J.), Princeton University Press.

Eichengreen, Barry (1999). *Toward a New International Financial Architecture : A Pratical Post-Asia Agenda*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Eichengreen, Barry, James Tobin et Charles Wyplosz (1995). « Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance », *The Economic Journal*, janvier ; en français « Comment glisser quelques grains de sable dans les rouages de la spéculation internationale », *Problèmes économiques*, n° 2-4291, juin.

Emminger, Otmar (1967). « Practical Aspects of the Problem of Balance-of-payments Adjustement », *Journal of Political Economy*, vol. 75, août, p. 512-522.

Evans, M.K. (1969). *Macroeconomic Activity*, New York, p. 3.

Fama, E.F. (1970). « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, vol. 25.

Feldstein, Martin (1983). « The World Economy », *The Economist*, juin.

Feldstein, Martin (1987). « The End of Policy Coordination », *The Wall Street Journal*, vol. 9, novembre.

Financial Times (1997). « Les défaillances bancaires sont-elles dues à l'absence de réglementation ou aux chocs macroéconomiques ? », dans *Problèmes économiques*, n° 2.541-2.542, 5-12 novembre.

Fisher, Stanley (1998). « The Asian Crisis and the Changing Role of the IMF », dans *Finance/Development*, vol. 35, n° 2.

Fleming, J.M. (1971). « On Exchange Rate Unification », *Economic Journal*, vol. 81, p. 467-488.

FMI, *Rapports annuels*, divers numéros.

Fonds monétaire international (1984). « Exchange Rate Variability and World Trade », *Occasional Paper 28*, juillet, Washington (D.C.), IMF Research Department.

Fonds monétaire international (1997). « Comment gérer aujourd'hui les risques financiers », *Bulletin du FMI*, 18 septembre 1995, repris dans *Problèmes économiques*, n^{os} 2-541, p. 2-542, 5-12 novembre.

Fonds monétaire international (2000). *Annual Report 2000,* Washington (D.C.), FMI.

Frankel, Jeffrey A. and Katharine Rockett (1988). « International Macroeconomic Policy Coordination : When Policymakers do not Agree on the True Model », *American Economic Review*, vol. 78, n° 3, juin.

Friedman, Milton et A. Schwartz (1963). *A Monetary History of United States, 1867-1960*, Princeton, University of Princeton Press.

Furlong, F. et M. Keeley (1987). « Bank Regulation and Asset Risk », *Economic Review*, Federal Reserve System of San Francisco, printemps, p. 20-40.

Gandolfo, G. (1992). « Monetary Unions », dans P. Newman, M. Milgate et J. Eatwell (dir.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 2, Londres, Macmillan, p. 765-770.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Garcia, Gillian G. (1997). « Protecting Bank Deposits », *Economic Issues*, nº 9, Washington, FMI.

Gertler, M. (1988). « Financial Structure and Aggregate Economic Activity : An Overview », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20, août, p. 559-596.

Giovannini, Alberto (1991). « Currency Substitution and Monetary Policy », dans C. Wihlborg, M. Fratianni et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Girton, L. et D. Roper (1981). « Theory and Implications of Currency Substitution », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 13, février, p. 12-30.

Gorton, Gary (1988). « Banking Panics and Business Cycles », *Oxford Economic Papers*, vol. 40, p. 751-781.

Gotur, R. (1985). « Effects of Exchange Rate Volatility on Trade : Some Further Evidence », *IMF Staff Papers*, vol. 32, p. 475-512.

Greenwald, Bruce C., Joseph E. Stiglitz et Andrew Weiss (1984). « Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 74, p. 194-199.

Gros, Daniel (1996). « A Reconsideration of the Optimum Currency Area Approach : The Role of External Shocks and Labour Mobility », *National Institute Economic Review*, vol. 158, octobre, p. 108-117.

Groupe of Thirty (1993). *Global Derivation : Public Sector Responses*, Washington, Group of Thirty, 46 pages.

Grubel, Herbert G. (1970). « The Theory of Optimum Currency Areas », *Canadian Journal of Economics*, vol. 3, p. 318-324.

Grubel, Herbert G. (1981). *International Economics, Revisited Edition*, Chicago, Richard D. Irwing inc.

Guglielmo, Maria Caporale (1993). « Is Europe an Optimum Currency Area ? Symetric versus asymetric shocks in the EC », *National Institute Economic Review*, mai, p. 95-103.

Guttmann, Robert (dir.) (1989). *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Haberler, Gottfried (1966). « Adjustment, Employment, and Growth », dans Fellner *et al*. (dir.), *Maintening and Restoring Balance in International Payments*, Princeton University Press, p. 123-135.

Haberler, Gottfried (1967). « Comment [on Emminger and Scitovsky] », *Journal of Political Economy*, vol. 75, août, p. 531-536.

Hamada, K. (1976). « A Strategic Analysis of Monetary Interdependence », *Journal of Political Economy*, vol. 84, n° 4, août.

Hayek, F.A. (1976). *Denationalization of Money*, Londres, The Institute of Economic Affairs.

Helliwell, John (1999). « Checking the Brain Drain : Evidence and Implications », *Policy Options*, vol. 20, nº 7, septembre, p. 6-16.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Hodgson, John et Mark G. Herander (1983). *International Economic Relations*, New York, Prentice-Hall.

Hoffmeyer, Erik (1992). *The International Monetary System. An Essay in Interpretation*, Amsterdam, North-Holland, p. 65-79.

Holtfrerich, Carl-Ludwig (1989). « The Monetary Unification Process in Nineteeth-Century Germany : Relevance and Lessons for Europe Today », dans Marcello De Cecco et Alberto Giovanni (dir.), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, New York, Cambridge University Press.

Hooper, P. et S.W. Kohlhagen (1978). « The Effect of Exchange Rate Uncertainty on the Price and Volume of International Trade », *Journal of International Economics*, vol. 8, p. 483-511.

Horne, J. et P. Marston (1988). « Scope and Limit of International Economic Operations and Policy Coordination », *IMF Staff Papers*, vol. 35, n° 2, juin, p. 259-296.

Houthakker, H.S. et Stephen Magee (1969). « Income and Price Elasticities in World Trade », *Review of Economics and Statistics*, vol. 51, nº 2, mai, p. 111-125.

Hubbard, R. Glenn (1995). « Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy ? », Federal Reserve System of St. Louis, *Review 77*, mai/juin, p. 63-74.

Hubbert, Mark (1989). « The Debtor Economy », dans Robert Guttmann (dir.) *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Ishiyama, Yoshihide (1975). « The Theory of Optimum Currency Areas : A Survey », *Staff Papers*, International Monetary Fund, vol. 22, juillet, p. 344-383.

Kahane, Y. (1977). « Capital Adequacy and the Regulation of Financial Intermediaries », *Journal of British Finance*, nº 2, p. 207-217.

Kaldor, Nicholas (1978). « The Effect of Devaluation on Trade in Manufactures », dans *Further Essays on Applied Economics*, Londres, Buckworth.

Kaldor, Nicholas (1989). « How Monetarism failed », dans Robert Guttmann (dir.). *Reforming Money and Finance, Institutions and Markets in Flux*, E. Sharpe inc. (réimpression).

Kareken, J.H. et N. Wallace (1978). « Deposit Insurance and Bank Regulation : A Partial Equilibrium Exposition », *Journal of Business*, vol. 51, p. 413-488.

Kareken, J.H. et N. Wallace (1981). « On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*, p. 207-222.

Kaufman, Henry (1989). « Danger : Too Much Turbulence », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Kehoe, J. Patrick (1987). « Coordination of Fiscal Policies in a World Economy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 19, mai.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Kehoe, J. Patrick (1989). « International Policy Coordination Among Benevolent Governments may be Indesirable », *Review of Economic Studies*, vol. 85, juin.

Kemp, Murray C. (1977). « The Rate of Exchange, the Terms of Trade and the Balance of Payments in Fully Employed Economies », *International Economic Review*, vol. 3, p. 314-327.

Kenen, Peter B. (1969). « The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View », dans Robert A. Mundell et Alexander K. Swoboda (dir.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press, p. 41-60.

Kevin, Dowd et David Greenaway (1993). « Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs : Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas », *The Economic Journal*, vol. 103, septembre, p. 1180-1189.

Kindleberger, Charles (1969). « Is Time Money ? », *Interplay*, vol. 3, août/septembre, p. 40-42.

Kindleberger, Charles (1972). « The Benefits of International Money », *Journal of International Economics*, vol. 2, septembre, p. 425-442.

Kindleberger, Charles (1987). *Les mouvements internationaux de capitaux*, Paris, Dunod.

Kindleberger, Charles (1989). *Manias, Panics and Crashes*, 2e édition, New York, Basic Books inc.

Koehn, M. et A. Santomero (1980). « Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk », *Journal of Finance*, vol. 35, décembre, p. 1234-1244.

Krugman, Paul et Maurice Obstfeld (1991). *International Economics*, 2e édition, New York, Harper Collins Publishers.

Kydland, F.E. et E.C. Prescott (1977). « Rules Rather than Discretion : The Circonsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, juin, p. 473-491.

Lamfalussy, Alexandre (1985). « The Changing Environment of Central Bank Policy », *American Economic Review*, vol. 75, n° 2.

Lascelles, David (1991). « Les ratios de fonds propres du Comité de Bâle : une arme à double tranchant pour les banques », *Problèmes économiques*, no 2-216, 13 mars.

Leland, H. et D. Pyle (1977). « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, mai, p. 371-387.

Lichter, Daniel et Gordon F. De Jong (1990). « The United States », dans Charles B. Nam, William J. Serow et David F. Slyi (dir.), *International Handbook on Internal Migration*, Westport (CT), Greenwood Press.

MacDonald, Ronald (1988). *Floating Exchange Rate : Theories and Evidence*, Winchester (Mass.), Allen & Unwin.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Magdoff, Harry et Paul Sweezy (1989). « The Financial Explosion », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Markus, K.E. (1986). « Exchange Rate Risk and US Trade : A Sectorial Analysis », *Economic Review*, Federal Bank of Kansas City, vol. 71, p. 16-28.

Marston, Richard C. (1988). « Exchange Rate Coordination », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, NBER, Chicago, University of Chicago Press.

Marston, Richard C. (1988). « Exchange Rate Policy Reconsidered », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, NBER, Chicago, University of Chicago Press.

McCallum, John (1999). « Dollars and Sense », *The Gazette*, Montréal, 30 janvier, page B5.

McCallum, John (1971). « Exchange Rate Flexibility and Monetary Policy », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 3, mai, p. 339-355.

McKinnon, Ronald I. (1963). « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 15, septembre, p. 717-725.

Mélitz, Jacques (1991). « Brussels on a Single Money », *Open Economies Review*, vol. 2, p. 323-336.

Mélitz, Jacques (1995). « The Current Impasse in Research on Optimum Currency Areas », *European Economic Review*, vol. 39, p. 492-500.

Melvin, Michael (1985). « Currency Substitution and Western European Monetary Unification », *Economica*, vol. 52, février, p. 79-91.

Melvin, Michael (1991). « Currency Substitution and Monetary Policy : Comment », dans C. Wihlborg, M. Fratianni et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Milton, Friedman (1968). « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, p. 1-17.

Milton, Friedman (1970). « A Theoretical Framework for Monetary Analysis », *Journal of Political Economy*, mars/avril, p. 193-238.

Minsky, Hyman (1989). « Money and the Lender of Last Resort », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Mishkin, Frederic S. (1991). « Asymmetric Information and Financial Crises : A Historical Perspective », dans R.G. Hubbard (dir.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, University of Chicago Press.

Mishkin, Frederic S. (1994). « Preventing Financial Crises : An International Perspectives », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, hiver, p. 133-153.

Mishkin, Frederic S. (1995). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 4e édition, New York, Harper Collins.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Mishkin, Frederic S. (1997). « Le rôle de l'information dans les crises financières et bancaires », *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*, Genève, Banque mondiale, (repris dans *Problèmes économiques*, nos 2-541- 2-542, 5-12 novembre).

Modigliani, Franco (1977). « The Monetarist Controversy or Should we Forsake Stabilization Policies ? », *American Economic Review*, vol. 69, p. 1-19.

Modigliani, Franco et M. Miller (1958). « The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, juin, p. 261-297.

Monga, Célestin (1997). « A Currency Reform Index for Western and Central Africa », *The World Economy*, vol. 20, p. 103-125.

Montgomery, John O. (1991). « Market Segmentation and 1992 : Toward a Theory of Trade in Financial Services », dasn C. Wihlborg, M. Fratianni et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Moore, Basil (1989). « Is the Money Stock Really a Control Variable ? », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Mundell, Robert A. (1961). « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51, septembre, p. 657-665.

Myers, Stewart C. et Nicolas S. Majluf (1984). « Corporate Financing and Investment Decisions : When Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 187-221.

Nam, Charles B., William J. Serow et David F. Sly (dir.) (1990). *International Handbook on Internal Migration*, Wesport (CT), Greenwood Press.

Nyahoho, Emmanuel (1993). *Les échanges internationaux de services*, Montréal, Saint-Martin éditeur, chapitre 2.

Nyahoho, Emmanuel (1995). « La concurrence de monnaies dans un marché financier dématérialisé », *L'Actualité économique*, vol. 71, no 3, p. 334-364.

Nyahoho, Emmanuel (2000). « Proposals for Reforming the International Monetary Fund : A Review », *The Journal of Social Political and Economic Studies*, vol. 25, no 4, hiver, p. 403-438.

O'Brien, Richard (1995). « Who Rules the World's Financial Markets ? », *Harvard Business Review*, mars/avril.

Ocampo, Juan (1989). « The ABC of Asset Securization », *The Bankers Magazine*, mai/juin.

OCDE (1997). *Trends in International Migration, Annual Reports 1996*, édition 1997.

Officer, Lawrence H. et T.D. Willett (1970). « The Covered Arbitrage Schedule : A Critical Survey of Recent Developments », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 2, mai, p. 247-257.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

OMC (1998). « Impact de la crise financière d'Asie sur le commerce international », dans *Focus, Bulletin d'information*, vol. 28, mars.

Oudiz, Gilles et Jeffrey Sachs (1984). « Macro-economic Policy Coordination Among the Industrial Economics », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, Washington (D.C.), The Brookings Institution.

Pentecost Eric J. et André Van Poeck (2001). « The Historical Background to European Monetary Union » dans Eric J. Pentecost et André Van Poeck (dir.), *European Monetary Integration, Past, Present and Future*, Cheltenham, Edward Edgar Publishing.

Pool, John C. et Steve Stamos (1987). *The ABCs of International Finance*, Blue Ridge Summit, (PA), Lexington Books.

Portes, Richard et Alexander Swoboda (dir.) (1987). *Threats to International Financial Stability*, Cambridge, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Cambridge University Press.

Rees, Philip and John Stillwell (1990). « The United Kingdom », dans Charles B. Nam, William J. Serow et David F. Slyi (dir.), *International Handbook on Internal Migration*, Westport (CT), Greenwood Press.

Riggs, A.R. et Tom Velk (1999). « The Tobin Taxe : A Bad Idea Whose TIME Has Passed », *Policy Options*, juillet/août.

Rogoff, Kenneth (1985). « Can International Monetary Policy Cooperation be Counter-productive », *Journal of International Economic*, vol. 18, n^{os} 3 et 4, mai.

Rogoff, Kenneth (1990). « Bargaining and International Policy Cooperation », *American Economic Review*, vol. 80, n° 2, mai.

Rybczynski, Tad (1991). « Financial Markets, Regulation and Supervision : The Major Issues », dans C. Wihlborg, M. Fratianni, et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Samuelson, P.A. (1969). « The Role of Money in National Economics Policy », dans *Controlling Monetary Aggregates*, Federal Reserve System of Boston.

Sannucci, Valeria (1989). « The Establishment of a Central Bank : Italy in the Nineteenth Century », dans Marcello De Cecco et Alberto Giovanni (dir.), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge, Cambridge University Press.

Santomero, Anthony (1991). « The Bank Capital Issue », dans C. Wihlborg, M. Fratianni et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements After 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Saunders, Anthony (1987). « The Interbank Market, Contagio Effects and International Financial Crises », dans Richard Portes et Alexander Swoboda (dir.), *Threats to International Financial Stability*, Cambridge, CEPR, Cambridge University Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Schaeffer, Stephen (1987). "The Design of Bank Regulations and Supervision : Some Lessons From the Theory of Finance », dans Richard Portes et Alexander Swoboda (dir.), *Threats to International Financial Stability*, Cambridge, CEPR, Cambridge University Press.

Scitovsky, Tibor (1958). *Economic Theory and Western European Integration*, Plao Alto (Cal), Stanford University Press.

Sell, Friedrich (2001). « German Monetary Unification and its Implications for EMU » dans Eric J. Pentecost et André Van Poeck (dir.), *European Monetary Integration, Past, Present and Future*, Cheltenham, Edward Edgar Publishing.

Shaw, Karen (1989). « Bank Regulation : Wild One Regulator Solve the Industry's Problem », *The Banker Magazine*, juillet/août.

Smith, Warren L. (1965). « Are There Enough Policy Tools ? », *American Economic Review*, vol. 55, mai, p. 208-220.

Solomon, Anthony (1989). « New Strategies for the Federal Reserve ? », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe Inc. (réimpression).

Statistic Canada (1994). *Canadians in Motion*, Scarborough, Prentice Hall Canada inc.

Stiglitz, Joseph E. (1999). « Must Financial Crises Be this Frequent and this Painful ? », *Policy Options*, juillet/août.

Stiglitz, Joseph E. et Andrew Weiss (1981). « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, p. 393-410.

Summers, Lawrence (1992). « The Scientific Illusion in Empirical Macroeconomics », *Scandinavian Journal of Economics*, Second Quarter, 1991, *Problèmes économiques*, nº 2-260, 29 janvier.

Tavlas, S. George (1993). « The New Theory of Optimum Currency Areas », *The World Economy*, vol. 16, n° 6, p. 663-685.

Thimberlake, Richard H.J. *et al*. (1985). « The Deregulation of Banking in the United States », *American Economic Review*, vol. 75, nº 2,mai, Papers and proceedings.

Thirlwall, A (1988). « Les théories d'ajustement de la balance des paiements, une analyse critique », *Problèmes économiques*, n° 2-093, octobre.

Thursby, J.G. et C. Thursby (1987). « Bilateral Trade Flows, the Linder Hypothesis and Exchange Risk », *Review of Economics and Statistics*, vol. 69, p. 488-495.

Tobin, James (1999). « Financial Re-Globalization », *Policy Options*, juillet/août.

Tower, Edward and Thomas D. Willett (1976). *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-rate Flexibility*, Princeton, Princeton University Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Triffin, R. (1978). « Gold and the Dollar Crisis : Yesterday and Tomorrow », *Essays in International Finance*, vol. 132, Princeton, Princeton University Press.

United Nations (1995). *World Population Prospects : The 1994 Revision*, New York, ONU.

United Nations (1996). *World Population Monitoring : 1993*, New York, ONU.

Vittori, Jean-Marc (1992). « L'écu, concurrent du dollar ? », *Problèmes économiques*, nº 2-256, 2 janvier.

Walters, Alan A. (1991). « A U.K. View of the EMS », dans C. Wihlborg, M. Fratianni et T.D. Willett (dir.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

White, Lawrence H. (1983). « Competitive Monies, Inside and Out », *Cato Journal*, vol. 3, printemps.

White, Lawrence H. (1984). *Free Banking in Britain : Theory, Experience, and Debats, 1800-1845*, Cambridge, Cambridge University Press.

Wihlborg, C., M. Fratianni et T.D. Willett (dir.) (1991). *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam, North-Holland.

Wolfson, Martin (1989). « Comparison of Theories of Financial Crises », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc. (réimpression).

Woodford, Michael (1990). « Does Competition Between Currencies Lead to Price Level and Exchange Rate Stability ? », *National Bureau of Economic Research*, working paper 3441, septembre.

Whyplosz, Charles (1989). « Asymetry in the Evis : Inventional or Systemic », *European Economic Review*, vol. 33, n° 213, p. 310-321.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

CHAPITRE 5

Le système monétaire international

La nécessité de faciliter les transactions entre résidents de différents pays, sans être obligé de balancer à tout moment les comptes, amène les gouvernements à s'entendre sur un ordre international, lequel devrait préciser le régime de change ainsi que les obligations pour les membres affiliés. L'efficacité d'un tel cadre d'entente peut être évaluée par rapport à la rapidité et au coût du règlement des transactions, à sa capacité de grouper les investisseurs et les emprunteurs, à la diminution du risque associée et surtout en tenant compte de la compatibilité des règles d'ajustement avec les objectifs macroéconomiques.

La recherche d'un équilibre externe se paie souvent par un déséquilibre interne. Le financement d'un déficit de la balance des paiements passe par des politiques monétaires et budgétaires restrictives qui contribuent à faire chuter le niveau des prix et à rehausser le chômage. L'accumulation incessante de surplus génère des anticipations inflationnistes avec leurs conséquences politiques. Par ailleurs, Williamson (1983) fait observer que chaque pays peut accumuler des réserves et enrayer l'inflation et le chômage, mais pas tous les pays du monde à la fois. C'est ce que l'on convient de qualifier de *problème N – 1* : dans un monde de N pays ou de N balances de paiements, il n'y a que N – 1 degrés de liberté. Plus précisément, si N – 1 pays adoptent des politiques de paiements ou d'ajustements, celles du énième pays doivent être résiduelles. Cependant,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

étant donné qu'en réalité cet énième pays ne s'accommode pas aux politiques de ses partenaires et qu'il s'en donne une, on qualifie cette politique de redondante, d'apparente ou d'inconsistante. Le *problème N – 1*, la *redondance* et la *consistance* sont des termes synonymes pour signifier l'interdépendance des pays dans un système monétaire.

L'objet précis de ce chapitre est d'offrir une perspective historique de la conception et du fonctionnement du système monétaire international afin de dégager des pistes d'orientation. Aussi, une attention spéciale sera portée à l'expérience européenne de construction d'union monétaire, ce qui permettra de tirer les conclusions appropriées sur la viabilité, à l'aube de ce XXIe siècle, des zones monétaires ou, précisément, sur l'hypothèse de concurrence des devises (dollar américain, euro, yen).

1. GENÈSE ET ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL[1]

L'appel à l'histoire est une clé pour la compréhension des processus d'ajustement. Nous n'avons pas ici la prétention de récrire l'évolution du système monétaire international. Nous chercherons plutôt à mettre en relief le mécanisme d'ajustement ainsi que les réactions des autorités monétaires. La documentation moderne distingue quatre périodes contrastées dans l'évolution du système monétaire : l'ère étalon-or de 1870 à 1914 ; l'entre-deux-guerres (1914-1939), le Bretton Woods (1944-1971) et le post-Bretton Woods. Aujourd'hui encore, bon nombre d'auteurs d'obédience monétariste n'hésitent pas à donner au régime de l'étalon-or ses lettres de noblesse. Une brève analyse de ce système s'impose.

1.1 La bonne règle du jeu de l'étalon-or

Il faut dire que le régime étalon-or ne s'est imposé que graduellement. Selon Cameron (1991), la Grande-Bretagne a très tôt adopté ce système pour remplacer l'argent (vers 1819). L'auteur nous rappelle que, pendant les trois premiers quarts du XIXe siècle, la plupart des pays utilisèrent l'étalon-argent ou le bimétallisme. Durant les années 1860 et 1870, la France créa l'Union monétaire latine pour lutter contre l'étalon-or, tout en utilisant le bimétallisme (or et argent). À la suite de la découverte d'or en Amérique et en Australie, ce métal se dévalua par rapport

1. Voir à ce sujet les références bibliographiques pour des lectures complémentaires.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

à l'argent. La France adopta alors l'étalon-argent et, semble-t-il, persuada la Belgique, la Suisse et l'Italie de l'imiter. L'Italie, en guerre avec l'Autriche, se retira de l'Union monétaire latine. Mais voilà, de nouvelles mines d'argent furent découvertes de sorte que ce métal se dévalua à son tour par rapport à l'or. Les pays de l'Union, craignant l'inflation, revinrent alors au régime étalon-or. Pour sa part, l'Empire allemand de Bismarck suivit, en 1870, l'exemple de la Grande-Bretagne en faveur de l'étalon-or.

Les États-Unis, avant la guerre de Sécession (1861), avaient recours au régime du bimétallisme. En 1873, ils adoptèrent une loi prévoyant la mise en vigueur de l'étalon-or pour 1879 ; il ne sera en fait légalisé qu'en 1900 par le Congrès. La Russie, pour sa part, passa de l'étalon-argent durant le XIX^e siècle à l'étalon-or en 1897, la même année que le Japon qui, au terme de son conflit avec la Chine, avait obtenu d'importants dédommagements de guerre. L'Inde passa du monométallisme argent à l'étalon-or en 1898. Dès le début de 1900, des pays tels l'Argentine, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay se tournèrent vers l'étalon-or. Vers 1914, la Chine demeurait pratiquement la seule économie importante à préserver l'étalon-argent.

En 1816, la Grande-Bretagne relia la livre sterling à l'or selon la parité 1 livre sterling ou 1 pièce d'or souverain équivalant à 7,9889 g d'or fin. La Banque d'Angleterre était tenue de vendre et d'acheter des monnaies en or, sans imposer la moindre restriction sur les importations et les exportations d'or. Cette convertibilité n'a été établie qu'en 1819. Ce monométallisme or (*Gold Standard Act*) consacra la frappe libre de la monnaie en or.

Le régime de change durant cette période du début du siècle est celui où chaque pays définit la valeur de sa monnaie par rapport à l'or et s'engage à maintenir ce taux fixe[2]. On parle ainsi de régime de change fixe où l'or est la référence de base et est remboursable à tout détenteur de monnaies nationales. Qu'en est-il du mécanisme d'ajustement ? D'abord, un déséquilibre dans la balance des paiements entraîne une variation des réserves d'or : entrée pour une situation de surplus, sortie pour le cas déficitaire. La masse monétaire se gonfle et se rétrécit au gré des comptes de la balance des paiements, renforçant par le fait même le mécanisme des prix et des flux d'espèces (voir figure 5.1).

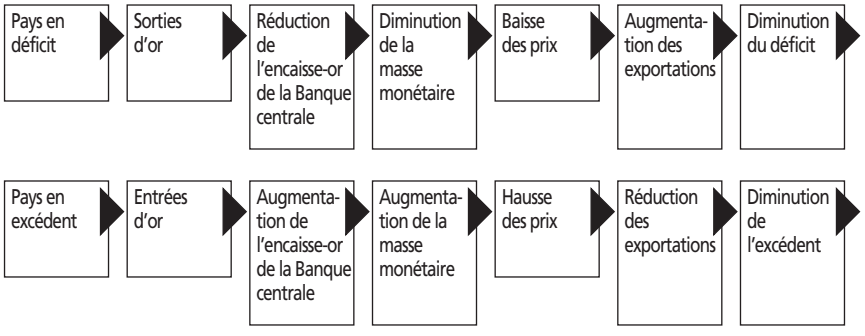
2. Vers 1717, les pièces d'or (communément appelées « guinées » parce que la Guinée produisait beaucoup d'or) remplacèrent les pièces d'argent.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La convertibilité de la monnaie nationale en or étant la règle, la masse monétaire en circulation est équivalente au stock d'or. Conséquemment, lorsque le pays est en situation déficitaire dans la balance des paiements, les sorties d'or requises réduisent la masse monétaire, ce qui entraîne une baisse des prix, une augmentation de la compétitivité des firmes domestiques sur les marchés étrangers et une réduction du déficit par de nouvelles entrées d'or grâce à la hausse des exportations. À l'inverse, lorsque le pays jouit d'un excédent, les entrées d'or augmentent la masse monétaire. Il s'ensuit une hausse des prix qui diminue la capacité concurrentielle du pays sur les marchés étrangers, ce qui comprime les exportations et fait apparaître un déficit et des sorties d'or.

FIGURE 5.1
Mécanismes d'ajustement en régime d'étalon-or



Ce mécanisme automatique d'ajustement suppose un marché complètement libre. Or, l'histoire indique que c'est loin d'être le cas. D'une part, face au problème de remboursement des détenteurs de leurs monnaies, les banques centrales, qui perdent de l'or suite au déficit des comptes, réduisent l'offre domestique de monnaie, ce qui relève les taux d'intérêt et contribue à un ralentissement des activités économiques. Ainsi, sous le régime étalon-or, la correction de tout déficit de la balance des paiements passe par des politiques monétaires restrictives. Keynes qualifie ironiquement ce processus d'ajustement de « bonne règle du jeu de l'étalon-or » (*rules of the game of the gold standard*). D'autre part, cette bonne règle est souvent violée. Le fardeau d'ajustement est porté par des pays déficitaires pendant que les pays de surplus réagissent peu. De plus, la réserve mondiale d'or étant limitée, notamment par la capacité restreinte des gisements découverts et mis en exploitation, les pays déficitaires adoptent des politiques restrictives sans nécessairement accroître leur position de réserve en or. Plus encore, des pays renversent

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

la bonne règle du jeu en stérilisant le flux de l'or par la vente des actifs domestiques (politiques restrictives) quand les réserves augmentent et par l'achat des actifs domestiques (politiques expansionnistes) quand les réserves baissent.

Le mécanisme des prix et des flux d'espèces sous le régime étalon-or n'a pas véritablement fonctionné pour la simple raison que les banques centrales, qui disposent de réserves d'or limitées, ne peuvent s'en accommoder facilement. Louis Gill (1983), souligne que le régime étalon-or était entièrement dominé par « la Grande-Bretagne dont la banque centrale dictait à toutes fins pratiques les politiques monétaires des autres banques centrales. C'est en ce sens qu'on a pu dire du régime de l'étalon-or qu'il était en fait un régime d'étalon-sterling. »

Le régime étalon-or s'écroule dès le début de la Première Guerre mondiale. Le financement des dépenses militaires par l'impression de la monnaie rend impossible le principe de convertibilité en or des billets des banques centrales. L'inflation est en voie d'emballement dans les pays belligérants. La situation hyperinflationniste de l'Allemagne retient particulièrement l'attention : une hausse des indices de prix de 262 en janvier 1919 à 126 160 000 000 000 en décembre 1923, soit un facteur de 481,5 milliards (d'après Krugman et Obstfeld, 1991) ; un taux de change de 4,20 marks pour 1 dollar en 1914 contre 4 200 milliards de marks pour 1 dollar en novembre 1923 (Gill, 1983) ou un facteur de $1/10^{12}$ selon Hayek (1978). Peter Lust, éditorialiste à la revue *The Suburban*, raconte dans le numéro du 23 février 1994 son expérience de cette situation inflationniste en Allemagne : « J'avais amassé 2 millions de marks pour acheter un sachet de chocolat, mais malheureusement, le dépanneur ne peut pas me le vendre parce qu'il me manquait 400 000 marks ; le prix du chocolat ayant changé 20 minutes avant mon arrivée. »

En 1922, au cours d'une conférence internationale à Gênes, en Italie, un système d'étalon de change-or est institué afin de remédier partiellement au problème de disponibilité de l'or. En vertu de ce système, des petits pays peuvent détenir en réserve, au lieu de l'or, des devises des grands pays. Ces derniers ont, par contre, l'obligation d'avoir des réserves en or et de rendre convertibles en or leurs billets. Ce système est mis en place en 1925 lorsque la Grande-Bretagne rétablit la convertibilité du sterling-or, suivie par les États-Unis. La conférence de Gênes sanctionne de fait la domination de deux monnaies : le dollar et la livre, à l'image de la puissance économique émergente des États-Unis. On comprend facilement la réaction de la France, dont la grandeur est désormais perçue comme chose du passé.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Sous ce régime d'étalon de change-or, le mécanisme d'ajustement est similaire à celui du régime d'étalon-or avec ses imperfections, à la différence qu'un degré de risque nouveau s'y ajoute. Les banques centrales des États-Unis et de Grande-Bretagne peuvent émettre des billets sans rapport direct avec leurs stocks d'or. Une demande subite et simultanée des banques centrales des autres pays de conversion des devises accumulées en or signifierait la faillite du système. C'est ce qui se produit en 1929 avec la crise économique qui se déclenche aux États-Unis et se propage rapidement à travers le monde. Le gouvernement américain impose dès le début de la Crise des mesures protectionnistes en adoptant le *Smoot-Hawley Tariff Act* de 1930 qui découragea l'exportation des capitaux. L'Allemagne se trouve privée de dollars pour payer les réparations de guerre imposées par le traité de Versailles de 1919. La France, à l'instar d'autres pays, décide de convertir ses réserves de livres en or ; la Grande-Bretagne ne disposant pas de quantités suffisantes d'or, elle décide de ne pas respecter ses obligations et suspend la convertibilité de la livre.

Le début des années 1930 est marqué par une crise monétaire que la guerre ne fera qu'exacerber. Des blocs monétaires se forment : celui de la livre basé à Londres et couvrant les pays du Commonwealth à l'exception du Canada et incluant l'Iran, les pays scandinaves et le Portugal ; celui du dollar basé aux États-Unis, incluant le Canada, le Mexique et certains pays de l'Amérique latine et des Caraïbes ; celui de l'or en Europe de l'Ouest et du Sud sous l'égide de la France (Belgique, Italie, Pays-Bas, Pologne, Turquie…). Entre ces blocs monétaires se retrouvent des régimes autarciques : l'Allemagne, l'ancienne URSS et le Japon. Certaines devises sont flexibles, d'autres sont fixes par rapport à l'or, mais n'offrent pas tellement d'assurance de fixité (Williamson, 1983). L'escalade des dépréciations semble être la règle d'ajustement : le dollar est dévalué de 40 % en 1934, le bloc de l'or se désintègre en 1938 et la crise monétaire semble prendre un caractère durable.

1.2. Le système de Bretton Woods pour un équilibre de la balance des paiements

1.2.1. Origine et objectifs

Le nouvel ordre monétaire fut institué à la conférence de Bretton Woods, une localité de l'État du New Hampshire (É.-U.) en juillet 1944 par la ratification de l'accord sur le Fonds monétaire international (FMI). Deux conceptions se sont affrontées lors de la création du FMI, celle de Keynes

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et celle de White[3]. D'abord, le plan de Keynes était appuyé par le gouvernement britannique, dont la préoccupation était la reconstruction des économies dévastées par la guerre. Le titre de ce plan, *Proposals for an International Clearing Union*, était assez évocateur. Il avait pour but de former une sorte de banque internationale qui prêterait aux pays membres et faciliterait les règlements internationaux. Ce plan visait à créer une monnaie internationale dénommée le « bancor » sans toutefois supprimer les monnaies nationales qui étaient reliées suivant des parités fixes. Une vaste caisse internationale de compensation (*union of clearing*) devait émettre le bancor selon les besoins réels du commerce international. Cette caisse aurait ouvert à chaque pays adhérent les crédits nécessaires à ses échanges, à la condition de se soumettre aux directives des autorités monétaires internationales. Au début, le total des crédits aurait été situé aux alentours de 26 milliards de dollars.

Quant au plan White, il avait obtenu la faveur des États-Unis ; son énoncé, *Proposal for a United Nations Stabilization Fund*, était également révélateur de son contenu. Il visait à faciliter l'équilibre de la balance des paiements, les pays membres s'accordant des crédits par le biais du Fonds sans que cet organisme crée une monnaie internationale. Ce plan se présentait sous la forme d'un règlement technique pour le fonctionnement d'un fonds de stabilisation. Il s'agissait en fait d'une caisse commune, alimentée par les États membres et leur fournissant, dans des conditions bien spécifiques, des devises étrangères. Le Fonds consistait en un montant de 5 milliards de dollars fournis par les pays adhérents sous forme d'or, de devises ou d'obligations d'État. Ce Fonds devait changer les monnaies nationales des pays membres, avec obligation pour eux d'acheter ou de vendre au Fonds les quantités d'or ou de devises nécessaires pour revenir à leur position normale. Dans ce plan, la demande de variation dans les taux de change devait être introduite par l'État et les objectifs principaux étaient la stabilité des changes et l'équilibre de la balance des paiements. L'accord final adopté se rapprochait du plan White, mais incorporait des éléments du plan Keynes au chapitre des facilités de crédit. Ainsi, l'article premier des statuts du Fonds stipulait, entre autres :

> […] donner confiance aux États membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition moyennant des garanties adéquates, leur fournissant ainsi la possibilité de corriger les déséquilibres

3. Selon Lelart (1988), il y a même eu des discussions sur la localisation du Fonds : « Keynes voulait New York, capitale financière, les États-Unis voulaient Washington, capitale politique. » Le Fonds se retrouve à Washington, mais en dehors de l'artère formée par la Maison Blanche, les principaux ministères et le *Federal Reserve System*.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> de leurs balances des paiements sans recourir à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale. […] abréger la durée et réduire l'ampleur des déséquilibres des balances de paiements des États membres.

1.2.2. Mécanismes d'ajustement et facteurs de déstabilisation

Le régime de change du FMI est celui de fixité des taux. Chaque pays détermine la valeur de sa monnaie par rapport au dollar et doit s'y tenir dans une limite de ±1 % de variation. Les États-Unis établissent la convertibilité du dollar en or selon la parité de 35 $ pour une once d'or. Les pays détiennent des réserves en dollars qui sont convertibles, sur demande, en or. C'est en somme le régime étalon de change-or où, à la différence de celui de l'entre-deux-guerres, le dollar est la seule devise internationale reconnue. On peut dès lors parler de régime étalon-dollar. La France s'oppose à ce système ; qu'à cela ne tienne, le traité est ratifié.

Sur le plan des mécanismes d'ajustement, le FMI accorde, à même ses fonds propres issus des cotisations et des emprunts, des prêts en devises étrangères à ses membres pour corriger les déséquilibres. La capacité de prêt d'un membre est équivalente à sa quote-part de contribution, laquelle est versée pour un quart en or et pour les trois quarts en monnaie nationale jusqu'au premier avril 1978. Aussi, tout membre peut acheter du Fonds de l'or ou des devises étrangères jusqu'à une valeur égale à sa quote-part en or. Ces opérations d'achat de devises se ramènent à un jeu d'écriture pour le Fonds. Par exemple, si l'Italie achète des dollars auprès du Fonds avec ses euros, la comptabilisation de cet achat fait apparaître une variation des comptes de l'Italie et des États-Unis auprès du Fonds. Il s'ensuit une variation de la composition des avoirs du Fonds (une baisse des dollars et une hausse des euros), mais la valeur totale demeure inchangée. Afin de ne pas voir ses avoirs en devises fortes constamment diminuer, le Fonds impose le rachat des monnaies nationales ainsi que le paiement d'une commission sur les achats de devises[4].

4. Dès le début de son fonctionnement, le Fonds fait face à des problèmes d'allocations des quotes-parts. Michel Lelart relate les technicités administratives complexes ayant présidé à la formule des quotas, dont la proposition du professeur Mikesell qui retenait comme critère : 2 % du revenu national en 1940, 5 % des avoirs en or et en dollars au 1er juillet 1943, 10 % de la variation maximum des exportations annuelles entre 1934-1938, 10 % de la moyenne des importations annuelles durant cette même période. On peut s'interroger sur la pertinence de ces dates de référence.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ces facilités de crédit et d'achat de devises étrangères viennent alléger le problème de disponibilité de l'or, tel que noté précédemment. Aussi, la clause de dévaluation introduite dans l'accord a pour objectif de faciliter l'ajustement aux pays aux prises avec un déséquilibre fondamental. Cette clause d'ajustement de parité ne s'applique pas pour les États-Unis. En référence au problème N – 1, le dollar est la énième devise. Chaque pays peut modifier sa parité vis-à-vis du dollar, mais on voit mal comment les États-Unis changeraient la valeur relative de leur monnaie sans remettre en cause le régime en entier. La discipline financière s'impose aux États-Unis non pas pour l'ajustement de la balance des paiements, mais au niveau de la politique monétaire, de façon à maintenir la confiance des milieux financiers dans le dollar, jugé aussi bon que l'or (*as good as gold*).

Ces diverses dispositions du FMI ne sont pas sans contenir des facteurs de déstabilisation. Premièrement, les pays détruits par la guerre et les colonies avaient un déficit permanent du compte courant. Les mouvements de capitaux étant limités à cette époque, ce déficit devait être compensé par une variation des réserves. L'ampleur de ce besoin d'ajustement de la plupart des membres, à l'exception des États-Unis, dépassait la capacité de financement du Fonds. La réponse a été la mise au point du plan Marshall. On assista ainsi à un afflux de capitaux des États-Unis vers le reste du monde ; cet afflux, sous la poussée du commerce international, entraîna une forte demande de dollars. La première décennie du FMI est ainsi qualifiée de période du *dollar shortage*. Notons que, durant cette période, les États-Unis ont eu un surplus commercial relativement élevé (environ 32 milliards de dollars entre 1946 et 1949), lequel n'a été rendu possible que par le financement consenti aux pays européens sous le plan Marshall (Pool et Stamos, 1987).

TABLEAU 5.1A
Pourcentage cumulé des dévaluations – 1948-1967 (nombre de pays)

	Total	Europe et autres pays industriels	Afrique	Asie	Amérique latine	Moyen-Orient
Pas de dévaluation*	13	2	2	1	7	1
< 30 %	12	7	0	0	3	2
30-39 %	22	4	10	4	1	3
40-75 %	38	6	18	6	5	3
75 % >	24	5	6	4	7	2
Total	109	24	36	15	23	11

* Une appréciation.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.1B
Ampleur des dévaluations – 1948-1967

Région	Nombre de pays	Moyenne pondérée de dévaluation (en %)*
Australie, Canada, États-Unis et Nouvelle-Zélande	4	5,2
Europe	20	23,5
Moyen-Orient	12	38,4
Asie (Japon exclu)	14	46,1
Afrique	36	47,6
Amérique latine	23	62,2
Total	109	22,8

* Pondéré par la part des exportations du pays de 1966 par rapport au total des exportations mondiales.

Source : Kaufman (1973), *Money, The Financial System, and the Economy*, Rand McNally College Publishing, p. 366-367 ; repris de Margaret De Vires (1968), « The Magnitude of Exchange Devaluation », *Finance and Development*, 5(2), Second Quarter, 8-12.

Deuxièmement, comme Krugman et Obstfeld (1991) le soulignent, la clause de possibilité de dévaluation génère des activités spéculatives sur le marché financier. Les détenteurs de francs, en estimant que la Banque centrale de France allait dévaluer pour corriger le déficit commercial, vont aussitôt se départir de cette devise, amplifiant tout le processus de dévaluation. La nervosité des détenteurs de capitaux s'observe également dans les situations de surplus commercial, où ils contribuent à rehausser la valeur de la devise. C'est le principe de la spéculation déstabilisante sur le marché des changes. De toute évidence, le système de parité fixe relève d'une abstraction théorique. Kaufman (1973) rapporte qu'entre 1948 et 1967, 97 des 109 membres du FMI ont fait varier leurs taux de change vis-à-vis du dollar au moins une fois (voir tableau 5.1). L'Europe n'est guère épargnée par cette crise de dévaluation.

Dès la deuxième moitié des années 1960, on assiste à des matchs d'ajustement de parités : la livre est dévaluée de 14,3 % en 1967, suivie du franc en 1969, puis du mark, réévalué deux mois après la dévaluation française. Le dollar canadien connaît des périodes de flottement. En 1949, suite à la dévaluation de la livre, la Banque du Canada dévalue sa devise qui, néanmoins, continue de s'apprécier. La politique de parité fixe du dollar canadien est abandonnée entre 1950-1962 au profit du taux flexible. En 1961, revirement de la politique canadienne en faveur d'une parité fixe. Le marché financier réagit défavorablement à cette politique et fait perdre 5 % à la valeur du dollar canadien dès le début de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1962. La Banque du Canada doit maintenir des taux d'intérêt élevés pour soutenir le dollar. Par la suite, le dollar canadien témoigne d'une certaine stabilité en raison, notamment, de la réglementation sur le taux d'égalisation des taux d'intérêt instaurée aux États-Unis. En 1963, le Canada est exempté de cette réglementation à la condition que ses réserves en dollars ne s'accroissent ni ne diminuent par rapport au niveau des années 1963-1964. Cette restriction empêche la Banque du Canada d'utiliser la politique monétaire pour fins de stabilisations internes. À partir de 1970, la balance commerciale canadienne est excédentaire avec la signature du pacte de l'automobile (1965) avec les États-Unis. En juin 1970, le gouvernement décide de laisser flotter le dollar qui s'apprécie par rapport au dollar américain.

Le pari sur la fixité des taux de change est donc remis en cause par les principaux partenaires commerciaux des États-Unis. Il importe maintenant d'examiner le troisième élément de déstabilisation du FMI : le problème des États-Unis.

1.2.3. Le cas spécial des États-Unis et le dilemme de « Triffin »

Au lendemain de la Deuxième Guerre, les États-Unis détenaient des réserves d'or évaluées à environ 25 milliards de dollars, soit 75 % de la valeur mondiale. Ils pouvaient ainsi dicter les règles du jeu du nouvel ordre international par la mise en place du régime étalon-dollar. Au fil des années, la Federal Reserve a imprimé plus de billets verts que ne le permettaient ses réserves d'or. Les réserves d'or américaines, estimées en 1950 à 25 milliards de dollars, ont constamment chuté par la suite, passant à 10 milliards de dollars en 1970. En vertu de l'accord de Bretton Woods, cependant, les dollars détenus par les étrangers et en tout temps convertibles ont connu une inflexion fortement à la hausse et sont passés de 5 milliards à environ 70 milliards de dollars durant cette même période de comparaison. « Le monde passe d'une situation de pénurie de dollars à une situation de surabondance ou de pléthore de dollars (*from dollar shortage to dollar glut*). » Louis Gill (1983) de renchérir : « Le problème du dollar émerge dans le sens que son offre est excédentaire sur les marchés. »

À partir de 1960, les banques centrales ne peuvent plus cacher leur peu de confiance envers la capacité de la Federal Reserve de rembourser l'or pour le dollar. L'alerte fut sonnée par un économiste américain, Robert Triffin (1960) de l'université Yale, qui attribuait cette surabondance de dollars au déficit de la balance américaine des paiements. L'argument était que les États-Unis finançaient leurs déficits en imprimant de la monnaie, ce qui n'allait pas sans poser un dilemme, qualifié de *Triffin Dilemma* : soit les États-Unis adoptaient des politiques monétaires restrictives pour fins d'ajustement de leur balance des paiements,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

freinant ainsi la croissance des transactions mondiales par la pénurie de dollars qui en résulterait, soit qu'ils persistaient dans cette politique de facilités de crédits, engendrant une crise de confiance. Le FMI est alors touché par le problème de la liquidité ou par le problème de la confiance.

Après 1965, la situation de la balance des paiements des États-Unis se détériore. De plus, l'environnement macroéconomique est miné par l'emballement de la dette consécutive à la hausse des dépenses publiques visant à financer la guerre du Viêt-nam, le développement urbain et l'érection des hôpitaux et des écoles, à la faveur du projet mobilisateur de la grande société américaine (*Great Society*) (Krugman et Obstfeld, 1991). Les solutions envisagées par Triffin au dilemme posé par le financement de ce déficit américain sont de quatre ordres. Suivant la première approche, le FMI crée sa propre monnaie pour remplacer le dollar. Dans ce cas, on aboutit à la mise sur pied d'une sorte de banque centrale similaire à la proposition du plan Keynes rejeté par les Américains.

La deuxième approche se fie aux lois du marché pour fins d'ajustement et préconise le retour aux taux flexibles. La troisième approche, que privilégie Charles de Gaulle et la nouvelle école dite des monétaristes (ou école de Chicago), voudrait voir l'instauration du régime de l'étalon-or, avec un ajustement à la hausse du prix de l'or. La dernière approche favorise l'étalon-dollar sans convertibilité avec l'or.

La France, sous Charles de Gaulle, décide de convertir une bonne partie de ses réserves de dollars en or en 1965. L'approche française du système monétaire international témoigne donc d'une constance historique et repose sur le recours à l'or. Des négociations intenses relatives à la réforme du Fonds menèrent à la conférence de Rio de Janeiro en 1967 qui institua les DTS (droits de tirages spéciaux, *Special Drawing Right* [SDR])[5]. Cette réforme s'apparentait à la proposition de Triffin, à cette différence qu'elle n'envisageait pas la création d'une banque centrale.

5. En 1967, Jacques Polak, alors conseiller économique et directeur du département des études et de la statistique du Fonds, s'exprimait ainsi : « En l'absence de toute action internationale, il est peu probable que les réserves internationales s'accroissent de façon notable. Il existe, certes, quelques divergences d'opinions quant à la gravité de ce problème dans le court terme, mais il est difficile de penser que l'expansion rapide de l'économie mondiale pourra se poursuivre à long terme si les réserves ne s'accroissent pas simultanément. » (Citation de Polak reprise dans *Finances et développement*, 1984.)

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les ressources du FMI, constituées à la base des quotes-parts des pays membres, se trouvent augmentées de nouvelles réserves créées purement et simplement. On pense ainsi résoudre le problème de liquidité. Le montant total des DTS émis par le Fonds est alloué à chaque membre proportionnellement à sa quote-part de contribution et, lorsque utilisé, il n'est pas entièrement remboursable, d'où le caractère inflationniste de cette facilité de crédit. L'allocation des DTS ne manquera pas de soulever des controverses que nous examinerons avec attention. Comme unité de compte, le DTS a une valeur de 1/35e d'une once d'or (35 DTS = 1 oz d'or), mais il n'est pas convertible en or. Les États-Unis peuvent ainsi payer en DTS sans courir le risque d'épuiser leur stock d'or.

En conclusion, la création des DTS (*définis en or, mais inconvertibles en or*, selon l'expression de Gill, 1983) conforte la position déjà avantageuse des États-Unis sans véritablement résoudre le problème de liquidité et de confiance face à l'incapacité notoire des Américains à rembourser en or les dollars accumulés à l'étranger. La question demeure : quelle est, désormais, la place réservée au billet vert ?

1.2.4. Chute du Bretton Woods : abandon de la parité fixe

L'internationalisation poussée des marchés financiers et les mouvements rapides de capitaux rendent difficile, voire illusoire, le maintien du régime de parité fixe. C'est une des raisons pour lesquelles les accords de Bretton Woods reconnaissent les restrictions et les contrôles sur les mouvements de capitaux. Le gouvernement Kennedy impose en 1963 la taxe d'égalisation des taux d'intérêt ; l'administration Johnson met en place, en 1965, la politique de restriction volontaire (*Voluntary Foreign Credit Restraint* – VFCR). La réglementation Q de la Federal Reserve limite les taux d'intérêt à vue et à court terme. L'Allemagne pratique une politique de hauts taux d'intérêt afin de décourager les fuites de capitaux dès le début de 1971, ce qui se traduit par un différentiel d'environ 11 % entre le taux interbancaire et le taux sur l'euromarché. Le contrôle est la norme, que ce soit aux États-Unis, en Allemagne, en France, en Italie, au Royaume-Uni ou au Japon.

L'efficacité du contrôle et des restrictions de flux de capitaux est pour le moins apparente. Les investisseurs et les institutions financières réagissent de façon à déjouer les contrôles. La taxe d'égalisation des taux d'intérêt, le VFCR, la réglementation Q comptent parmi les principaux facteurs explicatifs de l'émergence et du développement des eurodollars (dépôt des dollars en dehors des États-Unis), contrairement aux objectifs poursuivis par ces réglementations. La mobilité des capitaux renforce

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

les anticipations spéculatives, qu'elles soient stabilisantes ou déstabilisantes. Le cas de la livre sterling est rapporté par Marston (1988). En octobre 1964, le Parti travailliste de Harold Wilson arrive au pouvoir au Royaume-Uni et décide de ne pas dévaluer la livre en dépit des indicateurs économiques, cela en conformité avec le principe de parité fixe du Bretton Woods. La balance des paiements britannique se détériore au point où le gouvernement devra trouver un crédit auprès des banques centrales étrangères, en plus de devoir mettre en œuvre des mesures d'austérité. En novembre 1967, la pression spéculative est si forte que le gouvernement annonce une dévaluation de 14,3 % de la livre ; il aurait perdu 350 milliards de livres à la suite de ses interventions sur le marché des changes.

Le dollar, ou la monnaie internationale, n'est pas non plus à l'abri des spéculations. Les diverses tentatives de conversion de dollars en or par les banques centrales sont des signes précurseurs d'une spéculation à la hausse du prix de l'or ou d'une dévaluation du dollar. Mais on ne peut dévaluer le dollar que si les autres pays s'accordent pour réajuster leurs devises, ce qui nous ramène au problème N – 1. Le dollar, c'est la énième devise.

Les négociations n'aboutissant pas à un accord, le président Nixon des États-Unis décide unilatéralement, le 15 août 1971, de ne plus lier le dollar à l'or et, du coup, de le rendre inconvertible. De plus, une taxe de 10 % est imposée sur les produits importés jusqu'à ce que chaque pays réévalue sa monnaie par rapport au dollar. Le 18 décembre 1971, l'accord Smithsonian est signé ; il dévalue le dollar de 8 % par rapport aux monnaies étrangères, entraînant la suppression de la taxe de 10 %. Une autre dévaluation de 10 % du dollar survient à peu près un an plus tard, en février 1973. Une étude réalisée par Marston (1988) montre que la valeur du dollar sur le marché est alors beaucoup plus faible que celle de l'accord Smithsonian (voir tableau 5.2). Par exemple, selon cet accord, le taux officiel de change du yen contre le dollar est de 308, alors que sur le marché la parité est de 264,98.

Ainsi, dès la fin de 1971, le dollar devient flexible au même titre que les autres devises. La fin du Bretton Woods, par l'abandon du régime de parité fixe, n'attend plus qu'une officialisation. En 1975, au Château de Rambouillet dans la région de Paris, une rencontre du Groupe des 7 (États-Unis, Japon, Canada, France, Allemagne, Royaume-Uni et Italie) demande la révision des articles du FMI pour un régime flexible ; en 1976, la décision est entérinée par les cadres du FMI réunis en Jamaïque. L'approche par les forces du marché (fluctuation des taux de change), pour l'ajustement de la balance des paiements, s'impose désormais comme solution au dilemme de Triffin, mais elle n'est que partielle.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.2
Comparaison de l'accord Smithsonian avec les taux de change courant au deuxième trimestre de 1973

	Accord Smithsonian			% Déviations	
	Actuel	**Ajusté***	**1973II actuel**	**Par rapport à l'actuel**	**Par rapport à l'ajusté***
¥/$	308,00	309,72	264,98	–14,0	–14,4
$/£	2,6057	2,6886	2,5300	–2,9	–5,9
DM/$	3,2225	3,1119	2,736	–15,1	–12,1
FF/$	5,1157	4,8842	4,4288	–13,4	–9,3

* Parités ajustées en tenant compte de l'indice des prix de vente des produits manufacturés entre décembre 1971 et le 2e trimestre de 1973.

Source : Marston, 1988, p. 79-136.

En effet, la conjoncture de deux ruptures, le choc pétrolier et la hausse vertigineuse des taux d'intérêt, relance, dès la seconde moitié des années 1970, le problème de la liquidité du Fonds. D'une part, la hausse du prix des produits pétroliers en deux vagues (1973 et 1979) entraîne une crise de déficit de la balance des paiements des pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Ce déficit des PVD s'alourdit par la fuite des capitaux en direction des pays industrialisés (les raisons de cette fuite seront présentées au chapitre 6). L'ampleur des nouveaux crédits nécessaires pour la correction de ces déficits des PVD dépasse les capacités du Fonds. Par ailleurs, les politiques monétaires restrictives de la Federal Reserve, au début de 1980, amènent les taux d'intérêt à des niveaux sans précédent. Les États-Unis parviennent ainsi à maîtriser l'inflation et à relever le rendement réel du capital, ce qui stimule l'entrée des capitaux et entraîne une appréciation du dollar. Cette appréciation, à son tour, comprime les exportations, ceci résultant en un déficit commercial américain financé par l'entrée de capitaux étrangers. Le consommateur américain achète des produits importés à meilleurs prix et à même le crédit fourni par les étrangers. Le déficit commercial américain passe à 32,1 milliards de dollars en 1980 à 123,3 milliards en 1984 et à 167,8 milliards en 1986. Durant cette période, le dollar ne cesse de s'apprécier. L'indice de mesure de la valeur du dollar, par rapport à un panier de 15 monnaies de pays industrialisés, passe de 90 en 1980 à près de 120 en 1984 et à 125 en 1985[6]. Le dollar

6. Une hausse de cet indice indique que le dollar s'apprécie et une baisse signifie une dévaluation.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

présente alors le paradoxe de ne plus être aussi bon que l'or, tout en demeurant la devise principalement utilisée dans les transactions internationales. Le retour aux régimes flexibles, les deux chocs pétroliers, la variabilité des taux d'intérêt introduisent de l'instabilité sur les marchés financiers et créent un fardeau d'ajustement singulièrement lourd pour les PVD. Déjà, en mai 1974, une Assemblée spéciale des Nations Unies a voté majoritairement, à la demande des pays du tiers-monde, l'instauration d'un nouvel ordre économique international (*New International Economic Order* – NIEO), basé sur l'interdépendance et la coopération entre États sans égard pour les systèmes socio-économiques. La conjoncture économique du début des années 1980 allait s'annoncer particulièrement difficile, tant pour les pays industrialisés que pour les PVD. Si la déclaration du NIEO reste gravée dans les mémoires, elle ne donne néanmoins pas véritablement lieu à un changement majeur du rôle du FMI. Examinons avec un peu plus d'attention les facilités de crédit offertes par le FMI.

1.2.5. Les ressources et les facilités de crédits du Fonds

Provenance des fonds

Les ressources du Fonds sont essentiellement constituées des quotes-parts souscrites par les États membres, auxquelles s'ajoutent des emprunts. Les quotes-parts ou les souscriptions sont fixées pour chaque État membre en tenant compte des critères économiques, c'est-à-dire initialement de la formule de Bretton Woods. Elles sont basées sur le revenu national, la valeur des réserves, les importations, les exportations et, depuis 1963, par référence au quota d'un pays d'importance équivalente. Le montant des quotas fait l'objet de deux ajustements : un de type général (aux 5 ans) et l'autre de type spécifique en raison du poids économique du pays. Ainsi « le Fonds peut à tout moment proposer une augmentation des quotes-parts des États membres » selon l'article 3, section 2, du Statut du FMI. Ici, le Fonds distingue les pays membres ayant adhéré avant le 31 décembre 1945.

Déclaration concernant l'instauration d'un nouvel ordre économique international (NIEO).

Nous, membres de l'Organisation des Nations Unies, ayant convoqué l'Assemblée générale en session extraordinaire afin d'étudier pour la première fois les problèmes des matières premières et du développement, et d'examiner les problèmes économiques les plus importants qui se posent à la communauté mondiale, conscients de l'esprit, des buts et des principes de la Charte des Nations Unies

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

qui visent à favoriser le progrès économique et social de tous les peuples, proclamons solennellement notre détermination commune de travailler d'urgence à l'instauration d'un nouvel ordre économique international fondé sur l'équité, l'égalité souveraine, l'interdépendance, l'intérêt commun et la coopération entre tous les États, indépendamment de leur système économique et social, qui corrigera les inégalités et rectifiera les injustices actuelles, permettra d'éliminer le fossé croissant entre les pays développés et les pays en voie de développement et assurera dans la paix et la justice aux générations présentes et futures un développement économique et social qui ira en s'accélérant, et, à cette fin, déclarons ce qui suit :

1. Le résultat le plus considérable et le plus important qui ait été obtenu durant les dernières décennies est l'affranchissement de la domination coloniale et étrangère d'un grand nombre de peuples et de nations qui ont pu, dès lors, devenir membres de la communauté des peuples libres. Des progrès techniques ont également été accomplis dans tous les domaines de l'activité économique au cours des trois dernières décennies, permettant ainsi de constituer un potentiel considérable pour l'amélioration du bien-être de tous les peuples. Cependant, les derniers vestiges de la domination étrangère et coloniale, l'occupation étrangère, la discrimination raciale, l'apartheid et le néo-colonialisme sous toutes ses formes continuent d'être parmi les plus grands obstacles à la pleine émancipation et à l'avancement des pays en voie de développement et de tous les peuples en cause. Les avantages du progrès technique ne sont pas répartis équitablement entre tous les membres de la communauté internationale. Le revenu des pays en voie de développement, où vivent 70 % de la population mondiale, ne représente que 30 % du revenu mondial. Il s'est révélé impossible de réaliser un développement harmonieux et équilibré de la communauté internationale dans l'ordre économique international actuel. L'écart entre les pays développés et les pays en voie de développement ne cesse de croître dans un monde régi par un système qui remonte à une époque où la plupart des pays en voie de développement n'existaient même pas en tant qu'États indépendants et qui perpétue l'inégalité.

2. L'ordre économique international actuel est en contradiction directe avec l'évolution des relations politiques et économiques du monde contemporain. Depuis 1970, l'économie mondiale a subi une série de crises profondes qui ont eu de graves répercussions, en particulier sur les pays en voie de développement qui sont généralement plus vulnérables aux impulsions économiques extérieures.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le monde en voie de développement est aujourd'hui une force considérable dont l'influence se fait sentir dans tous les domaines de l'activité internationale. Cette évolution irréversible du rapport des forces dans le monde appelle une participation active, pleine et équitable des pays en voie de développement à la formulation et à l'application de toutes les décisions qui intéressent la communauté internationale.

3. Tous ces changements ont mis en relief l'existence d'un rapport d'interdépendance entre tous les membres de la communauté mondiale. Les événements actuels ont mis en lumière le fait que les intérêts des pays développés et ceux des pays en voie de développement ne peuvent plus être dissociés les uns des autres, qu'il existe une corrélation étroite entre la prospérité des pays développés et la croissance et le développement des pays en voie de développement et que la prospérité de la communauté internationale dans son ensemble est liée à la prospérité de ses éléments constitutifs. La coopération internationale en vue du développement représente l'objectif et le devoir communs de tous les pays. C'est dire que le bien-être politique, économique et social des générations présentes et futures dépend plus que jamais de l'existence entre tous les membres de la communauté internationale d'un esprit de coopération fondé sur l'égalité souveraine et la suppression du déséquilibre qui existe entre eux. […]

6. L'Organisation des Nations Unies, en tant qu'organisation universelle, devrait être capable de traiter les problèmes de coopération économique internationale dans une optique d'ensemble, en protégeant également les intérêts de tous les pays. Elle doit jouer un rôle encore plus grand dans l'établissement d'un nouvel ordre économique international. La Charte des droits et devoirs économiques des États, pour l'élaboration de laquelle la présente Déclaration fournira une source d'inspiration supplémentaire, représentera une contribution importante à cet égard. Tous les États membres de l'Organisation des Nations Unies sont donc appelés à faire tout ce qui est en leur pouvoir pour assurer la mise en application de la présente Déclaration, qui est l'une des principales garanties de l'instauration de conditions meilleures qui permettront à tous les peuples d'accéder à une existence compatible avec la dignité de la personne humaine.

7. La présente Déclaration relative à l'instauration d'un nouvel ordre économique international sera une des bases les plus importantes sur lesquelles reposeront les relations économiques entre tous les peuples et toutes les nations.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

99. Programme d'action concernant l'instauration d'un nouvel ordre économique international (New York, 1er mai 1974).

Sources : Nations Unies, *Assemblée générale*, A/RES/3202(S-VI), 16/5/74.

TEXTE OFFICIEL

Dans cette liste de membres fondateurs, les États-Unis ont de loin le quota le plus élevé, soit 2,750 milliards de dollars sur un total de 7,5 milliards (36,6 %), suivis du Royaume-Uni (1,20 milliard, 16,0 %), l'ancienne URSS (1,20 milliard, 16,0 %), la Chine (0,55 milliard, 7,3 %), la France (0,45 milliard, 6,0 %), l'Inde (0,40 milliard, 5,3 %), le Canada (0,30 milliard, 4,0 %) et les Pays-Bas (0,275 milliard, 3,7 %).

Depuis, le total des quotes-parts a progressé de façon permanente à la faveur des révisions générales à la hausse et du nombre plus grand de pays participants, et ce, malgré le retrait critique de certains pays d'Europe de l'Est (URSS…) et de la Chine, qui ont fini par rejoindre le Fonds[7]. Quatre ans après une demande de relèvement de sa quote-part faite par la Chine, le Conseil des gouverneurs a décidé le 5 février 2001 de la porter de 4,687 millions à 6,369 millions de DTS. Cette hausse de quote-part tient compte du rétablissement de la souveraineté chinoise sur Hong Kong.

Au 30 avril 2001, la valeur totale des quotes-parts atteint 212 milliards de DTS, soit environ 268 milliards de dollars (voir tableau 5.3 pour les répartitions géographiques). Jusqu'au premier avril 1978, les quotes-parts donnent lieu à des versements de 25 % en or et à 75 % en monnaie nationale. Depuis cette date, les 25 % doivent être versés en actif de change, soit en DTS ou dans une monnaie désignée par le Fonds, notamment les devises fortes (dollar, yen, deutsche mark, franc français, livre sterling…). Il est également prévu que la quote-part d'un État membre ne soit pas modifiée s'il n'effectue pas ses versements et s'il ne donne pas son consentement. De plus, l'augmentation de la quote-part requiert l'approbation de 85 % des droits de vote des États membres. Cette procédure de ratification s'avère lourde et constitue bel et bien un frein à

7. Le nombre des États membres du FMI se situe à 183 au 30 avril 2001 avec l'adhésion de 22 pays, dont la Russie, les pays issus du démantèlement de l'ancienne URSS et la Suisse. La quote-part de la Russie est fixée à 3 % de son revenu national, presque l'équivalent de celle du Canada. La quote-part détermine aussi le nombre de voix dont le pays dispose et sert à calculer à la fois le montant des ressources financières auxquelles le membre peut avoir accès et sa part des allocations de DTS. Chaque pays dispose au départ de 250 voix auxquelles s'ajoute une voix par tranche de 100 000 DTS détenus.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

tout empressement de relèvement des quotes-parts. Elle assure, également, le maintien de l'équilibre des droits de vote. La neuvième révision générale des quotes-parts nous offre l'exemple de cette lourdeur administrative.

Cette neuvième révision, décidée par le Conseil des gouverneurs le 28 juin 1990, fait passer les quotes-parts de 90,1 milliards à 135,2 milliards de DTS et à fixer le délai de consentement, lequel avait été repoussé à plusieurs reprises. Il en fut de même de la période de paiement, allongée à quatre reprises. Il fallut attendre l'été 1993 pour que presque tous les membres s'acquittent complètement de leurs souscriptions. De même, la 11e révision générale a été proposée en 1998 mais il a fallu attendre jusqu'au 30 avril 2001 pour voir la majorité des membres (174 représentant 99 % du total des quotes-parts) consentir à l'augmentation de leur quote-part. Le Conseil d'administration a décidé de prolonger la période de consentement et d'acquittement de paiement jusqu'au 31 janvier 2002.

Les opérations réalisées dans le cadre des accords généraux d'emprunt (AGE) constituent la deuxième source de fonds du FMI. Ces accords, mis en place en 1962, permettent au FMI d'emprunter auprès des pays du G-10 (États-Unis, Allemagne, Japon, Royaume-Uni, France, Italie, Canada, Pays-Bas, Belgique et Suède), de la Suisse et de l'Arabie Saoudite. Le but de ces emprunts est d'éviter au FMI d'être à court de liquidités, particulièrement lors de crises financières comme celle de l'endettement des PVD au début des années 1980. Le montant des crédits disponibles s'élève à 6,4 milliards de DTS jusqu'en 1983. En février 1983, après les chocs pétroliers causant une panique financière, le montant des crédits des AGE a été accru à 18,5 milliards de DTS (26 milliards de dollars), dont 1,5 milliard de DTS venant de l'Arabie Saoudite. Le taux d'intérêt sur les AGE est celui des DTS, tel qu'il sera exposé plus loin.

Une nouvelle catégorie d'accord d'emprunt (appelé nouveaux accords d'emprunt, NAE) est entrée en vigueur en 1998 toujours en complément aux ressources du Fonds. Les NAE lient le FMI et 25 pays membres et institutions (dont 18 pays de l'OCDE auxquels s'ajoutent l'Arabie Saoudite, Hong Kong, Singapour, la Thaïlande, le Koweït et la Malaisie)[8]. Les montants à la disposition du FMI au titre de ces deux accords (AGE et NAE) s'élèvent à 34 milliards de DTS, lesquels ont été remboursés en mars 1999 grâce à la hausse des ressources du FMI liée au paiement de quote-part.

8. Voir la liste de ces pays dans le rapport annuel du FMI.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.3
Quotes-parts des pays membres dépassant 1 million de DTS au 30 avril 2001 (par région géographique)

	Valeur en millions de DTS	Pourcentage du total en 2001	Pourcentage du total en 1945
PAYS INDUSTRIALISÉS/OCDE			
États-Unis	37 149	17,5	36,6
Allemagne	13 008	6,1	
Australie	3 236	1,5	
Autriche	1 872	0,9	
Belgique	4 605	2,2	
Canada	6 369	3,0	4,0
Corée du Sud	1 634	0,8	
Danemark	1 643	0,8	
Espagne	3 049	1,4	
Finlande	1 264	0,6	
France	10 738	5,0	6,0
Italie	7 055	3,3	
Japon	13 313	6,3	
Mexique	2 586	1, 2	1,2
Norvège	1 672	0,8	
Pays-Bas	5 162	2,4	3,7
Royaume-Uni	10 738	5,0	16,0
Suède	2 395	1,1	
Suisse	3 458	1,6	
Total des 19 pays ci-dessus	130 946	61,6	
PAYS EN DÉVELOPPEMENT			
Amérique latine et Caraïbes			
Argentine	2 117	1,0	
Brésil	3 036	1,4	2,0
Venezuela	2 659	1,2	0,2
Afrique/Moyen-Orient			
Afrique du Sud	1 868	0,9	
Algérie	1 255	0,6	
Arabie Saoudite	6 985	3,3	
Iran	1 497	0,7	0,3
Koweït	1 381	0,6	
Libye	1 124	0,5	
Nigéria	1 753	0,8	
Asie			
Chine	6 369	3,0	7,3
Inde	4 158	1,9	5,3
Indonésie	2 079	1,0	
Malaisie	1 487	0,7	
Pakistan	1 034	0,5	
Thaïlande	1 082	0,5	

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.3 (*suite*)
Quotes-parts des pays membres dépassant 1 million de DTS au 30 avril 2001 (par région géographique)

	Valeur en millions de DTS	Pourcentage du total en 2001	Pourcentage du total en 1945
Europe			
Hongrie	1 038	0,5	
Pologne	1 369	0,6	
Roumanie	1 030	0,5	
Russie	5 945	2,8	16,0*
Ukraine	1 372	0,6	
Grand Total	212 415	100,0	100,0

* ex-URSS

Source : FMI (2001). *Rapport annuel*, Washington (D.C.), compilations.

Les lignes de crédit, dans le cadre des AGE, furent utilisées par le Royaume-Uni en 1964, par la France en 1969 et par les États-Unis en 1978 aux prises avec des difficultés temporaires de balance des paiements. Notons que l'accord, ne portant que sur une période déterminée, a été reconduit à plusieurs reprises. C'est ainsi que le système venant à échéance à la fin de 1993 a été prorogé en octobre 1992 pour une période de 5 ans à partir du 26 décembre 1993. Par cette capacité d'emprunt, le FMI peut dorénavant opérer comme une banque commerciale ou une banque mondiale. Afin d'empêcher cette orientation d'activité possible du FMI, les pays membres ont convenu d'imposer un plafond aux revenus des AGE, fixé à 60 % de la valeur des quotes-parts.

1.2.6. Les facilités de crédits du FMI

Le FMI accorde des crédits à un État membre afin de l'aider à corriger les déséquilibres de sa balance des paiements dans des délais raisonnables sans compromettre son développement et sans recourir, également, à des restrictions au commerce. Ainsi, en fonction de leur quote-part, chaque pays membre peut contracter des emprunts auprès du FMI. Cependant, les crédits alloués sont soumis à des règles dites de « conditionnalité », ce qui signifie que le Fonds veut s'assurer que les États membres utilisant ses ressources soient en mesure de faire face à leurs obligations d'échéance et, en même temps, s'assurer de l'efficacité de l'aide reçue.

Ainsi, soucieux d'aider les pays les plus pauvres à augmenter leur croissance économique et à mieux lutter contre la pauvreté, le FMI, de concert avec la Banque mondiale, a lancé en 1999 le programme « facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance » (FRPC). Ce

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

programme se substitue à la facilité d'ajustement structurel renforcé (FASR) et accorde une aide concessionnelle à un pays sur la base d'un document de stratégie pour la réduction de la pauvreté (DSRP) préparé avec la participation de la société civile et des organismes d'aide au développement. Jusqu'au 30 avril 2000, 37 pays ont bénéficié de l'aide FRPC pour un montant de 3,3 milliards de DTS. L'aide accordée sous le FRPC prend la forme d'un prêt à un taux d'intérêt hautement concessionnel (soit un taux annuel de 0,5 %).

Toujours de concert avec la Banque mondiale, le FMI lance en 1996 l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) qu'il bonifiera en 2000, d'où l'acronyme *PPTE renforcée*. L'aide du FMI pour le PPTE prend la forme de dons ou de prêts sans intérêt. Au 30 avril 2001, il a engagé 1,3 milliard de DTS sous le PPTE en faveur de 23 pays (pour la plupart de l'Afrique sub-saharienne). Le tableau 5.4 offre une vue synoptique des diverses facilités de financement du FMI.

Le tableau 5.5 présente l'évolution historique du nombre et de la valeur des accords des divers programmes du FMI. Au cours de l'exercice financier se terminant le 30 avril 2001, le FMI a engagé environ 76 milliards de DTS, soit près de 96 milliards de dollars, dont 80 % sont des accords de confirmation et 6 % des facilités de croissance et de réduction de la pauvreté. Comme le révèle le tableau 5.5, les accords de confirmation augmentés des accords élargis constituent l'essentiel des engagements du FMI. L'aide au titre de la facilité d'ajustement structurel (FAS) et pour la réduction de la pauvreté (FRPC) a pris des proportions significatives dès le début des années 1990. Bien que le volume des crédits accordés par le FMI se révèle quantitativement important, il est cependant très faible si on le compare aux mouvements de capitaux vers les PVD.

Les programmes de conditionnalité préparés par le FMI mettent l'accent sur certaines grandes variables économiques telles que le crédit intérieur, les déficits du secteur public, les réserves internationales et la dette extérieure. Ils mettent aussi l'accent sur des éléments du système de prix tels que le taux de change, les taux d'intérêt et, quelquefois, les prix des produits de base qui influent sur les finances publiques et le commerce extérieur. Avant d'accorder son appui, le FMI s'assure que :

- le financement extérieur des programmes d'ajustement est suffisant ;
- les ressources fournies permettront au pays de rétablir la viabilité de sa balance des paiements ;
- la charge du financement est répartie équitablement et que l'aide consentie est à la mesure de la capacité à rembourser le FMI ;
- des relations normales entre l'État membre et ses créanciers sont maintenues ou rétablies.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Outre ces opérations de crédit, tout membre peut acheter du Fonds des devises étrangères dont il a besoin. Tous les éléments de la conditionnalité sont ainsi réunis. Premièrement, l'accès aux ressources du Fonds est fonction du besoin de financement de la balance des paiements et est soumis à un plafond exprimé en pourcentage de la quote-part. Deuxièmement, l'admissibilité varie en fonction du programme et des ajustements prévus. Les statuts du FMI permettent au Conseil d'administration de dépasser le plafond indiqué dans des cas exceptionnels.

Le Fonds attribue des aides financières à partir de plusieurs sources ; la plus ancienne et la plus utilisée, le compte des ressources générales, donne lieu à des tranches de crédit. L'opération de ce compte procède de la façon suivante : les 25 % de quotes-parts sont versés en « actif de change » et constituent ce qu'on appelle la *tranche-or* ou la *tranche automatique* ou encore la tranche de réserve, signifiant qu'un pays en dispose librement. Cette tranche peut être tirée à tout moment et sans condition. Les 75 % restants sont dénommés tranches-crédit. Le Fonds ne peut détenir plus de 200 % du quota en monnaie nationale, laissant ainsi la possibilité pour un État d'échanger sa monnaie afin d'en acquérir d'autres jusqu'à concurrence de 125 %. En effet, le Fonds détient déjà presque 75 % de la quote-part en monnaie nationale. Conséquemment, un premier tirage considéré comme automatique amène les avoirs du Fonds au-delà de 100 % de la quote-part. Les autres tirages de crédit sont divisés en quatre tranches, chacune égale à 25 % de la quote-part. Chacune de ces tranches de crédit, autres que la tranche-or, demande l'autorisation du Fonds, c'est ce qui constitue la conditionnalité.

Le Fonds procède à l'octroi de ces crédits par accord de confirmation ou accord élargi assorti de critères précis pour leur utilisation. Il importe de préciser que les tranches de réserve du FMI sont utilisées seulement si la monnaie de l'État membre, détenue au compte des ressources générales, est inférieure à la quote-part de l'État membre. Elles ne sont pas considérées comme un crédit du FMI et ne donnent lieu à aucune commission ou rachat. Un État membre procède à un achat (tirage) auprès du FMI en échangeant sa propre monnaie contre un montant équivalent de monnaies d'autres États membres ou de DTS détenus par le FMI. Le pays rachète les avoirs du FMI en sa propre monnaie contre des monnaies d'autres pays ou de DTS. Le rachat se fait dans des délais prescrits et déterminés à l'avance.

Le FMI perçoit une commission sur les achats. Cette commission a sensiblement le même effet qu'un emprunt par intérêt. Pour l'année 1992-1993, la commission sur les achats et les rachats était de 111 % du taux d'intérêt des DTS pour une moyenne pour l'année de 5,65 %. Les achats et rachats sont établis dans le cadre d'accord de confirmation ou

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

d'accord élargi. Les accords de confirmation (article XXX b) des statuts du Fonds assurent l'État membre qu'il pourra tirer des ressources du FMI, à concurrence d'un montant donné sur une période prédéterminée, et ce, tant qu'il observera les critères de réalisation et les autres conditions prévues à l'accord. Les accords portent généralement sur des périodes allant de 12 à 18 mois et peuvent aller jusqu'à 3 ans. Les différents programmes inclus dans la catégorie « achat rachat » sont résumés dans le tableau 5.4.

Une autre forme d'aide majeure du Fonds est la facilité d'ajustement structurel (FAS) et la facilité d'ajustement structurel renforcé (FASR). Ces deux programmes sont conçus en 1986 et 1993 pour appuyer les efforts d'ajustement macroéconomique des pays à faible revenu et aux prises avec des déficits permanents de la balance des paiements. Les programmes de prêts pour ajustement structurel sont, contrairement au programme d'achat rachat, réellement sous forme de prêts avec un taux d'intérêt déterminé à l'avance. Considérant que ce type de programme a été créé spécifiquement dans le cadre de l'action globale du FMI pour aider les PVD « à faible revenu » à surmonter des problèmes sans précédent, les taux d'intérêt demandés pour ces prêts sont très faibles. Pour l'année 1993, le taux demandé était de 0,5 %.

Ces programmes sont assortis d'obligations particulières en matière de réforme des politiques économique, commerciale et monétaire du pays demandeur. Ces obligations font référence à des réformes en profondeur afin d'aider ces pays à réunir les conditions d'une croissance durable, à renforcer leur balance des paiements ainsi qu'à faciliter l'instauration de relations normales avec les créanciers et la réduction des restrictions au commerce et aux paiements. Le premier programme FASR, qui se terminait le 30 novembre 1993, a été renouvelé par une décision du Conseil d'administration du Fonds en novembre 1992, en même temps qu'a pris effet l'augmentation des quotes-parts.

Le renouvellement du programme a été décidé après la révision des résultats obtenus par 19 pays, surtout d'Afrique, à la suite de leur participation au programme et à l'avancement de leur situation, particulièrement en Bolivie, Gambie, Ghana et Guyana. À l'intérieur du FASR renouvelé, le FMI poursuivra son rôle par le renforcement de la discipline financière, la coordination de la politique financière, des réformes structurelles et des financements extérieurs et, finalement, par l'assistance technique au développement des capacités administratives des pays qui est offerte avec la Banque mondiale et les autres institutions. De plus, il assurera une plus grande place aux dispositifs de protection sociale et prévoit, dans la mesure du possible, des mécanismes d'intervention assurant la continuité des programmes en cas de chocs extérieurs et une amélioration de la qualité des dépenses publiques.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.4
Facilités de crédit du FMI

	ACHAT RACHAT Mécanismes ordinaires			ACHAT RACHAT Mécanismes spéciaux
	Politiques des tranches (adoptées en 1952)		**Mécanisme élargi de crédit permettant un achat plus élevé que la quote-part (adopté en 1974)**	**Lignes de crédit préventives (adoptées en 1999)**
	Première tranche	**Tranches supérieures**		
Admissibilité	État membre qui déploie des efforts raisonnables pour surmonter ses difficultés de balance des paiements.	État membre qui adopte un programme rigoureux en vue de venir à bout de ses difficultés de balance des paiements	État membre qui doit remédier aux déficiences structurelles de sa balance des paiements sur une période de 3 à 4 ans	État membre faisant face à des difficultés de balance des paiements temporaires dues à une baisse de ses recettes d'exportations ou à une hausse du coût de ses importations de céréales.
Conditions	Pas de critères de réalisation à respecter.	Accords de confirmation avec échelonnement des achats et subordonnés au respect de critères de réalisation servant à évaluer le degré d'application de la politique économique.	Accords élargis avec critères de réalisation et échelonnement des tirages.	En complément d'un accord assorti de conditions de tranches supérieures ou lorsque la position de la balance des paiements est satisfaisante.
Échéancier de remboursement	3,25 à 5 ans	3,25 à 5 ans	4,5 à 10 ans	3,25 à 5 ans
Maximum admissible	25 %	3 tranches de 25 %		55 %
(p/r quote-part)	Maximum annuel de 100 % et maximum global de 300 % pour les trois programmes combinés.			

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ACHAT RACHAT			
AIDE D'URGENCE : catastrophes naturelles (lancée en 1962) et pays sortant d'un conflit (adoptée en 1995)		**Facilités de réserve supplémentaire (adoptées en 1997)**	**Lignes de crédit préventives (adoptées en 1999)**
Admissibilité	État membre ayant des difficultés de balance de paiements en raison de catastrophes naturelles, de troubles civils ou politiques ou encore de conflits armés.	État membre aux prises avec des difficultés de balance des paiements en raison d'une crise de confiance de marché.	État membre aux prises avec des difficultés de la balance des paiements en raison de la contagion.
Conditions	Le pays doit faire des efforts raisonnables pour résoudre ses difficultés et mettre l'accent sur le renforcement des capacités institutionnelles et administratives.	Le pays doit soumettre un programme de mesures vigoureuses pour rétablir la confiance du marché.	*i*) évaluation positive des politiques par le FMI ; *ii*) absence d'un besoin de balance de paiements au départ ; *iii*) bonnes relations avec les créanciers privés ; *iv*) soumettre un programme économique satisfaisant.
Échéancier de remboursement	3,25 à 5 ans	2 à 2,5 ans	2 à 2,5 ans
Maximum admissible	25 %, mais des montants plus élevés peut être obtenus dans des cas exceptionnels	sans limite	300 % à 500 %

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.4
Facilités de crédit du FMI (*suite*)

	Prêts et dons en faveur des pays à faible revenu ou très endettés	
	Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC adopté en 1999 en remplacement des Facilités d'ajustement structurel renforcé (FASR) de 1987 à 1993)	**Facilité de pays pauvres très endettés (PPTE renforcée, adoptée en 1996)**
Admissibilité	S'adresse aux PVD à faible revenu avec des difficultés persistantes de balance des paiements et pour faire reculer la pauvreté	S'adresse aux PVD lourdement endettés avec des difficultés persistantes de balance des paiements.
Conditions	Approbation d'un document cadre de stratégie pour la réduction de la pauvreté (DSRP) préparé par le pays membre avec le concours de la société civile, le document propose des mesures macroéconomiques et structurelles, et de lutter contre la pauvreté ; il comporte des repères semestriels (parfois trimestriels) pour fin d'évaluation et de décaissements.	Le pays utilise les dons ou les prêts sans intérêt pour le service de la dette.
Délais de remboursement	5,5 à 10 ans (taux d'intérêt annuel de 0,5 %, versements semestriels).	
Maximum admissible (p/r quote-part)	Accès prévu : 1re fois : 90 % autrement, 65 % ; maximum 140 % (exceptionnellement 165 %).	

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.5
Accords approuvés au cours des exercices clos les 30 avril de 1953 à 2001

	Nombre d'accords					Montants engagés au titre des accords (millions de DTS)				
Exercice	Accords de confirmation	Accords élargis	FAS*	FRPC**	Total	Accords de confirmation	Accords élargis	FAS*	FRPC**	Total
1953	2				2	55				55
1954	2				2	63				63
1955	2				2	40				40
1956	2				2	48				48
1957	9				9	1 162				1 162
1958	11				11	1 044				1 044
1959	15				15	1 057				1 057
1960	14				14	364				364
1961	15				15	460				460
1962	24				24	1 633				1 633
1963	19				19	1 531				1 531
1964	19				19	2 160				2 160
1965	24				24	2 159				2 159
1966	24				24	575				575
1967	25				25	591				591
1968	32				32	2 352				2 352
1969	26				26	541				541
1970	23				23	2 381				2 381
1971	18				18	502				502
1972	13				13	314				314
1973	13				13	322				322
1974	15				15	1 394				1 394
1975	14				14	390				390
1976	18	2			20	1 188	284			1 472
1977	19	1			20	4 680	518			5 198
1978	18				18	1 285				1 285
1979	14	4			18	508	1 093			1 601
1980	24	4			28	2 479	797			3 276
1981	21	11			32	5 198	5 221			10 419
1982	19	5			24	3 106	7 908			11 014
1983	27	4			31	5 450	8 671			14 121
1984	25	2			27	4 287	95			4 382
1985	24				24	3 218				3 218
1986	18	1			19	2 123	825			2 948
1987	22		10		32	4 118		368		4 476

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.5 (*suite*)
Accords approuvés au cours des exercices clos les 30 avril de 1953 à 2001

Exercice	Nombre d'accords					Montants engagés au titre des accords (millions de DTS)				
	Accords de confirmation	Accords élargis	FAS*	FRPC**	Total	Accords de confirmation	Accords élargis	FAS*	FRPC**	Total
1988	14	1	15		30	1 702	245	670		2 617
1989	12	1	4	7	24	2 956	207	427	955	4 545
1990	16	3	3	4	26	3 249	7 627	37	415	11 328
1991	13	2	2	3	20	2 786	2 338	15	454	5 593
1992	21	2	1	5	29	5 587	2 493	2	743	8 826
1993	11	3	1	8	23	1 971	1 242	49	527	3 789
1994	18	2	1	7	28	1 881	779	27	1 170	3 357
1995	17	3		11	31	13 055	2 335		1 197	16 587
1996	19	4	1	8	32	9 645	8 381	182	1 476	19 684
1997	11	5			16	3 183	1 193		911	5 287
1998	9	4		8	21	27 336	3 078		1 738	32 152
1999	5	4		10	19	14 325	14 090		998	29 413
2000	11	4		10	25	15 706	6 582		641	22 929
2001	11	1		14	26	13 093	–9		1 249	14 333

* FAS : facilité d'ajustement structurel

** FRPC : facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance.

Source : FMI (2001), *Rapport annuel*, Appendice II, Washington, (D.C.), p. 114-116.

Par exemple, en examinant la composition de la dette des PVD, on observe que depuis 1980 la part du crédit du FMI se situe à un très faible niveau, de 2 % à 4 %, selon les années. Lenain (1993) a identifié trois raisons pour lesquelles le FMI refuse de céder aux demandes pressantes de hausse de crédits. Premièrement, le FMI persiste à ne jouer qu'un rôle de catalyseur en canalisant les demandes de financement des PVD vers des organismes multilatéraux ou bilatéraux et même vers les banques commerciales. Deuxièmement, une gestion prudente demande une limite de prêts à des pays à risque très élevé. Enfin, le Fonds, de par sa nature, ne peut qu'apporter des soutiens financiers de court terme et voir à ne pas immobiliser longtemps ses ressources dans un même pays.

Un aspect positif, tout de même, des interventions financières du FMI, concerne la capacité de cet organisme à s'ajuster aux différents besoins des États membres. L'élaboration du programme de facilité pour la transformation systémique, qui répondait à une demande ponctuelle précise de la part des pays en transition à l'économie de marché, l'analyse

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et le renouvellement du programme de facilité d'ajustement structurel renforcé (FASR, laquelle est transformée en facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance – FRPC) en sont des exemples probants.

En résumé, durant les 25 premières années de son existence, le FMI réussit tant bien que mal à maintenir un régime de parité fixe. Les indicateurs de performance économique sont globalement positifs, du moins pour les principaux pays industrialisés durant cette période. À l'aube des années 1970, alors que la réussite économique est beaucoup plus menacée et que de profondes divergences de croissance s'observent d'un pays à l'autre, le FMI vit une crise structurelle conduisant à l'abandon de la parité fixe et à des problèmes de liquidité. On est dès lors intéressé à connaître les orientations des nouvelles réformes du Fonds dans un contexte de déréglementation et d'internationalisation des marchés financiers. Le sujet des propositions de réformes du FMI interpelle d'abord l'avenir des DTS que nous convenons de traiter ci-après.

2. LES DROITS DE TIRAGE SPÉCIAUX (DTS)

Dans les chapitres précédents, nous avons expliqué les raisons ayant mené à la décision de créer les DTS, notamment pour accroître les réserves du FMI et de ses pays membres. Dans cette section, nous nous attarderons sur la composition et l'utilisation des DTS en situant son importance quantitative en rapport aux autres constituants de réserves, pour finalement évaluer ses perspectives d'avenir. Pour ce faire, nous estimons utile de rappeler brièvement la notion d'unité monétaire composite.

2.1. Concept des unités monétaires composites

Toute réforme du système monétaire international reste marquée par l'objectif de réduire les fluctuations des taux de change, d'assurer une convertibilité des monnaies et d'harmoniser les politiques monétaires. Une des façons d'atteindre tous ces objectifs à la fois est de créer une monnaie internationale. McKinnon (1979) rapporte que « depuis l'effondrement de l'étalon de change sterling en 1931, des dizaines de projets de création d'une monnaie plus purement internationale – sans aucun lien avec un pays particulier – ont été proposés ». Les diverses propositions se ramènent à deux : une monnaie-marchandise internationale et une monnaie fiduciaire internationale. Examinons chacune de ces propositions.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Comme le terme l'indique, il s'agit d'utiliser une marchandise comme véhicule de change. Cependant, une marchandise, pour servir de monnaie, doit assurer les fonctions d'unité de compte, de moyen d'échange et de réserve de valeur avec des propriétés correspondantes. En tant qu'unité de compte, la monnaie-marchandise doit être acceptable socialement. Comme moyen d'échange, elle doit être mobile, divisible et homogène, c'est-à-dire peu modifiable. Enfin, comme réserve de valeur, la monnaie-marchandise doit être rare, durable, avec peu de risque de détérioration. Généralement, les métaux, tels l'or et l'argent, ou des alliages tiennent lieu de monnaie. On parle alors de monnaie métallique. McKinnon fait état de la liste de marchandises suggérées par la CNUCED (Conférence des Nations Unies pour le commerce et le développement), qui comprend 18 produits : blé, maïs, riz, sucre, café, thé, cacao, coton, laine, caoutchouc, jute, fibres dures, cuivre, zinc, étain, plomb, minerai de fer, bauxite et aluminium. On peut se demander jusqu'à quel point ce panier répond aux caractéristiques d'une monnaie, dont la durabilité par exemple. De toute façon, une unité monnaie-marchandise (Umm) est un concept théorique et n'a véritablement pas vu le jour.

Une unité monétaire artificielle est un panier composé de monnaies nationales. Elle peut être émise par des organismes internationaux ou par des institutions privées. Les DTS (droits de tirages spéciaux) émis par le FMI et l'écu créé dans le cadre du SME sont des exemples de ces unités. Le tableau 5.6 donne un aperçu des diverses unités monétaires.

Deux principaux avantages d'une unité monétaire composite méritent d'être soulignés. Premièrement, une telle monnaie composite offre une protection contre les fluctuations du taux de change et du taux d'intérêt. De fait, l'effet d'appréciation d'une devise nationale contenue dans le panier sur la valeur de l'unité monétaire se trouve compensé par la dépréciation d'une autre monnaie du panier. Ainsi, plus une unité monétaire contient les principales monnaies du monde, plus sa stabilité est assurée.

Le deuxième avantage est celui de la diversification de portefeuille. En détenant une unité monétaire, on obtient du coup les devises étrangères qui la composent. Parmi les désavantages, on peut considérer qu'une unité monétaire est un instrument assez complexe, rien que par sa définition, par opposition à une devise nationale unique. Une monnaie fiduciaire n'est socialement acceptable que dans la mesure où elle fait l'objet d'une garantie de l'autorité émettrice.

Or, les monnaies composites ne sont émises que par des institutions privées ou des organismes internationaux qui peuvent déclarer faillite ou simplement cesser d'exister. Conséquemment, la garantie des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

organismes émetteurs de monnaies composites n'est pas comparable à celle d'un État qui, dans le pire des cas, ne peut se retrouver qu'en défaut de paiement. Par ailleurs, il se pose un problème de détermination du poids relatif de chaque monnaie dans le panier. Les procédures de modification de la composition du panier peuvent s'avérer complexes et se baser sur des critères difficilement mesurables. Enfin, autant la diversification de portefeuille constitue un avantage, autant elle présente l'inconvénient d'être forcée. Certains investisseurs ont une préférence à diversifier en obtenant diverses devises plutôt qu'un seul billet. Examinons avec un peu plus d'attention le cas des DTS et de l'écu qui étaient les unités composites les plus utilisées.

TABLEAU 5.6
Classification sommaire des unités de compte artificielles (UCA)

Type d'Uca	Année de création	Valeur liée à	Nombre de monnaies dans le panier
Officielles			
Unité de compte européenne (Uce)			
Ancienne	1950	Or	–
Nouvelle	1975	Panier de monnaies	9
Droits de tirage spéciaux (DTS)			
Ancienne	1970	Or	–
Nouvelle	1974	Panier de monnaies	16
Unité monétaire asiatique (Uma)	1974	Panier de monnaies	16
Privées			
Unité de compte européenne (Uce)			
Ancienne	1961	Or	–
Nouvelle	1972	Or	–
Écu ou Ému	1970	Taux de change fixes immuables	–
Unité composite européenne (EURCO)	1973	Panier de monnaies	9
Unité de compte arabe (Uca)	1974	Taux de change courants	8 à 12
Unité Barclays (Unité B)	1974	Panier de monnaies	5
Unité financière internationale (Ufi)	1974	Panier de monnaies	10

Écu : *european currency unit* ; Ému : unité monétaire européenne.

Source : McKinnon, « Monnaies et finance dans l'échange international, Principes Bonnel », 1979, p. 297. Tiré de J. Ascheim et Y.S. Park, « Artificial Currency Units : The Formation of Functional Currency Areas », *Princeton Essays in International Finance*, avril 1976, n° 114, p. 7-9, 18.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.2. L'impossible marche des DTS vers le trône du dollar

2.2.1. Création et composition

La notion de droit de tirage évoque celle de crédit. Lorsqu'un État membre tire sur le FMI, il lui achète des devises contre sa monnaie nationale, mais il est obligé de rembourser ces devises en rachetant ultérieurement sa monnaie nationale contre des devises. À la différence des droits de tirage ordinaires, les DTS ne résultent pas des contributions des États. Les droits de tirage spéciaux sont considérés comme la création d'une nouvelle monnaie internationale, définie au départ par son poids d'or, mais non gagée sur l'or ni sur les monnaies nationales. Ils sont issus d'une formule approuvée par le Conseil des gouverneurs du FMI à l'assemblée de Rio de Janeiro en septembre 1967 et, malgré l'opposition de la France sous Charles de Gaulle, cette formule a été votée et est entrée en application le 28 juillet 1969.

Deux conceptions se sont manifestées à cette occasion. D'une part, le désir des pays de voir les nouveaux instruments représenter une monnaie fiduciaire internationale entre banques centrales. D'autre part, les idées de plusieurs pays européens qui entendaient que les utilisations de ces instruments soient remboursables à moyen terme comme les tirages ordinaires. D'un compromis entre les deux thèses est donc résultée l'appellation de droits de tirage spéciaux, puisque les DTS sont, comme nous le verrons, à la fois un instrument de réserve et un instrument de crédit.

Les six membres fondateurs de la Communauté économique européenne insistaient sur la réduction du déficit des États-Unis et du Royaume-Uni avant la création de cette monnaie. Étant donné que les devises américaines et anglaises étaient utilisées comme devises de réserve, il y avait moins de pression sur les États-Unis et l'Angleterre pour corriger leurs déficits de balance des paiements. Les pays européens craignaient que l'octroi d'une nouvelle monnaie à ces pays entame une spirale inflationniste mondiale. Il s'ensuivit beaucoup de discussions autour de l'état des balances des paiements de ces deux pays, ainsi que de la disponibilité de réserves d'or mondiales.

En 1966, les Dix Grands étaient toujours en discussion et ne pouvaient s'entendre sur tous les aspects d'un plan. Le directeur général du FMI de l'époque, Pierre-Paul Schweitzer propose alors la création d'une réserve par le biais du FMI et préconise la participation de tous les membres du Fonds (les Dix Grands favorisaient une participation limitée). L'argument de Pierre-Paul Schweitzer l'emporte et on décide d'offrir la nouvelle réserve à tous les pays membres.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

En septembre 1967, le Conseil des gouverneurs approuve un avant-projet visant à créer les droits de tirage spéciaux. Le premier amendement aux statuts portait sur la création des DTS et engendrait treize nouveaux articles qui furent entérinés par le Conseil des gouverneurs le 31 mai 1968. Par la suite, cet amendement a été approuvé par le nombre requis des membres, soit trois cinquièmes des membres détenant quatre cinquièmes des droits de vote (le 28 juillet 1969).

Les DTS procèdent d'un souci des dirigeants du FMI de créer un instrument nouveau inspirant la même confiance que l'or ou le dollar ; ils sont destinés à suppléer à la constitution des réserves, à l'or et aux monnaies de réserve. Ainsi, les dirigeants ont écarté la solution visant à relever le prix de l'or. Au départ, l'unité DTS avait une valeur égale à 1/35e d'une once d'or (comme le dollar) et portait un taux d'intérêt de 1,5 % par année.

Avec le retour au régime flexible, dès la fin de 1971, et la non-convertibilité du dollar en or, l'unité DTS a été redéfinie en 1974 comme un panier composé de 16 monnaies des pays les plus exportateurs au monde. Le nombre de monnaies constituant le panier a évolué au fil des années passant de 16 en 1974 à seulement 5 en 1991 (tableau 5.7). Le 1er janvier 1999, l'Union monétaire européenne a lancé l'euro, amenant le Conseil d'administration du FMI à réviser le panier le 12 octobre 2000, panier qui comprend le dollar américain, l'euro (remplaçant le deutsche mark et le franc français), le yen et la livre sterling. On voit que le dollar américain joue encore un rôle prépondérant par son poids relativement élevé. En terme de valeurs, au 30 avril 2001, une unité de DTS comprend 0,5770 $US ; 0,4260 euro ; 21 000 yens et 0,0984 livre sterling. Le FMI calcule tous les jours la valeur du DTS en faisant la somme des valeurs des quatre monnaies du panier en dollars après référence au taux de change du marché. L'application de ce taux pour le 30 avril 2001 confère une valeur de 1,26579 $US pour une unité de DTS (tableau 5.8).

Ainsi, une unité de DTS a une valeur en dollars qui fluctue d'une période à une autre. Traditionnellement, les monnaies de papier sont celles des principaux pays exportateurs de biens et services au monde. Le critère a été modifié lors de la révision d'octobre 2000 pour inclure les exportations d'une union monétaire (cas de la zone euro). De plus un second critère a été adopté afin de s'assurer que les monnaies du panier sont bien celles qui sont les plus utilisées dans les transactions internationales et s'échangent le plus sur les principaux marchés de change internationaux.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.7
Composition des DTS

Monnaie	Poids en pourcentage					
	juil. 74	juil. 78	1981	jan. 91	jan. 96	oct 2000
Dollar américain	33,0	33,0	42	40	39	45
Euro						29
Mark allemand	12,5	12,5	19	21	21	
Livre sterling	9,0	7,5	13	11	11	11
Franc français	7,5	7,5	13	11	11	
Yen japonais	7,5	7,5	13	17	18	15
Dollar canadien	6,0	5,0				
Lire italienne	6,0	5,0				
Florin néerlandais	4,5	5,0				
Franc belge	3,5	4,0				
Couronne suédoise	2,5	2,0				
Dollar australien	1,5	1,5				
Couronne norvégienne	1,5	1,5				
Peseta espagnole	1,5	1,5				
Couronne danoise	1,5	1,5				
Schilling autrichien	1,0	1,5				
Rand sud-africain	1,0	–				
Riyal saoudien	–	3,0				
Rial iranien	–	2,0				
Total	100,0	100,0	100	100	100	100

TABLEAU 5.8
Valeur des DTS au 30 avril 2001

Monnaie	1 Montant de monnaies	2 Taux de change	3 Équivalent $US
Dollar américain	0,5770	1,0000	0,577000
Euro	0,4260	0,8871	0,377805
Yen	21,0000	123,5300	1,169999
livre sterling	0,0984	1,4318	0,140889

1 DTS = 1,26593

1 $US = 0,790019*

Colonne 1 : unités monétaires composant le panier des DTS.

Colonne 2 : taux de change en dollar US par unité monétaire, sauf pour le yen : nombre de yen pour 1 $US.

Colonne 3 : équivalent en $US des montants de monnaie de la colonne 1 au cours de la colonne 2, sauf dans le cas du yen où la colonne 1 est divisée par la colonne 2.

* La valeur officielle du DTS en dollar américain qui correspond à la réciproque du total de la colonne 3 – soit 1 : 1,26593, arrondi à six chiffres significatifs.

Source : Bulletin du FMI.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.2.2. Émission et utilisation des DTS

C'est le Conseil des gouverneurs du FMI qui décide de la création de DTS, mais seulement sur proposition du directeur général et avec l'accord préalable des administrateurs. La majorité requise pour cette création est de 85 %. Cette majorité est plus élevée que les majorités habituelles qui se situent entre 50 % et 80 %. La décision d'émettre des DTS doit fixer le montant total de l'émission, l'échelonnement de cette émission par tranches annuelles et la durée de la période de base sur laquelle porte ces décisions (en général 5 ans pour permettre de voir s'il y a réaction). Il faut noter qu'il est ménagé la possibilité d'annuler tout ou une partie d'une émission (majorité de 85 %).

L'article XXIV du Fonds stipule les raisons de proposition d'émission des DTS par le directeur général qui sont de répondre « à un besoin mondial à long terme de compléter les instruments de réserve existante de manière à faciliter la réalisation des objectifs du Fonds et à éviter la stagnation économique et la déflation, aussi bien qu'un excédent de la demande et l'inflation dans le monde ».

La décision de créer les droits de tirage spéciaux a conféré au FMI la faculté d'accroître le stock de réserve internationale par un simple jeu d'écritures, en permettant aux pays membres de reconstituer leurs réserves sans avoir à devenir exportateur net de ressources réelles ni à emprunter à l'étranger. Les DTS, étant un instrument de réserve, se traduisaient par l'ouverture pour chaque pays membre dans les livres du FMI d'un compte spécial.

> Tout se passait comme si la communauté internationale avait convenu d'émettre pour son propre usage un avoir de réserve garanti par son seul engagement et en accepter l'emploi pour le règlement de créances, sous certaines conditions. Les DTS peuvent être utilisés par les banques centrales et les autorités financières, quasiment dans les mêmes conditions qu'un avoir de réserve liquide, en échange d'autres monnaies utilisables ou pour toute transaction financière reconnue avec d'autres détenteurs officiels[9].

La première émission de DTS a été d'un montant total de 9,5 milliards d'unités de valeur (équivalent en dollars). Elle fut découpée en trois tranches annuelles : 3,5 milliards au 1er janvier 1970, que 104 pays se sont partagés ; 3 milliards au 1er janvier 1971 et 3 milliards au 1er janvier 1972. « D'autres allocations, d'un montant de 12,1 milliards de dollars ont eu lieu en 1979, 1980 et 1981 » (Rapport annuel du FMI, année

9. Arjun Sengupta, « Lier l'allocation de DTS aux besoins de réserves », *Finances et développement*, septembre 1986, p. 19.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1991). L'allocation de 1981, la plus récente, totalisant 4,1 milliards de DTS, est distribuée aux 141 pays membres du FMI. Depuis sa création, le montant alloué des DTS totalise donc 21,4 milliards de dollars. Du point de vue pratique, la création des DTS se traduit en fait par l'ouverture sur les livres du FMI d'un compte spécial qui s'ajoute au compte général. Seuls participent à sa gestion les membres qui acceptent d'adhérer au système des DTS (différence entre les États membres du Fonds, les États participants aux DTS et les États non membres). Avant de parler de leur emploi, il faut noter que les DTS font l'objet d'attribution aux pays ayant adhéré aux accords, ces allocations étant en principe proportionnelles aux quotas de ces pays à l'intérieur du FMI.

L'usage de DTS est indépendant des autres ressources du Fonds. Ils peuvent être utilisés pour financer des déficits de la balance des paiements sans qu'aucune justification du Fonds ne soit demandée, mais ils ne peuvent être utilisés qu'à cette fin, c'est-à-dire pour obtenir les monnaies dont on a besoin et jamais de l'or. Plus précisément :

> Les États membres peuvent se servir de DTS pour divers transferts volontaires, notamment des transactions par accord – échanges au comptant de DTS contre d'autres avoirs monétaires – et des opérations entre États membres et avec des détenteurs agréés :
>
> • pour obtenir un montant en une unité monétaire quelconque par accord avec d'autres États membres, au taux officiel en DTS calculé par le FMI ;
>
> • pour des accords de swap : un État membre transfère des DTS à un autre État membre en échange d'un montant équivalent d'une unité ou d'un autre avoir monétaire, à l'exclusion de l'or, en s'engageant à effectuer l'opération inverse à une date et à un taux de change convenus entre eux ;
>
> • pour des opérations à terme : les États membres achètent ou vendent des DTS livrables ultérieurement en échange d'une unité ou d'un autre avoir monétaire, à l'exclusion de l'or, à un taux convenu entre eux ;
>
> • pour accorder des prêts en DTS, à des taux d'intérêt et à des échéances convenus entre les parties (le remboursement des prêts et le paiement des intérêts peuvent s'effectuer en DTS) ;
>
> • pour régler des obligations financières ;
>
> • en garantie de l'exécution d'obligations financières. Les États membres du FMI peuvent : 1) gager des DTS, qui seront affectés à cette fin pour la durée du gage par inscription dans un registre spécial tenu par le FMI, ou 2) convenir que les DTS seront transférés en garantie de l'exécution d'une obligation financière et rendus au cédant lorsque ce dernier s'en sera acquitté ;
>
> • pour des dons.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> En outre, le DTS peut être utilisé en vertu de dispositions spécifiques dans le cadre de la FAS et de la FASR. Des dispositions spécifiques faisant intervenir des détenteurs agréés sont nécessaires pour ces opérations, car le Compte de versements spécial du FMI et les comptes administrés ne peuvent détenir de DTS directement. (Bulletin du FMI, 1992)

Le principe fondamental est l'utilisation des DTS pour acquérir d'autres unités monétaires. Il est important de noter que les DTS servent d'unité de compte pour le FMI. Enfin, le Fonds peut acquérir des DTS, les détenir à son compte général et les utiliser ainsi avec les participants. En terme de fonctionnement, le transfert des DTS s'effectue soit par désignation, soit par accord, soit par des opérations avec le compte général. Lorsque la balance des paiements d'un pays est déficitaire, il peut demander au Département des DTS de lui désigner un pays créditeur auquel il transférera ses DTS. Le pays créditeur ne peut refuser que si cette obligation lui fait dépasser le double de son allocation en DTS. En contrepartie de ces DTS, le pays créditeur doit fournir des devises convertibles. Toutefois, le FMI peut relever la limite obligatoire pour un participant[10].

Dès lors, la procédure de désignation des participants appelés à fournir de la monnaie constitue un moyen d'action important pour le Fonds. Celui-ci choisit en principe des États dont la balance des paiements est favorable, dont les réserves sont suffisamment importantes ou qui acceptent de détenir des DTS. Les DTS n'étaient remboursables, jusqu'en 1979, que pour 30 % de leur montant. Le reste des 70 % constitue donc une création pure de monnaie, d'où la référence au terme « création monétaire ex nihilo » (Lelart). À partir du 1er janvier 1979, la part des DTS remboursable a été ramenée à 15 % et supprimée en 1981.

Les avoirs en DTS bénéficient d'un intérêt. Ainsi, lorsqu'un participant a un volume de DTS qui excède la somme de ses allocations, il reçoit de la part du FMI un taux d'intérêt. Réciproquement, une commission est perçue par le Fonds dans le cas contraire : ces intérêts sont payés en DTS. Le taux d'intérêt du DTS fait l'objet d'un calcul spécifique. « Il est déterminé chaque vendredi en fonction des taux de rémunération de certains instruments des cinq pays dont les monnaies constituent le panier du DTS. » La liste de ces instruments varie d'une période à l'autre. Au cours des années 1990, le FMI se référait au

10. Les transactions par accord mettent en scène deux pays qui sont d'accord pour une transaction DTS-monnaie. Les DTS peuvent également être crédités au Compte des ressources générales du FMI. Aucune transaction par désignation n'a eu lieu depuis 1987. Les détenteurs agréés ne reçoivent pas d'allocations de DTS, mais peuvent les acquérir.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

certificat de dépôt à 3 mois pour l'instrument japonais, aux bons du Trésor à 3 mois pour les instruments français, américains, britanniques et aux dépôts interbancaires à 3 mois pour l'instrument allemand.

Avec la révision du panier en octobre 2000, le FMI a modifié les instruments représentatifs des monnaies. Ainsi, depuis janvier 2001, le taux représentatif de l'euro est l'euribor (taux interbancaire offert sur les avoirs en euros) à trois mois, celui du yen est devenu le taux de rendement des effets de financement public japonais à 13 semaines, alors que les rendements des bons du Trésor à trois mois des États-Unis et du Royaume-Uni demeurent les taux représentatifs pour le dollar et la livre sterling, respectivement. Le taux d'intérêt sur les DTS est la moyenne pondérée de ces taux représentatifs des monnaies du panier.

Si nous avons dit que les allocations en DTS étaient limitées aux seuls participants, la détention des DTS est, quant à elle, beaucoup plus large, les détenteurs pouvant être le Fonds lui-même, les États non membres et les États non participants. Il appartient alors au Fonds, à la majorité de 80 %, de prescrire les conditions des opérations entre participants et non-participants. Au 30 avril 2001, le FMI a désigné 16 détenteurs agréés : l'Association internationale de développement (IDA), la Banque africaine de développement, la Banque asiatique de développement, la Banque centrale des Antilles orientales, la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest, la Banque de développement de l'Afrique de l'Est, la Banque des États de l'Afrique centrale, la Banque des règlements internationaux, la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (Banque mondiale), la Banque islamique de développement, la Banque nationale suisse, la Banque nordique d'investissement, le Fonds africain de développement, le Fonds latino-américain de réserve, le Fonds international de développement agricole et le Fonds monétaire arabe[11].

Nous avons vu, au début de l'exposé sur les DTS, que la première émission de DTS avait déjà eu lieu en 1970. L'intérêt ici est de voir comment cette émission a été répartie entre les divers participants. À ce sujet, Lelart observe :

> […] les trois allocations ont donc représenté un total de 9 314,8 millions de dollars dont 74,8 % ont été attribués aux pays industrialisés ou semi-développés (2 294 millions de dollars aux États-Unis, 1 006 au Royaume-Uni, 485 à la France…) et 25,2 % aux pays en voie de développement (326 millions de dollars à l'Inde, 152 au Brésil… 1,6 au Lésotho et au

11. La Banque centrale européenne a été désignée le 15 novembre 2000.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Bostwana et 0,2 aux Îles Samoa qui n'ont participé qu'à la troisième allocation). On a beaucoup discuté – et critiqué – cette répartition qui attribue les DTS aux pays qui en ont le moins besoin. Mais les pays développés ont vu augmenter leurs réserves de 8 % alors que cette progression a été de 13 % pour les pays en voie de développement. Et on a montré qu'une répartition fondée sur les quotes-parts au Fonds était moins défavorable aux pays en voie de développement qu'une répartition basée sur d'autres critères.

Les DTS ont été créés afin d'éviter des déséquilibres importants dans les balances de paiements et de permettre de rétablir rapidement l'équilibre ; néanmoins, après quelques années d'opération, on peut se demander si cet objectif est atteint, car si on regarde la balance des paiements des États-Unis (comme il a été montré au chapitre 1), la balance courante est largement déficitaire et il apparaît que les États-Unis ne respectent pas les règles du jeu pour garantir un caractère temporaire à ce déséquilibre.

Avec la création d'une nouvelle monnaie internationale, le Fonds devient une banque d'émission et, par conséquent, vis-à-vis des banques centrales une super-banque centrale. Si le FMI devient une sorte de superbanque mondiale, on peut se demander pourquoi les DTS ne pourraient pas devenir une sorte de monnaie mondiale. Dès lors, on peut s'interroger sur le rôle du dollar et de l'or. Si ce dernier a perdu son rôle comme instrument d'échange dans la circulation intérieure, il a conservé en revanche un rôle comme instrument de règlement international. Mais, avec les DTS, ce rôle va être appelé à diminuer, car un nouvel instrument, dont la création ne dépend plus des positions des balances des paiements, mais des besoins à long terme des économies, vient s'ajouter à l'or. Et on pourrait même penser à ce que certains appellent déjà l'étalon-DTS comme une unité servant à mesurer toutes les autres monnaies. Cependant, au 31 mars 2001, très peu de pays définissent leurs devises par rapport au DTS[12]. L'avenir de l'étalon-DTS ne paraît pas prometteur.

Enfin, revenons à la distribution des allocations des DTS. Celle-ci n'a pas manqué de soulever des critiques de la part des pays sous-développés. Cependant, étant donné leur rôle dans les échanges internationaux, pouvait-il en être autrement ? À moins de transformer, comme il a souvent été suggéré, l'émission des DTS en une forme d'aide aux pays sous-développés, la conciliation des règles comptables du FMI et des objectifs de développement semble, à première vue, difficile, mais utile pour la stabilité du système monétaire international.

12. Il s'agit notamment des quatre pays suivants : Bahreïn, Qatar, Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Au cours de la décennie 1980, les DTS semblaient promis à une utilisation plus élargie. En effet, les DTS ont joué un rôle majeur dans la restructuration de la dette de divers pays aux prises avec un déficit de la balance des paiements. Les programmes mis en place par les autorités, pour surmonter les difficultés de balance des paiements, ont tous utilisé des fonds libellés en DTS. Ainsi, les prêts effectués en vertu des principaux programmes, dont la Facilité d'ajustement structurel (FAS) et la Facilité d'ajustement structurel renforcé (FASR), ont été effectués en DTS. Les pays membres débiteurs pouvaient utiliser le prêt en DTS pour les échanger contre des devises librement utilisables.

Toutefois, les DTS ne figurent guère parmi les principales devises sur les prêts bancaires internationaux, ni sur le marché des titres. La situation de l'écu est fort différente comme il en sera bientôt traité.

Leroux (1988) mentionne qu'« en 1981, une dizaine de banques principalement situées à Londres s'efforcèrent de mettre en place un marché de certificats de dépôts négociables en DTS, mais cette tentative se solda par un échec. Un total de 7 eurocrédits syndiqués en DTS furent mis en place en 1981 et 1982. Cependant, depuis cette période, aucun prêt n'a été fait sur cette base. » Que l'utilisation des DTS soit limitée sur le marché privé, on peut facilement y acquiescer, mais que sa performance sur les réserves officielles s'avère dérisoire, on ne peut qu'en être embarrassé. Les statistiques publiées par le FMI montrent clairement que les réserves mondiales (excluant l'or) sont encore largement composées de devises. Plus encore, la part relative des DTS a chuté, passant de près de 6 % dès 1970 à 3 % en 1999.

En septembre 1997, le Conseil des gouverneurs du FMI a proposé une allocation supplémentaire des DTS afin de permettre à tous ses membres de participer au système[13]. Quatre ans plus tard, soit à la date du 30 avril 2001, cette décision n'est pas encore ratifiée par l'ensemble des trois quarts des pays membres représentant au moins 85 % des votes. Face à cette situation, le G-7 avait en 1995 demandé au FMI d'entreprendre des travaux de réflexion. Faisant appel à des experts hors du FMI, les résultats de ces travaux ont été publiés dans l'ouvrage *The Future of the SDR in the Light of Changes in the International Financial System*[14]. On y retrouve les constats suivants.

13. Près de 20 % des pays membres ne participent pas au système des DTS puisqu'ils sont entrés au FMI après la dernière allocation qui a eu lieu en 1981.

14. Mussa, Michael *et al.* (1996). *The Future of the SDR in the Light of Changes in the International Financial System*, Washington, IMF.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

En premier lieu, la chute du système de Bretton Woods atténuait les préoccupations qui pesaient sur la disponibilité des réserves et sur le rôle du dollar dans les années 1960. La suspension de la convertibilité du dollar en or élimina la menace guettant la réserve d'or américaine. L'adoption de taux flottants éliminait du coup une grand part de la rigidité du système monétaire mondial. Cependant, le problème de règlement ordonné des déséquilibres de la balance des paiements demeurait entier.

Par ailleurs, d'une façon assez spectaculaire, les DTS furent dépassés par les événements. À peine nés, ils durent faire face, en plus de la chute du système de Bretton Woods, à la crise pétrolière et à la ruée au développement du secteur de la finance privée. La crise pétrolière de 1971-1973 déversa sur le marché une quantité phénoménale de dollars, éliminant du coup les craintes d'un tarissement de la principale monnaie pour les échanges mondiaux.

Un autre bouleversement significatif fut l'émergence de la finance privée. Alors que sous le régime de convertibilité à l'or le système monétaire était assez flexible, les années 1970 et 1980 virent naître un marché financier très dynamique qui, de surcroît, développa des produits financiers (euromarché, les options, contrats à termes, swaps, etc) très sophistiqués. Ceci eut un double impact sur les DTS. Tout d'abord, les pays industrialisés purent avoir accès à des capitaux privés pour les besoins en monnaies convertibles et en réserve. Ensuite, comparés aux nouveaux produits financiers, les DTS n'ont pu rivaliser avec la sophistication des nouveaux produits en termes de performance.

Ensuite, les DTS n'ont pas eu le succès escompté à cause, paradoxalement, des États ayant contribué à leur création en 1969 ou du moins des États détenant 85 % des quotes-parts. Les allocations de DTS ont été limitées aux années 1969, 1970, 1971 et 1981. La difficulté provient du fait que pour décider d'une nouvelle émission de DTS, les États membres doivent s'entendre sur le besoin de liquidité à long terme pour satisfaire aux besoins de l'économie internationale. Or, en présence de la disponibilité du dollar et des autres produits financiers, et en l'absence d'un réel soutien politique de la part des principaux exportateurs mondiaux (qui composent le panier de monnaies des DTS, toute nouvelle allocation est bloquée depuis 1981. Ici, il ne faut pas négliger l'influence que les États-Unis détiennent sur l'économie mondiale à travers cette question des réserves et des transactions publiques et privées, principalement libellées en dollars.

Cette résistance à une nouvelle allocation s'explique plus spécifiquement par deux facteurs. Tout d'abord, depuis la dernière allocation, de nouveaux États se sont joints au programme des DTS créant ainsi une discrimination entre les États ayant déjà reçu une allocation et les

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

nouveaux qui aimeraient bien recevoir des DTS en rattrapage. Ensuite, une allocation de DTS ajoute des réserves de manière inconditionnelle en proportion des quotes-parts. Or, ceci cadre difficilement avec le régime de crédits conditionnels du FMI et de la Banque mondiale qui sont devenus la norme pour les PVD.

Finalement, le peu de succès des DTS s'expliquent par le fait qu'ils ne sont pas une monnaie à part entière et que leur utilisation privée n'a jamais été encouragée ni facilitée contrairement, par exemple, à l'euro-marché qui compte deux *clearing houses* à Londres et à Bruxelles. Les DTS ne peuvent s'appuyer sur une banque centrale comme l'euro – la Banque centrale européenne (BCE) – qui lui assurerait un capital de confiance pour les opérateurs privés.

Comme nous pouvons le constater, le rôle des DTS a beaucoup évolué depuis leur création le 1er janvier 1970. Durant la première décennie, le rôle des DTS fut exclusivement limité à celui d'une unité de réserve internationale complémentaire des unités de compte existants, tandis qu'au cours des années 1980, on a vu ce rôle se diversifier afin de faire des DTS une véritable unité de compte internationale. Cette attribution s'est aussi vue renforcée par la modification de la mission du Fonds monétaire international via le premier amendement sur la création d'avoirs de réserve (création de DTS) et par le deuxième amendement qui officialisait l'abandon des parités fixes en obligeant les membres et le Fonds à maintenir des conditions favorables pour un système de taux de change stable. Maintenant, on peut se demander quel sera l'avenir des DTS dans une perspective de marché et d'échange globaux. Est-ce que les DTS réussiront à détrôner le dollar et à vraiment devenir l'instrument de réserve espéré ? Seront-ils utilisés de façon intensive dans des transactions privées ? Si toutes ces questions peuvent être posées, il demeure qu'aucune actuellement ne trouve une réponse claire et significative.

La réussite de l'utilisation intensive des DTS dans le secteur privé sera un fait accompli lorsqu'on démontrera sa capacité réelle à réduire les risques face à d'autres paniers de monnaies, tel l'euro, ou à d'autres devises principales, sur les plans de la stabilité, de la diversification et de la protection du pouvoir d'achat. Un autre facteur déterminant sera l'attitude des autorités nationales respectives vis-à-vis l'utilisation des DTS par le milieu privé des affaires. Existe-t-il un avenir pour les DTS ? Force est de constater que l'économie mondiale évolue en l'absence de nouveaux DTS depuis 1981. Si on en croit l'économiste Dobson (1996, p. 392-394), les DTS seraient plutôt une « solution à la recherche d'un problème ». En quelque sorte, cette remarque illustre bien, selon nous, l'avenir des DTS.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3. L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

L'Union monétaire européenne offre l'exemple d'une des intégrations économiques les plus poussées au monde et, de ce fait, suscite de nos jours beaucoup de commentaires d'ordre juridique, politique, social, économique et militaire. À titre de rappel, la Communauté économique européenne (CEE), lancée en 1957 par le traité de Rome dans la foulée des objectifs de l'OECE (Organisation européenne de coopération économique) et poussée par le plan Marshall, allait vite se construire et se renforcer par diverses réformes institutionnelles[15]. En effet, au cours des années 1960, la Communauté s'affermit en adoptant la politique agricole commune (PAC, au 30 janvier 1962) et en achevant son union douanière (16 juillet 1968). Les années 1970 ont vu la création du SME (Système monétaire européen) avec une unité de compte, l'écu. La Communauté s'est ensuite élargie pour atteindre 12 membres durant les années 1980 ; elle a mis en place le dispositif d'intégration de l'Acte unique européen (Europe 92) qui entre en vigueur le 1er juillet 1987. Le traité de Maastricht, signé en février 1992, vient cimenter la coopération économique et monétaire en proposant la monnaie unique européenne, l'euro.

Si la logique de la construction européenne renvoie à la volonté expresse de chacun des pays membres d'œuvrer pour éloigner ou éliminer le spectre de la guerre, il faut mentionner que le revirement de la conjoncture mondiale figure aussi comme facteur déterminant de cette intégration, comme l'observe assez bien Lelart (1994, p. 5) : « Il nous semble évident que sans l'échec du système de Brettton Woods, jamais l'Europe n'aurait dû faire autant d'efforts depuis 35 ans pour passer d'un marché commun à une monnaie commune. » Dans le présent chapitre, nous cherchons à expliquer les ambitions monétaires de l'Union, lesquelles passent par deux phases importantes : la création du SME et le traité de Maastricht.

3.1 Le Système monétaire européen (SME)

À la suite de l'effondrement du Bretton Woods, le SME est institué le 13 mars 1979, avec pour objectif de promouvoir une zone de stabilité monétaire en Europe. Les pays signataires de cet accord sont : la France,

15. Le plan Marshall est un programme d'aide américaine de près de 13 milliards de dollars lancé en 1945, soit 1,5 % du PIB des États-Unis (l'équivalent de 88 milliards vers la fin des années 1990) et destiné à la reconstruction de l'Europe dévasté par la guerre (voir pour plus de détails la revue *The Economist* (1997) et Gaillard (1997).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

l'Italie, l'Allemagne, l'Irlande, les Pays-Bas, la Belgique-Luxembourg, le Danemark, auxquels se sont ajoutés par la suite le Royaume-Uni, l'Espagne, la Grèce et le Portugal. Le SME couvre donc les 12 pays de la CEE (Communauté économique européenne).

Si tous les membres sont d'accord pour limiter la variabilité des monnaies européennes, du moins entre elles, d'autres objectifs sont également assignés au SME, notamment la convergence des politiques macroéconomiques pour briser l'inflation et réduire le chômage. Mais au-delà de ces objectifs, il semble bien, selon l'observation de Le Cacheux et Lecointe (1988), que chacun des pays voit son appartenance au SME dictée par des motivations internes. Par exemple, les mêmes auteurs soulignent que : « La France et l'Italie […] avaient avant tout recherché dans le SME un soutien à leurs politiques de stabilisation monétaire, tandis que les autres et singulièrement la RFA y voyaient un moyen de préserver leur compétitivité dans les échanges commerciaux internationaux. »

Ces préoccupations divergentes des membres laissent déjà présager que le SME ne résistera pas longtemps aux attaques spéculatives. L'histoire semble démentir partiellement cette anticipation. D'abord, relevons succinctement les modalités de fonctionnement du SME. Le SME crée une unité de compte, l'écu (*European Currency Unit*) de même nature que les DTS ; l'écu se définit comme un panier dans lequel toutes les monnaies de la Communauté sont représentées selon l'importance économique du pays. Chaque monnaie détermine sa parité par rapport à l'écu, ce qui permet de fixer le taux de change officiel entre les diverses monnaies de la Communauté.

3.1.1 Définition et composition de l'écu

Depuis sa fondation, la Communauté économique européenne est à la recherche d'une monnaie pour établir son budget, compenser les créances et engagements et déterminer le niveau des prix communs des produits agricoles. Il s'agit au départ d'une unité de compte, d'un instrument de comptabilité. La première unité de compte européenne (1950) avait une valeur correspondant au poids or d'un dollar. Mais depuis la chute du Bretton Woods, la déclaration d'inconvertibilité du dollar en 1971 et le retour au régime flexible, il devient difficile de lier l'unité de compte et le dollar.

Le 21 avril 1975, la Communauté, à l'exemple du FMI, crée un panier de neufs monnaies, l'Unité de compte européenne (UCE) que le Système monétaire européen (SME), entré en vigueur le 13 mars 1979,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

reprend sous le nom d'écu (*european currency unit*)[16]. Les Français sont sensibles au fait que le nom choisi rappelle celui d'une monnaie qui avait cours sous Saint Louis (Louis IX, XIII^e siècle), connaissant déjà à cette époque une diffusion européenne (l'escudo portugais actuel proviendrait de ce premier écu). Plus que l'intérêt historique, cependant, c'est la volonté d'échapper aux fluctuations et à l'emprise du dollar et une recherche de stabilité qui ont conduit à l'émergence de l'écu.

La caractéristique première de l'écu est d'être un panier ou une unité composite représentant une somme de différentes monnaies. Mais son rôle clé au sein du SME et de ses différentes fonctions en font une unité complexe, nécessitant plusieurs définitions. On distingue ainsi trois sortes d'écus : écu-panier, écu public ou écu officiel et écu privé.

L'écu-panier est une entité purement nominale composée d'un panier de montants fixes de chaque monnaie de la Communauté. Cette composition est à reviser tous les cinq ans, soit sur demande lorsque le poids d'une des monnaies varie de plus de 25 %, soit lors de l'introduction de la monnaie d'un nouvel État membre. Lors de la première fixation puis à la révision de 1984, les poids de diverses monnaies ont été calculés en fonction de la part relative des États membres dans le PIB de la Communauté, des échanges intracommunautaires et de leur part relative dans un des mécanismes de solidarité financière. Toutefois, les nouveaux poids sont négociés au sein du Conseil européen, mais ils doivent respecter des critères objectifs définis. Le tableau 5.9 donne un aperçu de l'évolution de l'écu-panier.

La clause relative à une variation de plus de 25 % du poids d'une monnaie membre n'a jamais été évoquée. Concernant la deuxième possibilité, la composition de l'écu a été modifiée le 17 septembre 1984 lors de l'entrée de la drachme grecque dans le panier et le 21 septembre 1989 pour celles de la peseta espagnole et de l'escudo portugais. Aussi, la

16. Les pays européens avaient déjà tenté, au début de 1970, d'harmoniser leurs politiques économiques par la mise en place du serpent monétaire. Les marges de fluctuation entre les monnaies européennes permises était de ±0,6 % au lieu de ±1,0 %, telles que prescrites par le FMI. Voir, au sujet du serpent monétaire européen, Leroux (1988) et David (1984). Mais l'abandon du régime de parité fixe, suivi du choc pétrolier, a causé un tort considérable au système. Plusieurs membres n'ont pu respecter leurs engagements à cause de difficultés de leur balance des paiements, de sorte que le « serpent » s'est retrouvé avec seulement cinq membres sur les neuf de la Communauté, soit la Belgique, le Luxembourg, le Danemark, l'Allemagne et les Pays-Bas. L'Angleterre et l'Irlande n'ont jamais joint le « serpent », la France et l'Italie ont dû se retirer.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

révision vise à tenir compte des variations des taux de change ; le mark allemand, d'un poids de 33 % en 1979, passe à 37 % au milieu de 1984, tandis que la lire italienne tombait de 9,5 % à environ 8,0 % (tableau 5.9).

Finalement, la révision quinquennale de septembre 1994 n'eut pas lieu et le panier se trouva gelé à partir de cette date. Les arguments en faveur de ce gel étaient que, depuis quelques années, les changements de parité étaient devenus plus rares et que les marges étaient de plus en plus respectées. Lelart (1994, p. 185) explique qu'une date connue pour une révision de l'écu serait mal vue sur les marchés financiers : « De plus, le choix d'un nouveau panier, à une date connue d'avance, aurait fait naître une certaine incertitude susceptible à la fois de rendre moins facile le développement de l'écu privé qui doit être pourtant de plus en plus utilisé pendant la deuxième phase, sous l'impulsion notamment de l'Institut monétaire européen (IME), et d'entraîner une certaine instabilité sur les marchés des changes, compliquant le passage à la monnaie unique. »

TABLEAU 5.9
Composition de l'écu

Monnaie	1/1/79-16/9/84	17/9/84-20/9/89	depuis 21/9/89
Deutsche mark (DM)	0,82800	0,71900	0,62420
Franc français (FF)	1,15000	1,31000	1,33200
Livre sterling (£)	0,08850	0,08780	0,08784
Lire italienne (LIT)	109,00000	140,00000	151,80000
Florin néerlandais (FL)	0,28600	0,25600	0,21980
Franc belge (FB)	3,66000	3,71000	3,30100
Franc luxembourg (FLUX)	0,14000	0,14000	0,13000
Couronne danoise (KRD)	0,21700	0,21900	0,19760
Livre irlandaise (£IR)	0,00759	0,00871	0,00855
Drachme grecque (DR)	–	1,15000	1,44000
Peseta espagnole (PTA)	–	–	6,88500
Escudo portugais (ESC)	–	–	1,39300

En ce qui concerne l'écu public, il fait référence à des règlements entre banques centrales. L'écu public est créé par l'apport des États membres auprès du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) de 20 % de leurs avoirs en or et de 20 % de leurs réserves en dollars. En contrepartie de ces apports, les pays membres sont crédités en écus de l'équivalent du cours de l'or et du dollar. L'apport d'or et de dollars est

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

converti en écus aux cours suivants : pour le dollar, au cours du marché des devises deux jours ouvrables avant l'apport ; pour l'or, on prend en compte la moyenne semestrielle des cours de *fixing* sur la place de Londres. Toutefois, la moyenne des cours de *fixing* de deux jours précédant l'apport est retenue si elle est inférieure à la moyenne semestrielle, pour éviter la surévaluation.

L'inconvénient de ce système d'apport est que la Communauté ne peut influer directement sur le volume des écus ainsi créés. Ce volume résulte en effet du prix de l'or et du dollar. Or, ces deux grandeurs sont soumises à de fortes fluctuations, ce qui va à l'encontre de la stabilité monétaire tant recherchée. L'écu public est un contenant immatériel, scriptural, avec contenu d'or et de dollars.

L'écu public, comme unité de compte, sert à toutes les institutions européennes : Commission européenne, la Banque européenne d'investissement (BEI), le Fonds européen de développement, la Banque européenne de la reconstruction et de développement (BERD), etc. Ils l'utilisent principalement pour établir et publier leur budget et leurs statistiques économiques.

Dans la vie quotidienne de l'Europe, l'écu sert à fixer les prix agricoles, les restitutions et montants compensatoires qui les accompagnent. C'est également en écu qu'est fixé la limite d'importation en franchise de droits accordée à chaque voyageur. Même la loterie européenne est libellée en écu. Malgré tout, l'écu public « reste regardé avec suspicion, au sein même de la CEE par les banques centrales qui ne l'assimilent pas pleinement à leurs autres réserves de change » (Jurgensen, 1991, p. 138). Cet auteur prétend que l'écu souffre de précarité puisqu'il est fondé sur un système de swaps temporaires et que le montant même des écus en circulation, lié aux variations des cours de l'or et du dollar, est instable. Il prétend aussi que son acceptabilité est limitée puisque les banques centrales des pays membres ne sont tenues de le recevoir que pour la partie de leurs créances au sein du FECOM. Finalement, Jurgensen parle de son inconvertibilité, puisque les positions créditrices accumulées ne peuvent être changées en devises.

L'écu privé représente les 12 monnaies dans la proportion respectant la définition de l'écu-panier. Il s'agit d'une monnaie bancaire créée pour des opérations d'arbitrage : un client d'une banque peut acheter un écu, la banque devra se procurer la proportion exacte des monnaies constituant l'écu, en affrontant alors une situation (théorique) de risque de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> Des entreprises comme Visa, Eurocard, Eurochèque… traitent aujourd'hui l'écu comme n'importe quelle autre devise. Cartes de crédit et chèques en écus sont donc librement utilisables. Ils nécessitent néanmoins l'accord du bénéficiaire du paiement […] Chaque année apporte son lot d'innovations. La ville de Luxembourg a été le théâtre d'une expérience in vivo inédite entre le 2 novembre et le 2 décembre 1989. Durant cette période, les particuliers, résidents ou non, auront pu régler la plupart de leurs achats commerciaux courants directement en écus, les prix étant aussi affichés en écus, en plus de la monnaie locale […][17]

L'écu peut donc être utilisé par des particuliers (ouverture de comptes, chèques, paiements, cartes de crédit…), mais offre encore peu d'attrait, sauf peut-être pour les travailleurs en zone frontalière, à qui il évite les tracas et les risques de change. Pour les entreprises, surtout celles qui ont des filiales dans plusieurs pays, l'écu simplifie la trésorerie en devises et la politique des prix. L'utilisation commerciale de l'écu demeure limitée, négligeable quantitativement. Les raisons invoquées pour expliquer cet état de choses sont un manque d'information (malgré certaines campagnes de promotion), des limites inhérentes à l'écu (un fournisseur réclame une devise forte, un client une devise faible…), la force des habitudes dans les transactions internationales… C'est avant tout dans le cadre du Système monétaire européen que l'écu prend actuellement son sens. Il y détient les fonctions suivantes.

D'abord, dans le mécanisme de change du SME, un cours pivot exprimé en écus est fixé pour chacune des monnaies de la Communauté. Une marge de fluctuation de 2,25 % est définie de part et d'autre du cours pivot, au sein de laquelle la devise est théoriquement autorisée à fluctuer[18]. La marge de fluctuation est portée à 6,0 % pour la lire italienne et la peseta. L'escudo portugais fait partie du mécanisme de change du SME depuis le 6 avril 1992, avec une marge de fluctuation de 6,0 %.

Ensuite, en vertu des cours pivots centraux sont établis des seuils de divergence. Lorsque ces seuils sont atteints, on présume que le pays, dont la monnaie est en cause, prendra les dispositions appropriées pour éviter que sa monnaie ne franchisse ce seuil. Le rôle qu'on veut ainsi faire jouer à l'écu est de contraindre les États membres à faire preuve de discipline économique et monétaire. Toutefois, comme certains pays ont interprété les seuils de divergence comme le début de négociations pour corriger la situation, ce mécanisme ne fonctionne qu'en partie.

---

17. Voir Jean Alain, *L'Écu, le SME et les marchés financiers*, Les Éditions d'Organisation, Paris, 1990.

18. La marge de fluctuation est portée à 15 % depuis le 1er août 1993 pour une période transitoire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

L'utilisation de l'écu comme dénominateur permet de répartir entre deux pays membres, dont les monnaies menacent de franchir les limites du cours pivot, de partager le risque de change lié aux interventions de crédit. Auparavant, le pays à monnaie faible assumait seul ce risque. Enfin, l'écu constitue un avoir de réserve et un instrument de paiement. C'est le rôle joué par l'écu public. Toutefois, l'utilisation de l'écu comme instrument de réserve est limitée par le règlement qui empêche de financer les dettes résultant du financement à très court terme au-delà de 50 %. Ce mécanisme a été assoupli en 1985 ; néanmoins, il a été peu utilisé au cours des dernières années.

L'utilisation la plus répandue de l'écu a lieu sur les marchés financiers. Depuis la première émission d'une obligation à taux flottant libellé en écu par la société SOFTE (une société luxembourgeoise) en mars 1981, le développement des émissions en écu a été très rapide, au point qu'il est actuellement la cinquième ou la sixième monnaie pour l'émission d'obligations internationales. Même les entreprises et les gouvernements non européens se sont tournés vers l'écu pour leurs besoins de financement, qu'ils soient canadiens, japonais ou américains.

L'aspect le plus important de ce marché de l'écu privé est qu'il permet la détermination d'un taux d'intérêt spécifique à l'écu par les conditions du marché plutôt qu'à travers la moyenne des taux des monnaies qui le composent. L'écu a également réussi à se faire une place sur les marchés monétaires. Ce marché s'est développé lorsque les banques cherchèrent pour leurs emprunteurs un moyen pour éviter de se défaire de leurs dépôts en écu. « Le marché monétaire de l'écu est principalement concentré sur des opérations interbancaires dans les pays les plus orientés vers l'écu (Belgique, Luxembourg, France, Italie et Royaume-Uni). Il joue un rôle de réserve pour les banques centrales et dans les interventions sur les taux de change » (Ernst et Young, 1990, p. 294).

L'usage de l'écu sur les marchés financiers est bien perceptible. En effet, comme il a déjà été expliqué, l'écu figure parmi les principales monnaies d'émission des crédits bancaires internationaux. Par exemple, de 1990 à 1997, et selon les estimations de l'OCDE, la principale monnaie d'émission de ces crédits est le dollar américain, suivi de la livre sterling, du deutsche mark et aussitôt de l'écu, qui devance le yen, le franc suisse et le franc français. Les données plus récentes, publiées par la BRI, englobent les monnaies de la zone euro en une seule catégorie (euro) et les marchés libellés en écu sont considérés comme euro. Depuis le 1er janvier 1999, l'écu a cessé d'exister.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3.1.2. Mécanisme et symétrie des règles d'intervention du SME

Comme nous l'avons mentionné précédemment, les pays participant au SME doivent s'assurer que leurs devises sur le marché fluctuent à l'intérieur d'une bande de 2,25 % par rapport à la parité officielle. La marge de fluctuation est portée à ±6 % pour l'Italie et l'Espagne en raison de la persistance de l'inflation dans ces pays. Les autorités monétaires doivent intervenir pour prévenir le dépassement des marges. La banque centrale, dont la monnaie se dévalue en dehors des limites permises, est appelée à racheter celle-ci sur les marchés, tandis que la banque dont la devise s'apprécie effectue l'opération contraire (vente). Qu'arrive-t-il si la banque centrale de faible devise est à court de liquidité ? Le SME a mis en œuvre un Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) alimenté par un dépôt des membres équivalant à 20 % de leurs réserves d'or et à 20 % de leurs réserves en dollars. En contrepartie, chaque membre reçoit des écus lui permettant d'intervenir sur le marché des changes et lui donnant également accès à des crédits additionnels du Fonds.

Après une décennie d'opération, un premier bilan permet de situer les enjeux. Commençons d'abord par la question de la stabilité des changes. Les réalignements de parité s'avèrent nombreux et impliquent les principales monnaies. Comme l'indique le tableau 5.10, le mark (devise pivot de la Communauté) s'est appréciée de 4,25 % en 1982, de 5,5 % en 1983, de 2 % en 1985, de 3 % en 1986 et d'un autre 3 % en 1987. Le franc s'est dévalué sur toute la période 1979-1987, ainsi que la lire. Certes, ces variations dépassant les limites de ±2,25 %, portent ombrage à l'efficacité du SME. Cependant, ne faut-il pas reconnaître, au contraire, que c'est une réussite en comparaison des fluctuations erratiques des années antérieures ? À ce sujet, Marston (1988) et Rogoff (1985) concluent que le SME a contribué à réduire de façon significative la variabilité des taux de change bilatéraux, alors que les pays se situant hors zone du SME (États-Unis, Japon et Royaume-Uni avant son adhésion) ont vu leurs devises fluctuer davantage.

Au chapitre de la convergence des politiques monétaires, on note un certain alignement sur la politique allemande, elle-même restrictive. De fait, par le jeu de l'intégration de plus en plus poussée des marchés de capitaux, les pays à monnaie faible ont tendance à avoir des taux d'intérêt plus élevés pour attirer les capitaux et pour compenser leur manque de compétitivité. Rogoff (1985) montre que la variabilité du différentiel du taux d'intérêt réel s'est accrue dans le SME, particulièrement entre les trois plus grands pays (France, Italie, Allemagne). La France et l'Italie ont dès lors eu recours à des contrôles stricts sur le flux des capitaux dans le but de protéger leurs devises contre les spéculations.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.10
Réaménagements des parités dans le SME après 1979

Devises	1979		1981		1982		1983	1985	1986		1987
	24/09	30/11	22/03	04/10	21/02	12/06	21/03	22/07	06/04	04/08	12/01
Mark	+2,0	–	–	+5,5	–	+4,25	+5,5	+2,0	+3,0	–	+3,0
Franc français	–	–	–	–3,0	–	–5,75	–2,5	+2,0	–3,0	–	–
Lire	–	–	–6,0	–3,0	–	–2,75	–2,50	–6,0	–	–	–
Florin	–	–	–	+5,5	–	+4,25	+3,5	+2,0	+3,0	–	+3,0
Franc belge	–	–	–	–	–8,5	–	+1,5	+2,0	+1,0	–	+2,0
Couronne danoise	–3,0	–5,0	–	–	–3,0	–	+2,5	+2,0	+1,0	–	–
Livre irlandaise	–	–	–	–	–	–	–3,5	+2,0	–	–8,0	–

Sources : Tableau tiré de J. Le Cacheux et de F. Lecointe (1988), p. 29.

Enfin, le mark, en devenant une monnaie de référence parmi les devises européennes, joue un rôle de leader dans le SME comparable à celui du dollar dans le FMI. On se demande, alors, pourquoi créer l'écu, alors que le marché semble favoriser le mark. Dans leur article, Le Cacheux et Lecointe (1988) font remarquer que, dans la pratique, les interventions des banques centrales confirment un caractère hiérarchique contrairement aux vœux des membres fondateurs du SME qui prônaient une symétrie des règles. L'existence de cette hiérarchie s'explique par l'alignement des politiques monétaires sur celle de l'Allemagne, elle-même déterminée en réponse aux politiques américaines et non pas en fonction de conditions internes au SME.

Le 31 juillet 1993, le Système monétaire européen connaissait la crise la plus importante de sa courte histoire. La revue *The Economist* conclut que les effets de cette crise iront au-delà des seuls marchés monétaires et ses implications réelles ne sont pas encore comprises. À travers ce qui semblait constituer un désaccord général et majeur, les ministres des Finances décidaient de faire passer la bande de fluctuations entre les monnaies de 2,25 % à 15,00 %, ce qui dans les titres de journaux se traduisait par : « Le SME est mort ». Le problème vient du fait que même si ces bandes plus larges vont exercer moins de pressions sur les politiques des pays membres, il reste qu'elles auront des effets sur les participants aux marchés des changes. Il n'est d'ailleurs pas rare de voir de telles fluctuations entre des monnaies comme le dollar, le yen et d'autres devises importantes.

Mais revenons un peu en arrière. La Bundesbank, voulant financer la réunification allemande et contenir une inflation inquiétante, maintient des taux d'intérêt élevés, au grand désespoir de la France affectée,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

elle, par la récession, mais désireuse de maintenir sa politique de « franc fort ». Cette réalité alimenta les spéculateurs. En effet, les perspectives de renversement de politique en faveur d'un franc moins fort par le nouveau gouvernement Balladur alimente les activités spéculatives contre le franc qui, alors, perd aussitôt de la valeur sur les marchés durant la dernière semaine de juillet 1993.

Les ministres des Finances se rencontrent donc les 31 juillet et 1er août, afin de considérer les options. L'Allemagne suggère que l'on fasse passer la bande de fluctuation à 6 %, mais la France refuse puisque cela laisse encore trop de marge aux spéculateurs. La France, elle, suggère plutôt de changer la monnaie étalon du SME, soit le deutsche mark, afin de laisser ce dernier fluctuer à sa guise. Cette dernière proposition est rejetée. Les pays, finalement, acceptent une bande de fluctuation de 15 %, précisant que cette mesure n'est que de durée limitée, principalement en réaction à des spéculations anormales. Aussi, la France consent-elle à baisser ses taux d'intérêt de deux points de pourcentage. Le 4 août 1993, l'Allemagne fait timidement passer ses taux de 6,8 à 6,7 %, ce que plusieurs considèrent comme une trêve afin de calmer les marchés étrangers de devises.

Ainsi, un élément important de la problématique du SME se trouve dans le couple franco-germanique. En effet, les deux plus gros pays de l'Europe des douze ont dirigé ensemble la Communauté depuis sa fondation en 1957. Ils sont également derrière l'idée du SME (1979) et de Maastricht (1991). Et même si la France n'a pas apprécié que la Bundesbank ait refusé de baisser ses taux d'intérêt (et ainsi mettre les demandes de l'Europe en avant), la volonté de coopération est demeurée forte.

En effet, parmi les avantages de l'écu, tels que rapportés par Lélart (1994, p. 79-90), on note la réduction de l'incertitude liée aux fluctuations des taux de change (une des caractéristiques du papier monétaire), une monnaie de compromis, le besoin limité de couverture de risque de change et la réduction des coûts de transaction. Parmi les désavantages de l'écu figurent l'obstacle psychologique d'acceptation (face au dollar reconnu comme monnaie internationale) ; l'obstacle institutionnel ou l'absence d'« habitat monétaire », en ce sens que l'« écu n'est pas créé et géré par une banque centrale et ne circule pas sous la forme de billets utilisés d'une façon habituelle par les résidents » ; l'obstacle technique relié aux coûts élevés de transaction en raison du coût de l'opération de change inhérent. Toutefois, malgré ces handicaps, l'auteur relate, chiffres à l'appui, que l'usage financier de l'écu augmenta au cours des dernières années. C'est précisément dans le but d'aplanir les difficultés techniques d'usage de l'écu que le projet d'intégration monétaire de Maastricht a été conçu.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3.2. Le traité de Maastricht[19]

L'Union européenne créée par le traité de Maastricht se base sur trois grandes dispositions : l'Union économique et monétaire (UEM), une politique étrangère et de sécurité commune et une coopération en matière de police et de justice. De ces trois piliers de l'Union, comme le rapporte De La Serre (1992), l'UEM est « considérée depuis longtemps comme la clef de voûte de l'intégration […] et à juste titre comme l'apport essentiel du traité de Maastricht ». En cela, les promoteurs ont renforcé la tendance dominante voulant que l'intégration de l'Europe passe nécessairement par la voie de solidarités économiques.

Cette stratégie de petits pas, à laquelle s'est toujours opposée la conception du général De Gaulle d'union fondée sur la coopération organisée des États, est vite remise en cause par la chute du mur de Berlin, la fin des régimes communistes de l'Europe de l'Est et le démantèlement de l'Union soviétique (De La Serre, 1992). Ainsi s'explique la rapidité assez surprenante de la ratification du traité de Maastricht, faisant suite au rapport Delors adopté en mai 1989, à peine six mois après la réunification allemande[20].

Dans les pages qui suivent, nous chercherons d'abord à relever les principaux éléments de cet accord monétaire ainsi que des dispositions sur le processus de transition. Nous passerons par la suite à une analyse

---

19. Cette section est une reproduction avec autorisation d'un article que l'auteur a publié dans la revue *Études Internationales*, vol. XXIV, n° 2, juin 1993.

20. Le traité de Maastricht a déjà été ratifié par les douze pays membres et est effectif en date du 1er novembre 1993 :
    - l'Irlande, par référendum le 19 juin (69 % en faveur du oui) ;
    - le Luxembourg, par voie parlementaire le 2 juillet (51 voix contre 9) ;
    - la Belgique, par voie parlementaire le 17 juillet (146 pour, 33 contre, 3 abstentions) ;
    - la Grèce, par voie parlementaire le 1er août (286 pour, 8 contre, 6 abstentions) ;
    - la France par référendum le 20 septembre (51,05 % en faveur du oui) ;
    - l'Italie, par voie parlementaire le 29 octobre ;
    - l'Espagne, par voie parlementaire, novembre 1992 ;
    - le Portugal, par voie parlementaire, décembre 1992 ;
    - l'Allemagne par voie parlementaire, décembre 1992 ;
    - les Pays-Bas, par voie parlementaire, décembre 1992 ;
    - le Danemark a voté oui par référendum, le 18 mai 1993 (56,8 %), après le vote du non, le 2 juin 1992 (50,7 %) ;
    - le Royaume-Uni a ratifié l'accord au cours de l'été 1993.

    Source : Journal *Le Monde*, n° 2290, du jeudi 17 au mercredi 23 septembre 1992 ; *La Presse*, Montréal, le vendredi 6 novembre 1992, Service de Délégations des Communautés européennes, Ottawa.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

critique des modalités de mise en marche de cet accord, et plus particulièrement de ses implications de gestion budgétaire. Nous terminerons par des considérations sur la conduite des politiques monétaires dans cette union européenne.

3.2.1. L'édifice de l'Union monétaire européenne

En vertu de l'article B des dispositions communes du traité de Maastricht, « l'Union se donne pour objectifs le renforcement de la cohésion économique et sociale [...] par l'établissement d'une union économique et monétaire comportant, à terme, une monnaie unique [...] »

Et l'article 4A d'instituer un système européen de banques centrales, dénommé SEBC et d'une banque centrale européenne, dénommée BCE. Les rôles attribués au SEBC sont de :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté ;
- conduire les opérations de change ;
- détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

Ces responsabilités ne sont autres que celles qui incombent à la banque centrale d'un pays. La BCE est mise en place selon une procédure en trois phases, comme le prévoyait le rapport Delors de 1989.

La première phase a débuté le 1er juillet 1990 et vise dans un délai de 3,5 ans un rapprochement de l'évolution des indicateurs économiques dans les pays membres. On qualifie cette étape de *période d'apprentissage* ou de *convergence économique*, notamment en ce qui concerne la stabilité des prix et la situation saine des finances publiques. Pour ce faire, un comité de surveillance multilatéral est établi pour examiner la situation économique, monétaire et financière des États membres en vue de proposer des mesures d'ajustement[21]. L'article (article 99, alinéa 4,

21. Le cadre institutionnel arrêté par l'Union comprend : le Parlement européen, le Conseil des ministres, la Commission et la Cour de justice. Le Conseil européen qui réunit au moins deux fois l'an les chefs d'État ou de gouvernement des États membres, ainsi que le président de la Commission, et « donne à l'Union les impulsions nécessaires à son développement et en définit les orientations politiques générales ». La Commission a une fonction exécutive et d'initiateur législatif. Les membres de la Commission doivent être

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ancien article 103) précise que « lorsqu'il est constaté […] que les politiques économiques d'un État membre ne sont pas conformes aux grandes orientations […] ou qu'elles risquent de compromettre le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire, le Conseil statuant à la majorité qualifiée […] peut adresser des recommandations nécessaires à l'État membre concerné[22] ».

Quoique l'objectif d'une saine gestion économique soit présent au cours de cette première phase, on constate que l'accent y est davantage mis sur l'aspect monétaire, c'est-à-dire que l'on vise à s'assurer que les États membres respectent les règles de la libre circulation des capitaux. En effet, le comité de surveillance, mentionné précédemment et dénommé comité monétaire durant la première phase, a pour mandat principal de « suivre la situation monétaire et financière des États membres […] ainsi que le régime général des paiements des États membres ». Plus tard, lors de la troisième phase, ce comité monétaire est dissout et remplacé par le comité économique et financier qui, lui, doit « suivre la situation économique et financière des États membres ». Les deux termes, « monétaire » et « économique », renseignent ainsi sur l'orientation prioritaire du comité de surveillance durant le processus d'intégration.

Cette notion de surveillance, qu'elle soit monétaire et/ou économique, nécessite quelques explications. Au chapitre des services financiers, le traité de Maastricht abolit toutes les restrictions aux mouvements de capitaux et aux paiements entre les États membres et entre les États membres et les pays tiers, et ce à partir du 1er janvier 1994, avec toutefois des clauses de sauvegarde quand il s'agit des relations avec les pays tiers. Ces dispositions du traité sur le flux des capitaux ne constituent pas véritablement une nouveauté. On a souvent entendu parler du « grand marché » financier européen à l'horizon 1992, suite à des directives visant la libéralisation des mouvements de capitaux dans la Communauté[23].

---

approuvés par le Parlement. Le Parlement est constitué de députés directement élus au suffrage universel ; il dispose du pouvoir de prendre des mesures conjointement avec le Conseil dans des domaines importants [voir pour plus de détails le texte de Jean Raux (1992) sur l'équilibre institutionnel].

22. Les orientations de politiques économiques, dont il s'agit ici, sont arrêtées par le Conseil sur recommandation de la Commission.

23. Voir à ce sujet la directive de novembre 1986, entrée en vigueur en février 1987 (directive 8615561CE, *Journal officiel des Communautés européennes* du 26 novembre 1986) et une autre proposition du 28 octobre 1987 de la Commission européenne sur la libéralisation des mouvements de capitaux.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Selon le bulletin *Kredietbank* (1988), la directive de novembre 1986 comprend de nombreuses exceptions : « Tout d'abord, les dispositions relatives à la libéralisation des mouvements de capitaux ne portent en principe que sur les transactions entre résidents des États membres de la CE. On peut donc fort bien concevoir qu'un État membre fasse en cette matière une distinction entre la CE et le reste du monde. » Aussi la directive classifie les mouvements de capitaux en trois groupes (plutôt que quatre comme auparavant) soumis à des obligations de libéralisation différentielle et comprend des clauses de sauvegarde pour certains pays, dont la Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande. Ces pays sont en effet exemptés de procéder à une libéralisation inconditionnelle des mouvements de capitaux inscrits à la première liste, jusqu'à la fin de 1992. D'ailleurs « le traité de Rome permet aux États membres de différer le processus de libéralisation des mouvements de capitaux si ceux-ci entraînent des perturbations dans le fonctionnement du marché financier (article 73) ou compromettent l'équilibre de la balance des paiements (article 108) ».

Il semble, néanmoins, que la libéralisation des mouvements de capitaux a été effectivement réalisée. Il convient de signaler que le traité de Maastricht reconduit la clause de sauvegarde du traité de Rome, mais à l'égard des pays tiers. En fait, le nouvel article 73F spécifie : « Lorsque, dans des circonstances exceptionnelles, les mouvements de capitaux en provenance ou à destination de pays tiers causent ou menacent de causer des difficultés graves pour le fonctionnement de l'Union économique et monétaire, le Conseil […] peut prendre, à l'égard de pays tiers, des mesures de sauvegarde pour une période ne dépassant pas six mois pour autant que ces mesures soient strictement nécessaires. »

À noter aussi qu'un État membre peut prendre des mesures unilatérales contre un pays tiers concernant les mouvements de capitaux (article 73G). Le libellé de cette clause de sauvegarde (article 73F) incite à penser que son usage serait limité et que la libre circulation des mouvements de capitaux et des paiements est irréversible non seulement au sein de l'Union, mais aussi à l'échelle internationale. Le comité monétaire de surveillance veillerait donc à ce que ces dispositions nouvelles sur les mouvements de capitaux et de paiements soient respectées.

En ce qui concerne la surveillance des politiques économiques, on aimerait bien savoir sous quel thème elle peut s'articuler. En référence à l'article 98 (ancien article 102), on apprend que « […] Les États membres et la Communauté agissent dans le respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources […] ». Les thèmes « libre concurrence » et « efficace », auxquels s'ajoutent ceux de stabilité des prix et de gestion

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

saine des dépenses publiques, devraient retenir l'attention. Tous les éléments semblent donc réunis pour la mise en place de politiques économiques à saveur restrictive.

La deuxième phase a commencé le 1er janvier 1994 et vise des objectifs de gestion budgétaire. Il est notamment demandé à chaque État membre d'éviter des déficits publics excessifs. Plus précisément, chaque État membre devra maintenir un ratio de son déficit budgétaire par rapport au PIB inférieur à 3,0 % et un ratio de la dette publique sur le PIB inférieur à 60,0 %. L'article 104 (ancien article 104C), paragraphe 3, précise : « Si un État membre ne satisfait pas aux exigences de ces critères ou de l'un d'eux, la Commission élabore un rapport. Le rapport de la Commission examine également si le déficit public excède les dépenses publiques d'investissement et tient compte de tous les autres facteurs pertinents, y compris la position économique et budgétaire à moyen terme de l'État membre. »

En d'autres termes, l'évaluation de la situation d'un pays ne s'arrête pas à ces critères quantitatifs. Ainsi, un pays peut, au cours d'une année, voir ses ratios de déficit et de dette publique dépasser les limites prescrites, mais il devrait adopter aussitôt des mesures correctives pour les faire chuter. Ajoutons, d'ailleurs, que durant cette deuxième phase de transition, les paragraphes contraignants de l'article 104, où le Conseil soumet l'État membre en défaut à des mesures punitives, ne s'appliquent pas. Par ailleurs, des clauses de sauvegarde sont prévues. Le traité permet à un État membre qui fait face à une crise soudaine de sa balance des paiements de prendre à titre conservatoire les mesures de sauvegarde nécessaires, à la condition que celles-ci apportent le minimum de perturbations au fonctionnement de l'Union (article 109I).

Cette deuxième phase de transition se différencie de la première par la création d'un Institut monétaire européen (IME). Cet institut, dirigé par un conseil composé d'un président et des gouverneurs des banques centrales nationales, voit à préparer les modalités de fonctionnement de la future Banque centrale européenne. L'IME a pour fonction de renforcer la coopération entre les banques centrales nationales, à superviser le fonctionnement du système monétaire européen, à favoriser l'usage de l'écu, à encourager l'harmonisation des règles et pratiques régissant la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques dans le domaine relevant de sa compétence et à superviser la préparation technique des billets de banques libellés en écus.

Ce processus d'intégration monétaire est renforcé par un calendrier très précis. « Pour le 31 décembre 1996 au plus tard, l'IME précise le cadre réglementaire, organisationnel et logistique dont le SEBC a besoin

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

pour accomplir ses tâches lors de la troisième phase » (article 117, paragraphe 3, ancien article 109F). Soulignons qu'au cours de cette deuxième phase, l'Union dispose de deux principaux organismes (le Comité monétaire et l'IME) chargés d'examiner la situation économique, monétaire et financière des États membres. L'apport de l'IME se retrouve surtout du côté de la surveillance des taux de change.

La troisième phase est celle de la mise en place du SEBC et du BCE et de la dissolution de l'IME[24]. La date d'entrée du SEBC est fixée au plus tôt au 1er janvier 1997, au plus tard au 1er janvier 1999, selon des modalités décisionnelles que nous examinerons un peu plus loin. Au cours de cette phase, les États membres devraient davantage se conformer aux objectifs de saine gestion budgétaire et de stabilité des prix, au risque d'être mis en demeure par le Conseil de l'Union (article 104, paragraphes 9, 11 et 14). De plus, chaque État membre veille à la compatibilité de sa législation nationale, « y compris les statuts de sa banque centrale nationale avec les statuts du SEBC ».

Les dispositions instituant le SEBC et la BCE s'appliquent uniquement aux pays de la Communauté ayant satisfait aux critères quantitatifs de gestion budgétaire, d'inflation et de stabilité de taux de change au sein du SME. Les États membres qui ne remplissent pas ces conditions font l'objet d'une dérogation. L'écu devient monnaie unique des État membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation. Aussi, les monnaies nationales de ces États (qui disparaîtront éventuellement) sont irrévocablement fixées par rapport à l'écu dès le début de la troisième phase. Un État qui par la suite devient membre du SEBC voit la parité de sa monnaie nationale face à l'écu fixée par le Conseil. Quant à la composition de l'écu, elle sera gelée au cours de la deuxième phase.

L'autorisation de l'émission de billets de banque dans la Communauté est uniquement réservée à la BCE. « Les États membres peuvent émettre des pièces sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission. Le Conseil […] peut adopter des mesures pour harmoniser les valeurs unitaires et les spécifications techniques de toutes les pièces destinées à la circulation […] (article 106, ancien article 105A). » L'article 16 du protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE ajoute clairement que « le BCE respecte autant que possible les pratiques

24. L'UEM n'entraîne pas l'élimination des banques centrales nationales. Le SEBC est en effet composé de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales. Le SEBC est ensuite dirigé par les organes de décision de la BCE, c'est-à-dire le directoire de six personnes nommées par les chefs d'État ou de gouvernement sur recommandation du Conseil et des gouverneurs des banques centrales nationales.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

existantes en ce qui concerne l'émission et la présentation des billets de banque ». Selon la revue *7 Jours Europe* (1992), il semblerait que ce soit le Royaume-Uni qui aurait beaucoup insisté pour que le traité permette à chaque pays de choisir l'image devant figurer sur les écus (pour la France, celle de Marianne ou de Richelieu ; pour le Royaume-Uni, celle de la reine) ; Kenen (1992) rapporte : « *Queen Beatrix of the Netherlands made a gracious concession to the success of EMU at the Maastricht summit. "On my part, she said, I assure you that I am prepared to make a contribution by sacrificing my head on our coinage to the Ecu".* » La reine Béatrix voulait sans doute manifester sa joie de voir éventuellement son effigie sur la monnaie européenne.

Le traité de Maastricht ne souffre d'aucune ambiguïté sur le sujet des critères de passage à la troisième phase. La date de mise en place du SEBC sera arrêtée à la fin de l'année 1996, en fonction de la situation économique des États membres et selon les cinq critères suivants :

1. inflation : ne doit pas dépasser de plus de 1,5 % celle de la moyenne des trois États membres présentant les meilleurs résultats de stabilité des prix ;

2. déficit budgétaire : ne doit pas être supérieur à 3 % du produit intérieur brut au prix du marché, sauf s'il est en diminution régulière ou en cas de circonstances exceptionnelles ;

3. dette publique : ne doit pas être supérieure à 60 % du PIB, sauf si elle diminue vers le seuil de référence ;

4. taux d'intérêt à long terme : ne doit pas excéder plus de 2 % du taux moyen à long terme des trois États membres les plus performants en la matière ;

5. change : faire partie du système monétaire européen depuis au moins 2 ans, en respectant les marges de fluctuation les plus étroites entre les monnaies qui participent à ce système[25].

Si la majorité des États membres remplissent les conditions précitées, le Conseil décidera au plus tard le 31 décembre 1996 de passer à la troisième phase et à la monnaie unique pour le 1er janvier 1997 pour les États membres concernés. Si, en 1996, il n'y pas une majorité d'États qui rencontre les exigences requises, le Conseil renvoie la date de passage de la troisième phase au 1er janvier 1999. Le traité de Maastricht souligne le caractère irrévocable du passage à la troisième phase au plus

25. Voir à ce sujet Revue *7 Jours Europe* (1992) ; Protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs et Protocole sur les critères de convergence visés à l'article 109J du Traité instituant la Communauté européenne, dans le traité de Maastricht.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

tard le 1er janvier 1999, quel que soit le nombre d'États membres qui remplissent les conditions. D'après Kenen (1992), cette transition automatique à la troisième phase dès janvier 1999, s'il n'y a pas d'accord pour la démarrer plus tôt, a été proposée par la France afin de s'assurer qu'elle puisse se concrétiser avant la fin du XXe siècle.

Dans le calcul de la majorité, on exclut le Royaume-Uni, seul pays à ne pas prendre d'engagement de passage à la troisième phase et se réservant le droit de consulter son parlement, le cas échéant. Le cas du Danemark a été confirmé par l'acceptation du traité lors d'un référendum que le pays a tenu le 18 mai 1993. Mais le pays a obtenu une clause de dérogation du passage à la troisième phase en décembre 1992. Le Danemark ne serait donc pas inclus dans la majorité des États membres qui remplissent les conditions requises des douze membres de la Communauté.

3.2.2. Les indicateurs économiques de convergence et la discipline budgétaire

La batterie des indicateurs de convergence retenus par le traité de Maastricht appelle quelques observations sur l'évolution de la situation économique des pays membres de la Communauté. Au cours de la dernière décennie, les indicateurs de performance économique demeurent disparates. Les déséquilibres intracommunautaires de la balance des paiements existent. Le compte courant est généralement positif pour les Pays-Bas, la Belgique, le Luxembourg et l'Irlande. Il est légèrement négatif en France, au Danemark et en Italie, et très déficitaire en Espagne, au Portugal, au Royaume-Uni et en Grèce. On observe des échanges de plus en plus déséquilibrés entre l'Allemagne et ses partenaires.

La convergence des prix ne se fait pas vite. L'inflation est encore à deux chiffres dans certains pays membres de la Communauté (Grèce, Portugal, Royaume-Uni et Espagne – tableau 5.11). Le chômage, après la crise de 1982, a connu une importante réduction, quoique très irrégulière au sein de la Communauté (tableau 5.12). En 2000, le taux de chômage va d'un niveau de 2,6 % au Luxembourg à 14,1 % en Espagne, soit une échelle de près de 1 pour 6. Sur le plan des taux de change, nous avons indiqué un peu plus haut les nombreux réalignements de parité. En général, on estime que parmi les 12 monnaies de la Communauté, la lire italienne, la livre britannique, l'escudo portugais et la peseta espagnole sont celles qui comportent un très haut risque de dévaluation. En matière de politiques fiscales, la diversité des comportements gouvernementaux est aussi prononcée (tableaux 5.13 et 5.14). D'abord, depuis le choc pétrolier de 1973-1974, on observe une tendance à la hausse du

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ratio du déficit par rapport au PIB dans la plupart des pays de l'OCDE. Au sein de la Communauté, les pays de déficit chronique, dont le ratio dépasse à l'occasion le cap des 10 %, sont l'Italie, la Grèce, l'Irlande et la Belgique. Ces deux derniers ont par contre beaucoup amélioré leur situation vers la fin des années 1980. Entre 1986 et 1996, seulement trois pays (France, Allemagne, Danemark) rencontrent le critère de référence de 3 % pour le ratio de déficit sur le PIB et de façon continue.

Le déficit allemand a été, durant la décennie 1980, contenu sous la barre des 3 % mais les statistiques récentes indiquent un mouvement inverse. Les indicateurs semblent également virer au rouge pour le Royaume-Uni, la France et même le Danemark. Si l'on réfère au ratio de la dette publique sur le PIB, on observe là aussi de fortes disparités de politiques entre les États de la Communauté. Les pays les plus déficitaires, cités plus haut, sont ceux qui détiennent les ratios de dette les plus élevés (tableau 5.14). La situation de la Belgique ne cesse de se dégrader au fil des années avec un ratio de dette champion d'un peu plus de 130 %, dès le début des années 1990, ce qui explique les politiques de redressement budgétaire adoptées. L'OCDE (1992), après analyse de leur fiscalité, conclut que non seulement la plupart des pays de la CEE ne rencontrent pas les critères de référence de gestion budgétaire, mais qu'ils ne seraient pas en mesure d'adopter des mesures radicales de redressement. L'OCDE ajoute : « *Indeed, fewer countries may meet them in 1993 than in 1991.* »

Les événements sur le marché monétaire, ayant précipité le retrait momentané du Royaume-Uni et de l'Italie du SME, confirment les difficultés d'ajustement pour certains pays de la Communauté. Mais ces faits méritent d'être interprétés dans leur juste contexte, particulièrement quand il s'agit de la réaction du Royaume-Uni. Après avoir longtemps refusé de participer au SME, le Royaume-Uni est en passe de devenir un des principaux centres de transactions en euros, en raison notamment de la faiblesse de la livre sur les marchés financiers. Le gouvernement britannique peut certes blâmer la politique monétaire restrictive de l'Allemagne pour expliquer les mésaventures de la livre. On peut, néanmoins, se demander par quel curieux mécanisme le retrait du SME redonnera de la vigueur à la livre et relancera du coup l'économie britannique !

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.11
Indices des prix à la consommation, pourcentages de variation par rapport à la période précédente

	Moyenne 1971-81	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Autriche	6,4	5,4	3,3	5,7	3,2	1,7	1,5	1,9	2,6	3,3	3,3	4,0	3,6	3,0	2,2	1,5	1,3	0,9	0,6	2,4
Belgique	7,7	8,7	7,7	6,3	4,9	1,3	1,6	1,2	3,1	3,4	3,2	2,4	2,8	2,4	1,5	2,1	1,6	1,0	1,1	2,5
Danemark	10,4	10,1	6,9	6,3	4,7	3,7	4,0	4,5	4,8	2,6	2,4	2,1	1,3	2,0	2,1	2,1	2,2	1,8	2,5	2,9
Finlande	11,6	9,6	8,4	7,1	5,2	2,9	4,1	5,1	6,6	6,1	4,3	2,9	2,2	1,1	0,8	0,6	1,2	1,4	1,2	3,4
France	10,4	12,0	9,5	7,7	5,8	2,5	3,3	2,7	3,5	3,6	3,2	2,4	2,1	1,7	1,8	2,0	1,2	0,8	0,5	1,7
Allemagne	5,2	5,2	3,3	2,4	2,1	–0,1	0,2	1,3	2,8	2,7	3,6	5,1	4,4	2,8	1,7	1,4	1,9	0,9	0,6	1,9
Grèce	16,4	21,0	20,2	18,5	19,3	23,0	16,4	13,5	13,7	20,4	19,5	15,9	14,4	10,9	8,9	8,2	5,5	4,8	2,6	3,2
Irlande	14,8	17,1	10,5	8,6	5,5	3,8	3,1	2,1	4,1	3,3	3,2	3,1	1,4	2,3	2,5	1,7	1,4	2,4	1,6	5,6
Italie	15,2	16,5	14,6	10,8	9,2	5,8	4,7	5,1	6,3	6,5	6,3	5,3	4,6	4,1	5,2	4,0	2,0	2,0	1,6	2,6
Luxembourg	7,0	9,4	8,7	6,4	4,1	0,3	–0,1	1,4	3,4	3,3	3,1	3,2	3,6	2,2	1,9	1,3	1,4	1,0	1,0	3,2
Pays-Bas	7,2	5,9	2,7	3,3	2,3	0,1	–0,7	0,7	1,1	2,5	3,2	3,2	2,6	2,8	1,9	2,0	2,2	2,0	2,2	2,5
Norvège	9,1	11,3	8,4	6,3	5,7	7,2	8,7	6,7	4,5	4,1	3,4	2,3	2,3	1,4	2,4	1,2	2,6	2,3	2,3	3,1
Portugal	20,0	22,7	25,1	28,9	19,6	11,8	9,4	9,7	12,6	13,4	10,5	9,4	6,7	5,4	4,2	3,1	2,3	2,8	2,3	2,9
Espagne	15,9	14,4	12,2	11,3	8,8	8,8	5,2	4,8	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8	2,3	3,4
Suède	9,7	8,6	8,9	8,0	7,4	4,2	4,2	6,1	6,6	10,4	9,7	2,6	4,7	2,4	2,9	0,8	0,9	0,4	0,3	13,0
Royaume-Uni	13,9	8,6	4,6	5,0	6,1	3,4	4,1	4,9	7,8	9,5	5,9	3,7	1,6	2,5	3,4	2,4	3,1	3,4	1,6	2,9
États-Unis	8,4	6,1	3,2	4,3	3,5	1,9	3,7	4,1	4,8	5,4	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3	1,6	2,2	3,4
Canada	9,0	10,8	5,9	4,3	4,0	4,2	4,3	4,0	5,0	4,8	5,6	1,5	1,9	0,2	2,2	1,6	1,6	1,0	1,7	2,7
Total de l'OCDE moins pays à forte inflation	9,5	7,6	5,1	5,0	4,4	2,6	3,3	3,6	4,7	5,4	4,6	3,4	3,0	2,6	2,6	2,5	2,2	1,7	1,5	2,6

Source : OCDE (2001), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris, n° 69, juin.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.12
Taux de chômage : définitions courantes

	1997 chômage (milliers)	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prévisions 2001	2002
Autriche	236	3,5	3,7	4,0	4,4	4,2	3,9	4,2	4,6	4,8	5,4	5,3	5,3	5,6	5,7	5,7	5,3	4,6	4,6	4,4
Belgique	396	11,1	10,4	10,3	10,0	9,0	9,5	6,7	6,6	7,2	8,8	10,0	9,9	9,7	9,4	9,5	8,8	7,0	6,8	6,5
Danemark	159	8,5	7,1	5,4	5,4	6,1	7,3	7,7	8,4	9,2	10,2	8,2	7,2	6,8	5,6	5,2	5,2	4,8	4,7	4,8
Finlande	314	5,2	5,0	5,4	5,1	4,6	3,1	3,1	6,7	11,8	16,4	16,7	15,5	14,6	12,7	11,4	10,2	9,8	9,1	8,6
France	3 209	9,7	10,2	10,4	10,5	10,0	9,3	8,9	9,4	10,4	11,7	12,2	11,6	12,3	12,4	11,8	11,2	9,7	8,6	8,1
Allemagne	3 888	7,9	8,0	7,7	7,6	7,6	6,9	6,2	5,4	6,3	7,6	8,2	7,9	8,6	9,5	8,9	8,3	7,8	7,3	6,8
Grèce	409	8,1	7,8	7,4	7,4	7,7	7,5	7,0	7,7	8,7	9,7	9,6	10,0	9,8	9,7	11,2	12,0	11,3	10,8	10,0
Irlande	159	16,4	16,5	17,0	16,7	16,2	14,9	12,8	14,4	15,1	15,7	14,7	12,2	11,7	10,4	7,6	5,6	4,3	3,9	3,9
Italie	2 688	8,5	8,6	9,9	10,2	10,5	10,2	9,1	8,6	8,8	10,2	11,2	11,7	11,7	11,8	11,9	11,5	10,7	10,0	9,2
Luxembourg	6	1,8	1,7	1,5	1,7	1,6	1,4	1,3	1,4	1,6	2,1	2,7	3,0	3,3	3,6	3,1	2,9	2,6	2,5	2,5
Pays-Bas	375	10,6	9,2	8,4	8,0	7,7	6,9	6,0	5,4	5,4	6,6	7,6	7,1	6,6	5,5	4,2	3,2	2,4	2,2	2,3
Norvège	92	3,2	2,6	2,0	2,1	3,2	4,9	5,2	5,5	5,9	6,0	5,4	4,9	4,8	4,0	3,2	3,2	3,4	3,4	3,3
Portugal	333	8,7	8,8	8,8	7,3	6,0	5,2	4,9	4,3	4,1	5,5	6,9	7,2	7,3	6,8	5,0	4,4	4,0	4,1	4,2
Espagne	3 356	19,6	20,9	20,5	20,0	19,0	16,7	15,7	15,8	17,9	22,2	23,7	22,7	22,2	20,8	18,8	15,9	14,1	13,2	12,6
Suède	342	3,1	2,8	2,5	2,1	1,7	1,5	1,7	3,0	5,3	8,2	8,0	7,7	8,0	8,0	6,5	5,6	4,7	4,1	3,9
Royaume-Uni	1 873	11,4	11,6	11,8	10,2	7,8	6,1	5,9	8,2	10,2	10,3	9,4	8,5	7,9	6,5	5,9	6,0	5,5	5,4	5,5
États-Unis	6 727	7,5	7,2	7,0	6,2	6,5	5,3	5,6	6,8	7,5	6,9	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2	4,0	4,6	5,0
Canada	1 377	11,3	10,5	9,6	8,8	7,8	7,5	8,1	10,3	11,2	11,4	10,3	9,4	9,6	9,1	8,3	7,6	6,8	7,2	7,2

Source : OCDE (2001), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris, n° 69, juin.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.13
Solde financier des administrations publiques, excédent (+) ou déficit (–) (en pourcentage du PIB nominal)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prévisions 2001	2002
Autriche	–2,6	–2,6	–3,8	–4,4	–3,5	–3,1	–2,4	–3,0	–2,0	–4,2	–5,0	–5,2	–3,8	–1,7	–2,2	–2,1	–1,1	–0,6	0,0
Belgique	–10,9	–10,3	–10,1	–7,9	–7,3	–7,6	–6,7	–7,4	–0,8	–7,3	–5,0	–4,3	–3,8	–1,9	–0,9	–0,7	0,0	0,7	0,7
Danemark	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,3	–1,0	–2,4	–2,2	–2,9	–2,4	–2,3	–1,0	0,4	1,1	3,1	2,4	2,9	2,9
Finlande	3,3	3,3	3,7	1,3	3,8	6,0	5,3	–1,1	–5,6	–7,3	–5,7	–3,7	–3,2	–1,5	1,3	1,8	6,7	5,3	5,6
France	–2,8	–3,0	–3,2	–2,0	–2,4	–1,8	–2,1	–2,5	–4,2	–6,0	–5,5	–5,6	–4,1	–3,0	–2,7	–1,6	–1,3	–0,5	–0,8
Allemagne	–1,9	–1,1	–1,3	–1,8	–2,1	0,1	–2,0	–3,0	–2,5	–3,1	–2,4	–3,3	–3,4	–2,7	–2,1	–1,4	1,5	–1,7	–1,2
Grèce	–8,4	–11,6	–9,6	–9,5	–11,4	–14,2	–15,9	–11,4	–12,6	–13,6	–9,9	–10,2	–7,4	–4,0	–2,5	–1,8	–0,9	0,0	0,7
Irlande	–9,0	–10,3	–10,2	–8,2	–4,2	–1,7	–2,8	–2,9	–3,0	–2,7	–2,0	–2,2	–0,1	0,7	2,2	2,1	4,7	4,5	4,5
Italie	–11,4	–12,2	–11,4	–11,0	–10,7	–9,8	–11,0	–10,0	–9,5	–9,4	–9,1	–7,6	–7,1	–2,7	–2,8	–1,8	–0,3	–1,3	–1,2
Luxembourg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	1,4	2,6	5,0	4,6	3,3	2,5	3,6	3,2	4,7	5,3	3,6	3,4
Pays-Bas	–6,2	–4,1	–5,7	–6,6	–5,1	–5,3	–5,7	–3,2	–4,4	–3,6	–4,2	–4,2	–1,8	–1,1	–0,7	1,0	2,2	1,3	1,6
Norvège	7,0	9,9	5,9	4,6	2,7	1,8	2,6	0,1	–1,7	–1,4	0,4	3,5	6,6	7,9	3,6	4,8	15,7	15,3	13,9
Portugal	–6,9	–7,3	–6,2	–5,4	–3,4	–2,3	–4,9	–5,9	–2,9	–5,9	–5,9	–4,6	–4,0	–2,6	–2,3	–2,0	–1,4	–1,2	–1,1
Espagne	–4,4	–5,6	–6,1	–3,7	–3,3	–3,6	–4,2	–4,3	–4,0	–6,7	–6,1	–6,6	–4,9	–3,2	–2,6	–1,2	–0,3	0,0	0,1
Suède	–3,0	–3,9	–1,4	3,9	3,0	4,9	3,8	–2,0	–7,8	–11,9	–10,8	–7,9	–3,4	–1,8	1,7	1,8	4,1	3,6	3,4
Royaume-Uni	–4,0	–2,9	–2,6	–1,3	0,6	0,9	–1,5	–2,8	–6,5	–8,0	–6,8	–5,8	–4,4	–2,0	0,4	1,3	1,9	1,2	0,9
États-Unis	–4,7	–5,0	–5,3	–4,3	–3,6	–3,2	–4,3	–5,0	–5,9	–5,0	–3,6	–3,1	–2,2	–0,9	0,3	1,0	2,2	2,1	1,4
Canada	–7,8	–8,6	–7,2	–5,4	–4,3	–4,6	–5,8	–8,4	–9,2	–8,7	–6,7	–5,4	–2,8	0,2	0,2	2,2	3,4	2,6	2,2

Source : OCDE (2001), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris, n° 69, juin.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.14
Dette brute des administrations publiques suivant la définition de Maastricht (en pourcentage du PIB nominal)

								Prévisions		
	1993	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**
Autriche	61,8	64,7	68,5	69,2	64,7	63,9	64,7	62,9	61,4	59,1
Belgique	–	–	–	130,5	125,3	119,8	116,4	110,8	104,4	98,9
Danemark	–	–	–	65,1	61,2	55,6	52,0	46,3	42,4	38,8
Finlande	56,0	58,0	57,2	57,1	54,1	48,8	46,9	44,0	39,5	35,4
France	–	–	54,5	57,0	59,3	59,7	58,7	57,9	57,8	57,2
Allemagne	47,1	49,4	57,1	59,8	60,9	60,7	61,1	60,3	58,6	58,2
Grèce	–	–	108,7	111,3	108,3	105,5	104,6	103,8	100,7	96,7
Irlande	–	–	–	74,3	65,1	55,0	50,1	39,3	29,5	21,9
Italie	118,1	123,8	123,2	122,1	120,1	116,2	114,5	110,2	106,7	103,4
Luxembourg	–	–	–	6,2	6,0	6,4	6,0	5,3	4,4	3,7
Pays-Bas	–	–	–	75,2	70,0	66,8	63,2	56,3	52,8	48,7
Portugal	–	–	–	62,6	59,3	55,6	55,4	54,4	53,2	51,8
Espagne	–	–	–	68,1	66,7	64,7	63,4	60,7	58,3	56,4
Suède	–	–	–	76,0	73,0	71,8	65,2	55,6	50,1	44,9
Royaume-Uni	–	–	–	52,7	51,1	48,1	45,7	42,9	41,6	39,8

Source : OCDE (2001), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris, n° 69, juin.

À l'heure des mouvements rapides des capitaux, les politiques de dévaluation ont perdu beaucoup de leur charme. En conséquence, cette réaction désespérée du gouvernement du Royaume-Uni se situe dans un prolongement historique, c'est-à-dire que ce pays entend saisir toutes les occasions possibles pour s'opposer à l'union monétaire, n'y adhérant qu'au dernier moment ou quand tous les recours d'obstruction seront épuisés.

Parmi les cinq critères de passage à la troisième phase, l'objectif de gestion budgétaire et de stabilité du taux de change est l'un des plus contraignants. En effet, au chapitre de l'inflation, tout comme du taux d'intérêt à long terme, aucun niveau spécifique n'est fixé, mais si l'on se réfère à la moyenne des trois pays les plus performants, cette moyenne est sujette à des variations, autant à la hausse qu'à la baisse. Ce n'est pas le cas de l'objectif budgétaire où il est demandé à chaque pays de respecter le ratio de 3 % et de 60 %. L'Allemagne, le Luxembourg, le Danemark et la France ont presque toujours les indicateurs économiques

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

les plus performants et les plus conformes aux critères de passage. Les Pays-Bas, qui dégagent un compte courant largement positif, ainsi qu'un bas niveau d'inflation, pourraient éventuellement redresser leur situation budgétaire dont le déficit dépasse les normes reconnues. Ainsi, l'Union monétaire est appelée à se constituer autour de ces cinq pays, à savoir l'Allemagne, la France, le Danemark, le Luxembourg et les Pays-Bas, ceux que Le Cacheux *et al*. (1992) qualifient d'ailleurs d'« États vertueux » de la Communauté. On parle alors d'une Europe à deux vitesses.

Mais l'entrée du Danemark dépend davantage d'une décision politique que de critères économiques. Avec la méfiance non voilée exprimée par l'électorat danois au cours des référendums du 18 mai 1993 et du 2 juin 1992, il est facile de comprendre que le Danemark a décidé de ne pas passer à la troisième phase. Conséquemment, le protocole de passage à la troisième phase étant subordonné à la règle de la majorité et nécessitant l'accord de 6 pays rencontrant les critères énumérés, l'instauration du SEBC et de la monnaie unique n'a pas été envisagée pour le 1er janvier 1997. Pour l'échéance de janvier 1999, cette contrainte de majorité ne s'appliquait plus, de sorte qu'avec une dose de souplesse dans l'interprétation des indicateurs de performance économique, la marche irréversible vers la troisième phase a pu être enclenchée nonobstant le nombre de pays répondant aux critères.

Dès le début du mois de mai 1998, le Conseil européen décide quels États membres participeront les premiers à la monnaie unique en fonction des critères de convergence (voir tableau 5.15) et à partir des résultats économiques de 1997. Sur les 15 pays membres, deux bénéficient d'une clause d'exemption (Danemark et Royaume-Uni), alors que la Suède a volontairement différer sa participation compte tenu de l'opinion publique défavorable à ce projet. Des 12 pays restants, le Conseil n'a tenu à l'écart que la Grèce, car elle ne respecte pas la plupart des critères. On voit bien que le Conseil a fait preuve de pragmatisme pour ne pas rejeter l'Italie de cette troisième phase, d'autant plus que ce pays, membre fondateur de l'Union, a déployé tous les efforts nécessaires pour se conformer au critère du déficit budgétaire. Le tableau 5.15 indique clairement que seulement 4 pays (dont le Royaume-Uni) rencontrent le critère de la dette. Une interprétation précise des critères de convergence aurait résulté au lancement de la monnaie unique avec seulement trois pays (France, Finlande et Luxembourg), contrairement aux onze pays décidés par le Conseil. En janvier 2001, la Grèce a été admise parmi ce groupe de pays qui adoptent la monnaie unique (euro).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.15
Critères de convergence de Maastricht et résultats des États membres

	Inflation							Taux de change	Taux d'intérêt à long terme
		Existence d'un déficit excessif	Déficit (% du PIB)	Dette (% du PIB)				Participation au mécanisme de change	
			1997	1997	Variation par rapport à l'année précédente			mars 1998	janv 1998
	janv 1998				1997	1996	1995		
Valeur de référence	2,7		3,0	60,0					7,8
Belgique	1,4	oui	2,1	122,2	–4,7	–4,3	–2,2	oui	5,7
Danemark	1,9	non	–0,7	65,1	–5,5	–2,7	–4,9	oui	6,2
Allemagne	1,4	oui	2,7	61,3	0,8	2,4	7,8	oui	5,6
Grèce	5,2	oui	4,0	108,7	–29,9	1,5	0,7	oui	9,8
Espagne	1,8	oui	2,6	68,8	–1,3	4,6	2,9	oui	6,3
France	1,2	oui	3,0	58,0	2,4	2,9	4,2	oui	5,5
Irlande	1,2	non	–0,9	66,3	–6,4	–9,6	–6,8	oui	6,2
Italie	1,8	oui	2,7	121,6	–2,4	–0,2	–0,7	oui	6,7
Luxembourg	1,4	non	–1,7	6,7	0,1	0,7	0,2	oui	5,6
Pays-Bas	1,8	non	1,4	72,1	–5,0	–1,9	1,2	oui	5,5
Autriche	1,1	oui	2,5	66,1	–3,4	0,3	3,8	oui	5,6
Portugal	1,8	oui	2,5	62,0	–3,0	–0,9	2,1	oui	6,2
Finlande	1,3	non	0,9	55,8	–1,8	–0,4	–1,5	oui	5,9
Suède	1,9	oui	0,8	76,6	–0,1	–0,9	–1,4	non	6,5
Royaume-Uni	1,8	oui	1,9	53,4	–1,3	0,8	3,5	non	7,0
Union européenne	1,6		2,4	72,1	–0,9	2,0	3,0		6,1

Note : le signe négatif pour un déficit indique un excédent.

Source : Commission européenne (1998), « Euro 1999, Rapport sur l'état de la convergence en vue du passage à la troisième phase de l'UEM », *Problèmes Économiques*, n° 2-573, 17 juin.

3.2.3 La rationalité des critères de convergence

Sur la plan de la discipline budgétaire, de plus en plus d'observateurs s'accordent pour dire que « la transition vers l'UEM devra s'accompagner d'une coordination étendue des politiques budgétaires nationales » et qu'« à un défi collectif (ou systémique), il faut bien apporter une réponse coordonnée » (De Boissieu, 1992 ; Wyplosz, 1991 ; Delors, 1989 ; Bensaid

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

et Ponty, 1991 ; Eichengreen, 1990). À la question de l'heure (faut-il une coordination des politiques budgétaires dans une union monétaire ?), les explications deviennent assez abondantes. Nous nous référons ici aux travaux de Wyplosz. Le souci de plafonner les dépenses budgétaires, tel qu'endossé dans le rapport Delors de 1989 et entériné par le traité de Maastricht, peut s'expliquer par trois principaux facteurs. Le premier facteur, et le plus souligné, est celui des externalités. Wyplosz (1991) le résume ainsi :

> Les accroissements du déficit budgétaire dans l'un des membres de l'union impose à ses partenaires une externalité sous la forme d'une hausse des taux d'intérêt réel. […] Cette externalité implique que chacun des membres de l'union aura tendance à ignorer le coût imposé à ses partenaires, ce qui se traduira par la mise en œuvre des politiques trop expansionnistes.

Le deuxième facteur est celui du risque de défaut, lequel peut forcer un État dépensier à imposer une taxe sur les détenteurs de titres publics. Or, une union monétaire rend difficile la pratique des taux d'imposition variables selon les pays membres ; cette difficulté accroît le risque de défaut, à moins de le corriger par des politiques restrictives et de veiller à se donner une discipline budgétaire. On conçoit aussi qu'une union monétaire puisse favoriser la concurrence à la baisse entre les fiscalités nationales, une sorte de *dumping* fiscal. Les entreprises et les travailleurs auront tendance à s'installer là où leurs profits ou leurs revenus nets d'impôt seront les plus élevés, et où les taxes de vente seront les plus basses.

Enfin, l'hypothèse de monétisation de la dette compte parmi les facteurs déstabilisants. En l'absence d'une banque centrale, un pays membre de l'union monétaire peut financer son déficit par l'impression de la monnaie, relançant ainsi des poussées inflationnistes qui ne manqueront pas de se répercuter sur l'ensemble de l'Union. Dans le cas du traité de Maastricht, cette hypothèse de monétisation de la dette n'est pas concevable puisqu'il est envisagé de créer une banque centrale avec monnaie unique dont l'approbation est nécessaire pour l'impression des billets. En somme, ce sont les arguments d'externalités, du risque de défaut et de fiscalité qui importent le plus dans cette volonté de recherche d'une discipline budgétaire au sein de l'Union.

La référence à l'argument des externalités mérite une parenthèse. Cette hypothèse tient pour acquis le sens unidirectionnel de causalité du déficit et des taux d'intérêt et néglige, par le fait même, des éléments déterminants des déficits budgétaires. Il n'est pas exclu de penser qu'une union monétaire, dès qu'elle s'aligne sur des politiques monétaires restrictives conduisant à des taux d'intérêt élevés sous la pression d'un État membre qui joue le rôle de locomotive, soit de nature à imposer à d'autres États membres une externalité sous la forme, cette fois, d'accumulation

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de déficits. Encore faut-il se questionner sur la justesse des politiques de taux d'intérêt de l'institution centrale monétaire. Nous connaissons tous le problème d'incohérence temporelle, en anglais *time inconsistent*, qui conduit à des politiques sous-optimales, ou la controverse sur les moyens à mettre en œuvre pour la poursuite des objets macroéconomiques.

Devereux (1992), dans son article intitulé « Does a Monetary Union Require International Fiscal Policy Coordination », s'est attaché à présenter un cadre d'analyse théorique du sujet en tenant particulièrement compte de l'interaction du comportement des autorités fiscales nationales avant l'union et de la future banque centrale. L'auteur explique que les politiques budgétaires nationales pourraient dépendre directement des règles de fonctionnement de la banque centrale. Par exemple, dans l'anticipation d'une politique de monnaie facile ou de monétisation de la dette par la banque centrale et d'un mode de distribution de ce revenu entre les États membres au prorata de leur dette nationale existante, chacun de ces États aurait tendance à adopter une politique budgétaire laxiste, avec pour conséquence une accumulation des déficits, un taux d'intérêt réel plus élevé et un bas niveau d'investissement en comparaison de la situation d'avant l'union. Si, par contre, la banque centrale choisissait de ne pas monétiser la dette ou, alors, de procéder à une redistribution de revenu selon une règle discrétionnaire, les autorités fiscales nationales verraient à surveiller leurs dépenses. L'auteur finit par conclure qu'il est difficile d'envisager une autonomie des politiques budgétaires dans une union monétaire. Sans vouloir, ici, entrer dans le détail des preuves logico-mathématiques de Devereux, disons simplement que ce constat de besoin de coordination des politiques budgétaires dans une union monétaire s'apparente à l'argument des externalités présenté auparavant.

Faisons ici remarquer que Devereux n'élabore ni sur la faisabilité ni sur les principaux axes de cette coordination. S'il est facile d'évoquer ou de justifier la coordination des politiques économiques, que ce soit à l'échelle mondiale ou dans un cadre monétaire tel que l'UEM, il est par contre difficile de la mettre en œuvre en raison, notamment, des désaccords persistants sur le mécanisme d'ajustement des économies, des coûts de négociation, des possibilités de reniement et de la position dominante d'un ou de quelques membres (Ghosh et Masson, 1988 ; Frankel et Rockett, 1988 ; Cooper, 1986 ; Oudiz et Sacks, 1984 ; Rogoff, 1985). D'ailleurs, Devereux reconnaît que le comportement de la banque centrale d'une union, à travers ses choix de politiques monétaires et de mode de distribution du revenu, peut conduire à un équilibre sous-optimal. Autant dire que l'argument des externalités, aussi plausible soit-il, mérite d'être largement nuancé.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Faut-il alors déduire que la perte de l'autonomie monétaire signifierait la perte de l'autonomie budgétaire au profit d'une institution communautaire ou fédérale de gestion fiscale ? Nous estimons qu'il est malaisé de recourir à des études théoriques existantes pour répondre à cette interrogation, puisque celles-ci sont développées souvent en dehors du cadre politico-institutionnel de la zone de référence. Un prolongement linéaire des faits historiques ne paraît guère convenable comme outil d'analyse à cause du caractère évolutif de la conjoncture économique marquée par des ruptures (chocs pétroliers, chocs des taux d'intérêt et des taux de change, endettement, vague de déréglementation, globalisation des marchés…). Ce cumul de ruptures a résolument des conséquences inflationnistes. On ne peut que souligner l'importance d'apprécier les implications d'une union monétaire sur la gestion budgétaire, en tenant compte de la volonté et des intérêts spécifiques des citoyens de la Communauté et, plus particulièrement, de la règle de fonctionnement des organismes centraux qui seraient mis en place. La recherche de convergence de politiques fiscales et monétaires dans un cadre régional peut s'expliquer par la volonté des pays membres de s'assurer un pouvoir économique et politique qu'ils ne peuvent pas avoir isolément sur des pays tiers. Il n'est pas étonnant que, dans les débats sur l'intégration européenne, les avantages globaux cohabitent avec ceux qui sont propres à la Communauté (Wolfgang, 1989).

Au regard de l'argument d'harmonisation de la fiscalité dans un cadre d'intégration monétaire, il convient aussi de situer les véritables enjeux. Ce principe de convergence de la fiscalité découle de l'hypothèse du prix unique associée à l'intégration des marchés d'un bien ou d'un service qui stipule que, dans un mécanisme de marché et de mobilité parfaite des facteurs de production, les prix d'un bien sont identiques ou très proches d'un pays à l'autre. La condition de mobilité des facteurs s'avère nécessaire à la validation de la loi du prix unique. Or, nous savons que cette condition de mobilité est souvent démentie par la présence des entraves quantitatives et qualitatives, des coûts de transaction prohibitifs, des barrières linguistiques et culturelles et, surtout, par le manque d'information. Rapportons ici les propos de Kenen (1992) :

> Clairement, il ne peut y avoir de zone optimale de devise au sens strict du terme. Les prix ne sont pas parfaitement flexibles ; le facteur travail et capital ne sont pas non plus parfaitement mobiles. Et l'Europe est loin d'être une zone optimale de devise au sens strict, parce que la mobilité de la main-d'œuvre est très lente. Cette mobilité peut s'accroître au cours des prochaines années suite à la concrétisation du marché unique, mais elle demeurerait toujours limitée à cause des barrières linguistiques et culturelles. Cette conclusion est par contre hâtive puisqu'elle ne tient pas compte des bénéfices à espérer de l'union monétaire et parce qu'elle ignore

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> d'autres considérations sur les coûts de participation à cette union ainsi que sur le besoin de recours à des politiques fiscales pour fin de stabilisation de l'économie domestique.

De toute façon, comme nous l'avons déjà expliqué, ce recours à la théorie des zones monétaires optimales n'éclaire pas davantage.

Ajoutons également que la demande d'un bien ou service dépend non seulement de son prix, mais aussi de nombreux facteurs impondérables et peu dissociables les uns des autres. De là concluons-nous qu'une intégration économique et monétaire peut fort bien s'accommoder des disparités fiscales d'une région à l'autre, pourvu que celles-ci soient fondées sur des considérations objectives pour la libre concurrence. Le traité de Maastricht précise : « Le Conseil […] arrête les dispositions touchant l'harmonisation des législations relatives aux taxes sur le chiffre d'affaires, aux droits d'accises et autres impôts indirects, dans la mesure où cette harmonisation est nécessaire pour assurer l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur […] » (article 99). Le mot *nécessaire* mérite d'être souligné.

Les travaux du Conseil, dans ce domaine de rapprochement de la fiscalité, seront dès lors guidés par un souci de pragmatisme. Déjà, tous les pays membres de la Communauté ont mis en place le même système de taxe sur la valeur ajoutée (TVA), mais le nombre et le niveau de cette taxe diffèrent d'un pays à l'autre. Pour ce qui est de la libre circulation des capitaux et des paiements, Delmas-Marsalet (1988) note :

> Jusqu'au début des années 1980, l'harmonisation complète et détaillée des législations nationales était conçue comme un préalable naturel et indispensable à l'ouverture des frontières. Outre sa longueur et son caractère laborieux, cette démarche présentait le triple inconvénient d'exiger des renégociations successives, à l'occasion de l'entrée de nouveaux pays, d'entraîner une uniformisation appauvrissante des systèmes financiers nationaux et surtout de figer les réglementations, ce qui pouvait faire obstacle à l'innovation financière. Aussi fut-elle abandonnée et remplacée par une démarche nouvelle au début des années 1980. Celle-ci consiste à substituer, au préalable d'une harmonisation complète et détaillée, le principe d'une reconnaissance mutuelle des législations nationales des pays membres.

En conclusion de cette section, au-delà de l'armada des études à caractère économique appelant à un rapprochement des politiques budgétaires et fiscales nationales dans une union monétaire, cette coopération recherchée dans l'UEM semble s'expliquer davantage par des considérations d'ordre politique. Le Vieux Continent n'a jamais caché son rêve d'atteindre une puissance économique comparable à celle des États-Unis. Le traité de Rome de 1957 prévoyait la réalisation complète du marché commun pour le 1er janvier 1970, dans l'espoir de permettre

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

aux firmes européennes de se battre au grand large (Godet, 1990). Cet *esprit européen*, peut-on dire, agit comme un puissant stimulus pour la coopération des politiques économiques. Néanmoins, les difficultés techniques de mise en route et de fonctionnement d'un tel régime coopératif commandent une démarche graduelle pour l'harmonisation de la fiscalité et l'ajustement des politiques budgétaires dans un sens *vertueux*. Il est en effet difficile de concevoir une coopération de politiques économiques sous des règles autres que celles de restriction. Là-dessus, tournons notre attention sur les politiques monétaires elles-mêmes.

3.2.4. Les objectifs de politique monétaire

Le traité de Maastricht ne laisse aucune ambiguïté quant à l'orientation des objectifs devant être poursuivis par le SEBC : la maîtrise des prix. L'article 105 dit expressément :

> L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources.

En d'autres termes, le SEBC refusera toute monétisation de la dette et s'engagera à renoncer également à l'arme de la dévaluation pour corriger des déséquilibres commerciaux. Plusieurs questions se soulèvent aussitôt. D'abord, comme le fait remarquer De Boissieu (1992) : « Tout dépendra de la plus ou moins grande rigueur avec laquelle sera entendue l'expression "stabilité des prix". » Le SEBC va-t-il s'en tenir à un objectif de zéro inflation avec le risque inévitable d'imposer un fardeau à certains pays membres ? Dans la négative, il faudra bien préciser le niveau d'inflation désirable à moyen et à long termes, ce qui n'est guère facile en raison de l'incertitude de l'évolution des prix au gré des chocs internes et externes à la Communauté.

Ensuite se pose la question des instruments d'intervention du SEBC. On aurait pu penser que le SEBC, conformément à la règle préconisée par l'école des monétaristes, pourrait s'en tenir à un contrôle rigoureux des agrégats monétaires en les faisant croître à un rythme modéré, mais stable, et sans rapport direct avec des indicateurs de taux de chômage ou de taux d'intérêt[26]. Mais l'objectif ultime de stabilité des

26. Il faut dire aussi que cette recette monétariste ne compte plus tellement d'adeptes après la récession de 1981-1982.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

prix et des taux de change, dans un contexte de plus grande mobilité des capitaux, privilégie les taux d'intérêt comme instrument du SEBC. Or, la fixation des taux d'intérêt ne répond pas toujours aux conditions spécifiquement intérieures et peut être imposée de l'extérieur en vertu de la règle de parité comme résultat d'un comportement spéculatif sur les marchés financiers.

Conséquemment, face à un choc asymétrique, c'est-à-dire propre à un pays ou à un groupe de pays membres de l'Union, la politique de fixation des taux d'intérêt du SEBC peut être très vite critiquée. Même dans l'hypothèse d'un choc symétrique touchant l'ensemble des pays membres, la réaction du SEBC par la variation des taux d'intérêt ne rallierait pas nécessairement l'unanimité. Le fonctionnement de l'ancien SME illustre assez bien ces propos. De fait, la politique de coordination au niveau du G-7, conduisant aux accords du Louvre, du Plaza et de Venise, se traduit par une manipulation des taux d'intérêt en Allemagne d'abord et, ensuite, dans le reste des pays membres du SME, cela dans le but de soutenir le dollar[27]. Certes, l'Allemagne a recouvré son autonomie monétaire, mais celle-ci devient restrictive suite au choc causé par sa réunification. Alors que le taux d'intérêt directeur américain est tombé sous la barre des 3 %, au début de septembre 1992, son homologue germanique se situait à 10 %, d'où la frénésie subséquente sur le marché des changes.

Les tentatives de relèvement des taux d'intérêt au Royaume-Uni et en Italie n'ont pu arrêter la dégringolade de la valeur de leurs devises respectives, avec la conséquence que ces pays, après avoir ouvertement critiqué la Bundesbank, se sont momentanément retirés du SME.

Selon De Boissieu (1991) :

> Durant la période 1990-1992, il est concevable que le SME fonctionne de façon plus symétrique, en particulier sous l'angle des relations franco-allemandes. C'est dans un tel contexte plus équilibré qu'il faut accélérer la construction de l'UEM et le passage à la deuxième puis à la troisième étape du rapport Delors. Tout en sachant qu'il est sans doute dans la nature des relations et des régulations économiques d'enfanter des asymétries de divers ordres, et que celles-ci ne disparaîtront pas, par un coup de baguette magique, du seul fait de la réalisation de l'UEM. Ces asymétries seront simplement mieux acceptées et peut-être mieux réparties, parce qu'elles seront « internalisées » grâce à l'unification monétaire de l'Europe et qu'elles susciteront des consultations et négociations entre les pays membres.

27. Voir à ce sujet, l'évaluation des politiques de coordination faites par Yoshio Suzuki, ancien directeur exécutif de la Banque du Japon.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

C'est peut-être compter un peu trop sur la collaboration bienveillante des États membres et sous-estimer le problème des effets pervers des politiques élaborées sur la base des modèles incorrects de l'économie, comme Frankel et Rockett (1988) l'ont assez bien expliqué. Ces observations nous renvoient à l'utilité de la monnaie.

Personne ne remet en cause le principe d'usage de la monnaie comme moyen d'échange et comme actif. Le problème crucial, pour une autorité monétaire, est de décider de la quantité optimale de monnaie nécessaire au fonctionnement d'une économie. Pour un même niveau de production de biens et services, une hausse démesurée de la quantité de monnaie a résolument des incidences inflationnistes. À l'opposé, une raréfaction de la monnaie a pour effet de provoquer une baisse significative de la production et une remontée du chômage. Une union monétaire ne constitue, en aucune façon, une garantie de gestion équilibrée.

En matière de politiques de taux de change, le traité de Maastricht introduit une certaine confusion. En vertu de l'article 111 (ancien article 109) :

> […] Le Conseil, statuant à l'unanimité sur recommandation de la BCE ou de la Commission, après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de la stabilité des prix et après consultation du Parlement européen, selon la procédure visée au paragraphe 3 pour les arrangements mentionnés, peut conclure des accords formels portant sur un système de taux de change pour l'écu, vis-à-vis des monnaies non communautaires. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la BCE ou de la Commission et après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de la stabilité des prix, peut adopter, modifier ou abandonner les cours centraux de l'écu dans le système des taux de change. Le président du Conseil informe le Parlement européen de l'adoption, de la modification ou de l'abandon des cours centraux de l'écu.

La Commission (1998) rappelle à cet égard que :

> Le Parlement a adopté mercredi 29 avril 1998 le projet de loi modifiant le statut de la Banque centrale. À compter du 1er janvier 1999, la définition de la politique monétaire relèvera du SEBC (Système européen de banques centrales composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales) pour l'ensemble de la zone euro. Les banques centrales seront compétentes pour en assurer, en liaison étroite avec le directoire de la Banque centrale européenne, la mise en œuvre. La détermination du régime de change et les orientations générales de la politique de change relèveront du Conseil Ecofin (Conseil des ministres des Finances des 15 pays de l'Union européenne) pour leur définition et du SEBC pour leur mise en œuvre. Par ailleurs, un forum baptisé « Euro 11 » , réunissant les ministres

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des Finances des onze pays de la zone euro, a été mis en place pour permettre la coordination des politiques économiques des pays considérés. Ce groupe doit toutefois demeurer informel et rester subordonné à l'Ecofin.

Ainsi, la décision de faire varier l'euro par rapport aux principales devises étrangères appartient au Conseil et non à la Banque centrale européenne. Ce pouvoir du Conseil peut être conforté par l'approbation du Parlement. On se retrouve alors dans la situation plus ou moins embarrassante où le SEBC, à qui l'on demande de veiller à la stabilité des prix, ne dispose pas de la latitude complète de politique monétaire puisque lui échappe le pouvoir de gestion externe du taux de change. Cette entorse à la logique des choses peut néanmoins se révéler sans importance majeure, dépendamment de la crédibilité que saura imposer le SEBC et de l'accueil réservé à l'euro, la monnaie unique. D'ailleurs des observateurs font remarquer que c'est là une pratique traditionnelle en Europe, où le pouvoir politique intervient dans la définition de la valeur externe de la monnaie.

Les intérêts divergents des États membres n'ont pas manqué d'apparaître au cours des deux premières années de la monnaie unique. En effet, dès l'introduction de l'euro au 1er janvier 1999, sa valeur a été fixé à 1,1747 dollar. Depuis, l'euro a chuté pour se fixer à 0,9390 dollar à la fin de 1999 (soit une perte de valeur de 20 %) et ne se relèvera que légèrement pour atteindre 1,0850 dollar en 2000. Pourquoi l'euro est-il si faible par rapport au dollar ? Deux points de vue méritent ici d'être rapportés : celui de Khaber *et al.* (2000) et celui de Henriot (2000). Selon Khaber *et al.*, la chute de l'euro résulte de l'extrême vigueur de l'activité économique américaine. En effet, des aspects fondamentaux se montrent défavorables à l'euro qui, de plus, ne bénéficie pas d'un rôle international suffisant. Les investisseurs, estiment ces auteurs, choisissent d'investir dans le dollar anticipant que les actifs américains offriront une rentabilité supérieure aux actifs européens. Par ailleurs, Khaber *et al.* rappellent que l'industrie américaine possède pour l'heure une réelle avance technologique, notamment dans tous les secteurs touchant à Internet. C'est en somme la suprématie du « dollar.com » sur l'« euro.com ».

Mais face à cette conjoncture économique défavorable dans la zone euro, la BCE n'a pas voulu durcir sa politique monétaire pour soutenir l'euro. C'est précisément ce niveau d'analyse qui est mis en relief par Henriot. Pour ce dernier, les raisons de la faiblesse de l'euro trouve davantage leur origine dans des facteurs structurels. C'est d'abord « la coexistence d'une politique monétaire unique (la BCE) et de plusieurs gouvernements nationaux qui conduit à des positions discordantes sur la parité de l'euro, davantage inspirées par les intérêts nationaux que par une vision d'ensemble de la zone ». En effet, les pays qui présentent

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

un rythme d'inflation élevé (Irlande, Espagne) estiment que la BCE aurait dû relever davantage son taux directeur, contrairement à la position inverse des pays à inflation modérée. Ensuite, selon Henriot :

> Autre sujet de préoccupation, la construction européenne ne se fait pas toujours dans la clarté. La Commission européenne s'est ainsi prononcée en faveur d'une adhésion rapide de la Grèce à l'Union économique et monétaire (UEM), mais la BCE a, dans le même temps, émis certaines réserves ! Enfin, le calendrier de l'élargissement de l'Union, avec à terme l'entrée dans l'UEM de nouveaux pays, ne fait pas toujours l'unanimité entre les membres actuels. L'ensemble de ces hésitations ne peut que semer le doute parmi les investisseurs internationaux.

En somme, ce n'est pas seulement les « fondamentaux » économiques qui sont défavorables à l'euro au cours de ces deux premières années d'existence, mais aussi l'articulation de la politique commune de la zone qui, parfois, peut souffrir des divergences entre les pays membres.

3.3 SYNTHÈSE

Cette brève revue de l'histoire monétaire internationale montre l'importance de l'objectif de stabilité des taux de change. De ce fait, la chute du Bretton Woods est communément entendue par l'abandon du régime fixe de change et l'inconvertibilité du dollar en or. Les diverses réformes du FMI, menant à la création des DTS et à la mise en place des facilités d'ajustement structurel, ne semblent pas venir à bout des problèmes de liquidité et de confiance, et cela, dans un environnement économique de plus en plus instable. Les pays membres de l'Union européenne ont réagi à leur façon en instituant le SME qui a été transformé en une banque centrale européenne, avec monnaie unique. On retrouve derrière cette union monétaire européenne l'objectif majeur de la zone de stabilité de devises.

L'édifice de l'Union monétaire européenne, établi par le traité de Maastricht, suscite néanmoins quelques réflexions par son calendrier extrêmement précis, ainsi que par les critères de passage d'une phase à l'autre. La date du 1er janvier 1999 consacre la mise en place du Système européen des banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE) avec 12 pays membres dont certains ne répondent pas entièrement aux critères de convergence. Il y a également lieu de vérifier si à une inflexibilité des orientations de politiques, pouvant être imposée par un État membre du SEBC, ne s'opposerait pas une adaptation négociée aux enjeux de la nouvelle conjoncture. Certes, le traité de Maastricht ne vise rien d'autre que la symétrie des règles d'intervention des banques centrales nationales, mais l'objectif sans équivoque de

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

maîtrise des prix et de renoncement à la monétisation de la dette assignée au SEBC conforte la position de la Bundesbank. Ce problème de négociation s'avère d'autant plus sérieux que la politique de parité de l'euro vis-à-vis des monnaies tierces fait partie des prérogatives du Conseil et du Parlement, plutôt que du SEBC. Sur le plan fiscal, la coexistence de budgets de différentes natures et les programmes de relance conjoncturels, qui vont probablement s'y ajouter, rendent difficile tout pronostic quant à la future politique de coordination ou de budget fédéral. Les limites de dette publique et de déficit budgétaire imposées par le traité ont seulement pour but d'inviter chacun des pays membres à mettre de l'ordre dans son économie, en vue de l'Union. L'enjeu d'harmonisation de la fiscalité et des dépenses publiques communes reste encore à fixer. Enfin, la rapidité de l'entente du traité de Maastricht, ainsi que le respect de l'échéancier établi, indique que les États membres de la Communauté sauront faire preuve de volonté de collaboration pour le bon fonctionnement de l'Union.

Précis sur l'euro

Depuis le 1er janvier 1999, l'euro est la monnaie unique des 11 pays membres de l'UEM : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal auxquels s'est ajouté la Grèce en janvier 2001. L'écu est converti en euro sur la base de 1 pour 1 dès le 1er janvier 1999. Le Conseil fixe de façon irrévocable les taux de conversion des monnaies des pays participants à cette troisième phase de l'UEM entre elles et par rapport à l'euro. Dès ce 1er janvier 1999, le panier officiel de l'écu cesse d'exister. Entre le 1er janvier 1999 et le 31 décembre 2001 (la période de transition). le SEBC et les autorités monétaires des pays membres surveillent le passage à la monnaie unique en préparant les secteurs bancaire et financier, ainsi que tous les autres secteurs de l'économie. Durant cette période de transition, les monnaies nationales des pays membres continuent à circuler en tant que subdivisions de l'euro. À partir du 1er janvier 2002, les anciennes monnaies nationales sont remplacées par de nouvelles coupures et pièces en euros, et ce, au cours des six premiers mois.

Dans le choix du nom de la devise commune, il semble que la Communauté cherche à éviter que cette devise ne soit perçue comme une devise faible (ce fut le cas de l'écu qui avait perdu 40 % de sa valeur par rapport au mark entre 1979 et 1995). Aussi, la Communauté recherche un nom qui n'est pas une abréviation (écu en est une, signifiant *european currency unit*), qui se prononce aisément dans les diverses langues européennes. Le choix s'est fixé sur « euro » qui semble passé le test des sondages populaires. En

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

octobre 1996, les ministres des Finances s'entendent pour subdiviser l'euro en 100 cents. Il s'ensuit une discussion sur le nombre de pièces (la moyenne se situant à 7,7 dans la région*) qui est fixé à 8, à savoir : 1, 2, 5, 10, 20, 50 cents, 1 et 2 euros*.

À la réunion du Conseil d'Ecofin au printemps 1996, il est décidé que chaque pièce a une face commune aux 11 membres, symbole d'unité, et une face nationale propre à chaque pays, symbole de la diversité des pays et de la richesse de leurs traditions. À l'issu d'un concours, la face européenne a été choisie par le Conseil européen des chefs d'État et de gouvernement lors du sommet de Bruxelles du 13 juin 1997, sur la base d'études de perception auprès de 2 000 personnes de l'Union. La série gagnante a été réalisée par Luc Luycx, graphiste à la Monnaie royale de Belgique. La face européenne commune représente une carte de l'Union européenne sur un fond de lignes transversales auxquelles sont reliées les étoiles du drapeau européen. Sur les trois premières pièces (1, 2 et 5 centimes). la place de l'Europe dans le monde est représentée. Les pièces de 10, 20 et 50 centimes montrent l'Europe comme un rassemblement de nations. Enfin, les pièces de 1 et 2 euros font apparaître une Europe sans frontière. La centième partie de l'euro est dénommée « cent » dans les pays de l'UEM. Mais en France, la Commission générale de terminologie et de néologie, en accord avec l'Académie française, a considéré que « euro » était un nom commun et que, en conséquence, il doit se finir par un « s » au pluriel, sauf sur les billets et pièces. Par exemple, 0,05 euro s'écrit « cinq cents d'euro » et 500 euros s'écrit « cinq cents euros ».

Les billets libellés en 500, 300, 100, 50, 20, 10 et 5 euros seront identiques dans toute la zone euro. Contrairement aux pièces, ils n'auront aucune face nationale. Leur graphisme symbolise une idée de l'héritage structural européen car les figures ne représentent pas des monuments existants. Sur la face recto, les fenêtres et portails dominent pour évoquer l'esprit d'ouverture et de coopération dans l'Union. Le verso représente un point, symbole de la communication entre les peuples de l'Europe et entre l'Europe et le reste du monde. Les motifs définitifs ont été annoncés en décembre 1996 au Conseil européen de Dublin.

La spécificité de la face nationale est laissée à la discrétion de chaque pays membre, mais cette face devra présenter les douze étoiles de l'Union. Les symboles nationaux varient selon chaque pièce. Par exemple, la France adopte l'image de la jeune femme Marianne (sur les pièces 1, 2 et 5 cents) ; l'Allemagne met l'image de l'aigle sur les pièces de 1 et 2 euros, la Porte de Brandebourg sur

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

les pièces de 10, 20 et 50 cents. L'Italie se sert de dessins de Vinci, de Boccioni, de la statue de l'empereur Marc-Aurèle… les Pays-Bas adoptent l'image de la reine Beatrix, l'Espagne présente l'effigie du roi Juan Carlo I sur les pièces de 1 et 2 euros et la Cathédrale Saint-Jacques de Compostelle sur les pièces de 1, 2 et 5 cents. La Belgique adopte l'image du roi Albert II, le Luxembourg celle du grand-duc Henri. En Irlande, c'est la harpe celtique qui est choisie. Pour sa part, l'Autriche se sert de l'image de la militante Bertha von Suttner sur la pièce de 2 euros, de Mozart sur la pièce de 1 euro ainsi que de la Place Belvedere (pièce de 20 cents) et de la Cathédrale Saint Stephen (pièce de 10 cents). Le Portugal utilise le sceau royal de l'an 1134 (pièces 1, 2, 5 cents). le sceau de l'an 1142 (pièces de 10, 20 et 50 cents) et le sceau de l'an 1144 (pièces de 1 et 2 euros). La Finlande choisit deux cygnes volants sur un lac dessinés par Pertti Mäkinen (pièce d'un euro). le lion héraldique (pièces de 1, 2, 5, 10, 20 et 50 cents).

L'Institut monétaire européen (IME) suggère le 15 juillet 1997 de disposer d'un symbole distinctif pour représenter la monnaie unique, d'où le logo qui est inspiré par la lettre epsilon grecque pointant en arrière le berceau de la civilisation européenne par deux lignes parallèles indiquant la stabilité de l'euro ; on nourrit l'ambition d'en faire l'une des principales devises du monde. L'abréviation officielle de l'euro est « EUR » et est enregistrée auprès de l'ISD (*International Standards Organisation*).

* On compte cinq dénominations en Belgique et au Luxembourg, six aux Pays-Bas, sept au Danemark, en Grèce, en Irlande, au Portugal et au Royaume-Uni, huit en Allemagne, neuf en Espagne, France et en Italie

Source : Commission européenne (2000). *Euro coins, From Design to Circulation*, Bruxelles, n° 39, mai.

4. LES CONSULTATIONS BILATÉRALES DU FMI ET LA COORDINATION DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

Le retour au régime flexible, après l'accord Smithsonian de décembre 1971, ne neutralise pas l'objectif de recherche de stabilité sur le marché des changes. Par flexibilité, on n'entend pas volatilité ou fluctuations démesurées par rapport à un certain niveau d'équilibre fondamental. Ainsi, le FMI a tôt fait de réviser ses articles de surveillance des taux de change et d'adopter, en 1978, trois principes devant guider un pays dans ses politiques, à savoir :

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

A. Un pays membre s'abstiendra de manipuler les taux de change ou le système monétaire international en vue d'empêcher l'ajustement effectif de la balance des paiements ou de s'assurer un avantage compétitif inéquitable sur d'autres membres.

B. Un pays membre devrait intervenir, le cas échéant, sur le marché des changes pour contrecarrer un désordre pouvant être caractérisé, entre autres, par des fluctuations à court terme perturbatrices de la valeur de sa monnaie.

C. Les pays membres devraient tenir compte, dans leur politique d'intervention, des intérêts des autres membres, notamment ceux des pays en la monnaie desquels ils effectuent l'intervention.

L'application de ces principes a vite convaincu les autorités du Fonds de voir à « déterminer si la nécessité d'atteindre certains objectifs internes justifie le recours à des mesures dont les répercussions sur les taux de change peuvent être jugées néfastes du point de vue d'autres pays, ou si un autre dosage de mesures ne serait pas tout aussi efficace sur le plan interne sans comporter pour les taux de change des inconvénients aussi inacceptables ».

En d'autres termes, la politique de taux de change et la politique de régulation de la demande paraissent indissociables. Les fluctuations erratiques des taux d'intérêt, au début des années 1980, finissent par convaincre les plus sceptiques de la plausibilité de cette relation. On commence alors à envisager l'utilité de la convergence des politiques économiques, de la coordination ou des consultations. Aussi, l'accélération de la globalisation des marchés financiers et le renforcement des activités spéculatives rendent difficile la conduite des politiques monétaires qui, pour reprendre les termes de Lamfalussy (1985), relève désormais plus du domaine de l'art que de la science.

Une prise de conscience de l'interdépendance des politiques économiques succède nettement à l'illusion de l'autonomie des années 1960 et 1970. Quelques faits majeurs méritent d'être rapportés ici. En septembre 1985, sous l'initiative de James Baker, secrétaire au Trésor américain, le Groupe des 5 signe, à New York, l'accord du Plaza, visant une intervention en bloc sur le marché des changes. En octobre 1986, au Sommet de Tokyo, les pays du Groupe des 7[28] émettent un communiqué conjoint pour souligner leur ferme intention de coordonner leurs politiques économiques nationales. Le même communiqué proposait

28. Le Groupe des 5 (G-5) comprend l'Allemagne, les États-Unis, la France, le Japon et le Royaume-Uni. Le Groupe des 7 (G-7) est l'addition au G-5 du Canada et de l'Italie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

l'usage des indicateurs de politiques économiques et de performance pour s'assurer de leur compatibilité mutuelle. En février 1987, une autre rencontre du G-5 et du Canada au Louvre, à Paris, se clôture par un communiqué conjoint invitant les pays signataires à réduire les déséquilibres dans leur balance des paiements (tant positifs que négatifs) et à assurer une croissance non inflationniste.

L'accord de Venise, entériné en juin 1987 par le G-7, demande expressément la surveillance des économies nationales à l'aide des indicateurs appropriés, avec l'assistance du Fonds monétaire international. Il n'en fallait pas plus pour que le FMI adapte ces procédures habituelles de consultations avec les pays membres. Afin de s'acquitter de ses fonctions de surveillance des taux de change, il est demandé au Fonds de procéder à une évaluation de la situation économique mondiale et d'orienter ses consultations conformément à l'article IV de façon à examiner les politiques et les résultats économiques de chacun des pays membres. Ainsi, presque tous les ans, les membres de l'équipe du Fonds se rendent dans chaque pays membre, dressent au Conseil d'administration un rapport de performance et suggèrent des politiques d'ajustement.

Notre objectif consiste à relever les principaux éléments des consultations bilatérales du Fonds, tout en mettant en relief les politiques suggérées selon les zones géographiques. Nous procéderons, par la suite, à une analyse des études théoriques sur la coordination des politiques afin de pouvoir porter un jugement global sur les efforts de surveillance du Fonds et d'en dégager de nouvelles voies d'action.

4.1. Le menu des consultations du Fonds

Le Fonds monétaire international précise dans son rapport annuel les objectifs poursuivis au titre de la surveillance ainsi que le contenu spécifique des recommandations formulées à chacun des pays membres. Sur les objectifs, il s'agit en fait pour le FMI « d'encourager les pays membres à mener des politiques mieux harmonisées et plus disciplinées ». Le terme discipline mérite d'être retenu. Le FMI donne ainsi leurs lettres de noblesse aux politiques libérales centrées sur la compétitivité des entreprises, à l'augmentation du potentiel de production, à l'élimination des rigidités sur les marchés, à la privatisation, à l'innovation et à l'adaptation technologique, à la recherche de productivité et surtout aux politiques monétaires et budgétaires restrictives pour briser les anticipations inflationnistes. C'est, en somme, ce que l'on convient d'appeler le Programme d'ajustement structurel (PAS) couramment recommandé tout au long des années 1980 et début 1990.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Mais l'intégration croissante des marchés de capitaux, doublée de la crise mexicaine de 1994, de celle de l'Asie et de la Russie en 1997-1998, ont amené le FMI à porter son attention sur la prévention de telles crises financières, ainsi que sur la solidité du système financier international. De ce fait, l'efficacité de la surveillance du FMI comprend cinq principaux éléments : *i*) la communication de données à jour, fiables et complètes, notamment sur les réserves extérieures, les engagements sur la dette extérieure ; *ii*) la continuité de la surveillance ; *iii*) le ciblage de la surveillance par un « examen plus minutieux des questions relatives au secteur financier, à l'évolution des mouvements de capitaux ainsi qu'à la gestion de la dette publique… le bilan de santé financière du pays afin de déceler les risques de contagion » ; *iv*) le respect des normes et des codes de bonne pratique, notamment la norme spéciale de diffusion des données (NSDD) du FMI ; *v*) la transparence dans la conduite des politiques économiques. Par ailleurs, aux activités de surveillance bilatérale s'ajoutent celle de surveillance régionale, c'est-à-dire l'activité touchant les blocs économiques régionaux telles l'Union européenne et la Communauté économique et monétaire ouest-africaine.

Afin de mieux apprécier la surveillance du FMI, nous avons jugé utile de nous concentrer sur le cas de l'exercice de l'année 2001. Au cours de cet exercice, le FMI a effectué des consultations bilatérales avec 130 pays membres. La procédure utilisée à cette fin consiste d'abord à envoyer une mission auprès du pays pour recueillir les informations sur la situation économique et financière. Le rapport de ladite mission est transmise au Conseil d'administration du Fonds qui le discute en présence de l'administrateur représentant le pays concerné. Le président du Conseil ou le président par intérim établit un résumé des opinions exprimées par les administrateurs. Si l'administrateur du pays membre y consent, le texte intégral du rapport de consultation est diffusé de même que le résumé du président complété par des informations générales, le tout devenant une « note d'information au public (NIP) ; parfois seule cette note est diffusée » FMI (2001, p. 8).

Ainsi, chaque consultation bilatérale au titre de l'article IV donne lieu à deux rapports : la NIP et le rapport de consultation. Pour l'exercice de l'an 2001, sur les 130 consultations effectuées, on relève 105 NIP et 59 rapports. Le faible niveau des rapports publics reflète, en soi, la réticence de l'administrateur représentant du pays membre. Que révèlent ces séries de consultations bilatérales effectuées par le Fonds au cours de l'exercice 2001 ? Examinons d'abord le cas des sept pays les plus industrialisés.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

4.1.1. Conseils aux pays industrialisés du G-7

Le Fonds observe une croissance économique quasi continue du début jusqu'à la fin des années 1990 à un niveau de prix relativement stable. Là s'arrête la relative convergence des indicateurs de performance économique. Lorsqu'on examine les problèmes répertoriés ainsi que les solutions préconisées, on se rend très vite compte de leur persistance d'une année à l'autre et de leur variabilité selon les pays. Les États-Unis sont depuis longtemps aux prises avec des déficits du compte courant et du budget ainsi qu'avec un taux élevé d'endettement des ménages. Ce n'est qu'au cours des années 1998 et 1999 que les États-Unis enregistrent un surplus budgétaire qui, au demeurant, risque d'être temporaire et de virer à nouveau au rouge.

Le Japon se caractérise par son protectionnisme, son excédent commercial et par la rigidité ou, plus encore, la fragilité de son système financier. L'Allemagne doit faire face aux problèmes liés à sa réunification, à la persistance du chômage et à des réglementations jugées excessives dans certains secteurs d'activité économique, notamment dans le secteur financier. De son côté, la France présente des taux de chômage encore élevés, une fiscalité assez lourde et devrait veiller au bon fonctionnement du programme de réduction du temps de travail à 35 heures/semaine. Le Royaume-Uni combine à la fois un chômage élevé, surtout parmi les jeunes et les non-qualifiés, une faible productivité en comparaison de celle des autres pays industrialisés et, surtout, une détérioration continue de sa balance commerciale. L'Italie cumule des taux d'inflation, de chômage et d'endettement public relativement élevés. Quant au Canada, il présentait jusqu'au milieu des années 1990 un fardeau de dette et de déficit du gouvernement fédéral jugé exorbitant. Mais depuis, le déficit budgétaire du Canada s'est résorbé pour même devenir excédentaire, sauf que le pays éprouve toujours un problème de chômage et de déficit du compte courant.

Le chômage ressort donc comme une source de préoccupation dans la plupart des pays industrialisés, notamment en Europe et au Canada. Les solutions préconisées par le Fonds pour résorber le chômage sont une croissance suffisamment dynamique, l'austérité ou la modération salariale et, surtout, l'élimination des rigidités sur le marché du travail. Sur le plan du déficit budgétaire, le Fonds loue les efforts de réduction opérés par les autorités nationales et les encourage à ne pas déroger de cette voie de politiques fiscales. Faisons ici remarquer que la position des administrateurs du Fonds n'est pas aussi unanime sur la nature spécifique des politiques fiscales que devrait suivre chacun des pays du G-7. En effet, à la lecture des NIP de l'exercice 2001, on voit bien que le Fonds utilise souvent l'expression « *a number of director*s (un nombre d'administrateurs),

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

few directors (quelques administrateurs), *several directors* (plusieurs administrateurs), *most directors* (la plupart des administrateurs) » pour caractériser les recommandations de politiques suggérées.

Rappelons qu'au début des années 1990, certains administrateurs envisageaient des coupures de dépenses plus importantes et immédiates alors que d'autres préconisaient des coupures plus étalées dans le temps afin de réduire le déficit budgétaire des États-Unis. Au cours de l'exercice de surveillance 2001, les administrateurs suggèrent au gouvernement américain de résister à la tentation de baisser les impôts et d'utiliser le surplus budgétaire accumulé pour diminuer la dette. Le Fonds précise aussi que plusieurs d'administrateurs (*many directors*) suggèrent une politique visant à éliminer l'écart actuariel dans le programme de sécurité sociale et le Medicare Hospital Insurance, ce qui laisse à penser que certains ne sont pas de cet avis. Évidemment, le FMI ne pouvait pas anticiper les événements du 11 septembre 2001 qui ont plongé l'économie américaine dans la récession, le déploiement des forces armées relançant les dépenses publiques[29].

Sur cette question de politiques fiscales de l'exercice 2001, les recommandations du Fonds s'avèrent plus tranchantes pour le Canada à qui l'on demande de continuer à réduire la dette et à améliorer les réformes fiscales. Dans le cas de la France, il est fortement recommandé de réduire la charge fiscale en vue de relancer l'offre et de simplifier la complexité du système fiscal. L'Italie est vivement appelée à réduire sa dette par une réduction des dépenses publiques, notamment par une diminution des subventions aux services postaux et aux chemins de fer, alors que le Japon devrait mettre l'accent sur une meilleure allocation des dépenses publiques pour atteindre l'objectif d'efficience.

Sur le plan de l'équilibre de la balance des paiements, on ne saurait parler de mesures concrètes proposées par le Fonds. Aux pays de surplus commercial (Japon), comme aux pays de déficit (États-Unis, Royaume-Uni, Italie et Canada), il est recommandé de procéder à des ajustements du compte extérieur par la coordination des politiques économiques. Mais on est en droit de s'interroger sur les principaux paramètres de cette coordination. À l'occasion, le Fonds donne quelques conseils pragmatiques pour la réduction du déficit extérieur, par exemple, éliminer les distorsions affectant l'épargne privée.

Dans le domaine des politiques monétaires et des taux de change, le Conseil apprécie les efforts de restriction déployés par les pays industrialisés (y compris l'Italie) pour assurer la stabilité des prix. On s'attend

29. Nous parlons bien sûr ici de l'attaque des tours jumelles du World Trade Center à New York, orchestrée par Oussama ben Laden.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des autorités américaines qu'elles préservent « la valeur du dollar en tant que principal point d'ancrage du système monétaire international ». Ce rôle est assez bien assumé par le Federal Reserve System ; les politiques de celui-ci rejaillissent sur l'UEM par l'entremise de la Bundesbank d'Allemagne qui témoigne d'une longue aversion pour l'inflation et donne le ton dans la zone monétaire européenne. Le Canada aligne depuis toujours sa politique monétaire sur celle de son voisin américain qui est son principal partenaire commercial. Reste le Japon qui peut s'enorgueillir d'une relative autonomie. Cependant, au cours des 10 dernières années, le Japon s'est aussi engagé dans la modération monétaire. Est-ce là l'effet de la surveillance exercée par le FMI ou une réponse à des conditions économiques spécifiquement intérieures ?

Il est assez difficile de répondre avec certitude à cette question compte tenu de la volonté bien exprimée de chacune des banques centrales de mener une politique monétaire anti-inflationniste. Quoiqu'il en soit, la politique monétaire du Japon n'a pas dérapé face aux indicateurs économiques. Par exemple, vers la fin des années 1990, bien que le taux d'intérêt nominal soit très bas au Japon, avoisinant le niveau zéro, le taux d'intérêt réel est nettement positif en raison même de la déflation qui semble s'installer.

En ce qui concerne la solidité du système financier et bancaire, le respect des normes de publication des statistiques, le tableau 5.16 fournit le point de vue du Fonds qui apparaît aussi variable selon le pays. De façon générale, le système financier des États-Unis, du Canada et du Royaume-Uni est réputé solide, rentable et suffisamment capitalisé, contrairement à celui de certains pays d'Europe et, surtout, du Japon ; ce dernier est particulièrement jugé vulnérable.

Enfin, les recommandations du Fonds pour fin d'ajustement structurel visent à abaisser le mur du protectionnisme, notamment aux États-Unis et au Japon, à éliminer des subventions aux industries (Allemagne et Canada), à libéraliser les marchés financiers (Japon) et le marché du travail et, particulièrement, à supprimer les subventions dans le domaine agricole.

En résumé, les consultations bilatérales du Fonds avec les pays industrialisés visent en priorité les politiques de régulation macroéconomiques, à savoir : la maîtrise de l'inflation, la stabilité d'un taux de change et la réduction du déficit. Des conseils sont formulés quant aux sources de dépenses et de recettes, mais dès qu'il est question de modalités de gestion budgétaire, des dissensions d'opinions s'observent au sein du Conseil d'administration du FMI. Examinons à présent le cas des pays en développement.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.16
Synthèse des résultats de surveillance du FMI, exercice 2001, Pays du G-7

	États-Unis	Canada	Royaume-Uni	France	Allemagne	Italie	Japon
Conjoncture économique	– forte croissance du PIB de 4% de 1996 à 1999 – bas taux de chômage autour de 4% en 2000 – faible inflation	– forte croissance du PIB d'ordre de 4% de 1997 à 2000 – faible inflation – chômage à la baisse	– la plus longue croissance économique – chômage en baisse – faible inflation – taux d'intérêt élevé	– bonne croissance du PIB de l'ordre de 3% de 1997 à 2000 – croissance d'emploi – faible inflation – dépréciation de l'euro	– croissance modérée de 2% de 1997 à 2000 – faible croissance d'emploi – dépréciation de l'euro – inflation modérée	– croissance faible par rapport à la zone euro d'environ 1,5% de 1997 à 2000 – dépréciation de l'euro – demande intérieure faible mais relance de la demande extérieure – inflation modérée	– très faible croissance du PIB – détérioration du climat d'investissement – chute de la demande des ménages – effet de la crise asiatique 1997-98 – taux d'intérêt réel positif
Problèmes économiques perçus	– déficit élevé du compte courant – endettement des ménages élevé	– dette élevée – déficit du compte courant élevé – protectionnisme dans l'agriculture, textile et vêtement	– faible productivité – balance commerciale très déficitaire – chômage élevé chez les jeunes et les non-qualifiés	– rigidités sur le marché du travail – lourdeur et complexité fiscale – introduction de la réduction de la semaine de travail à 35 heures	– persistance d'un chômage élevé – forte réglementation dans divers secteurs – rigidités sur le marché du travail	– chômage élevé – dette très élevée – rigidité sur le marché du travail et des biens	– compte courant excédentaire – fragilité du système financier – politique monétaire pas assez transparente – rigidité du marché du travail

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.16 (*suite*)
Synthèse des résultats de surveillance du FMI, exercice 2001, Pays du G-7

	États-Unis	Canada	Royaume-Uni	France	Allemagne	Italie	Japon
Recommandations de politiques fiscales, monétaires et industrielles	– utiliser le surplus budgétaire pour réduire la dette – éliminer l'écart actuariel dans le programme de sécurité sociale	– utiliser le surplus pour réduire la dette – poursuivre les politiques de réformes structurelles – enlever les obstacles aux échanges interprovinciaux – réformer l'assistance emploi pour une incitation au travail	– investir dans l'infrastructure et le capital humain – poursuivre les réformes micro-économiques – ne pas trop relever le salaire minimum – favoriser l'entrepreneurship et l'innovation – baisser les taux d'intérêt	– libéraliser le marché du travail et la marché financier – réduire le fardeau fiscal – privatisations	– réduire les dépenses au niveau des subventions et des transferts dans les programmes sociaux – politiques de réforme et de libéralisation dans télécommunications, énergie, marché du travail et commerce de détail	– réduire la dette par une contraction des dépenses dans les services postaux et chemins de fer – libéraliser le marché du travail – privatiser et déréglementer les marchés des biens	– restructuration des entreprises – rendre les dépenses publiques efficientes – encourager la motilité du marché du travail par un plan de pension transférable
Solidité du système financier et bancaire	– bon système financier – bonne législation Gramm-Leach-Bliley Act	bon système financier	bon système financier	– diminuer les coûts d'opération bancaire – libéraliser le secteur financier	privatiser davantage le secteur financier	veiller à une meilleure supervision du secteur financier	système financier vulnérable
Respect des normes de publication des statistiques	bon système de publication	bon système de publication	bon système de publication	bon système de publication	système à améliorer	améliorer les publications des données financières	système de publication à améliorer
Initiative d'aide en faveur des pays pauvres endettés	le ratio d'aide sur le PIB : viser l'objectif 0,7 %	bonne initiative mais rehausser le ratio pour atteindre 0,7 %	bonne initiative mais rehausser le ratio pour atteindre 0,7 %	bonne initiative	bonne initiative supérieure à la moyenne de l'OCDE	bonne initiative mais rehausser le ratio pour atteindre 0,7 %	bonne initiative surtout vis-à-vis des pays d'Asie aux prises avec la crise économique

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

4.1.2. Les réformes obligées dans les pays en développement

Afin de ne pas alourdir inutilement cette analyse, nous nous sommes limités au cas de 17 pays en développement répartis sur les diverses zones géographiques[30]. Il est assez frappant que, contrairement aux pays industrialisés, le rapport de consultation ne soit pas publié pour bon nombre de PVD. À partir des NIP disponibles, nous constatons que le Fonds relate, dans ses consultations, les faiblesses traditionnelles, maintes fois décrites, des économies des pays en développement, à savoir : la difficulté d'accès aux marchés industrialisés, le poids de la dette, la croissance démographique, les dépenses publiques inconsidérées, les restrictions de change et les indicateurs de croissance économique au rouge. Plus ces problèmes prennent un caractère permanent, plus le Fonds réfère dans ses recommandations à l'expression *programme d'ajustement structurel*.

Quant aux problèmes de déficits budgétaires, « la rigueur budgétaire a été couramment préconisée […] il était le plus souvent conseillé de réduire sélectivement les dépenses », en freinant les salaires, les effectifs publics, les transferts, les subventions. Notons ici qu'on ne retrouve presque pas de mention de dissensions des membres du Conseil sur les programmes de coupures budgétaires devant être effectuées par les pays en développement. L'argument choc est à l'effet que la lutte à l'inflation passe nécessairement par le contrôle des dépenses publiques. Les réformes structurelles à mettre en place par les pays en développement, tout en englobant celles recommandées aux pays industrialisés, devraient également viser l'amélioration de l'efficacité des entreprises publiques, la suppression des distorsions de prix et, surtout, l'élimination des restrictions de change. Le rôle joué par un État, à la fois excessivement présent et improductif, explique sans doute la nécessité de ce fardeau d'ajustement supplémentaire des pays en développement. Le problème d'application de ces thérapies libérales ne consiste pas à les nier, mais plutôt à se demander s'il n'y aurait pas une tendance à l'épuisement de la capacité à redresser les situations. Ces pays peu habitués à la démocratie ne manquent-ils pas de base organisationnelle nécessaire à la mise en place des PAS ? Nous reviendrons ultérieurement sur cet aspect des activités du Fonds.

30. Il s'agit en Amérique latine de l'Argentine, du Brésil, des Caraïbes, d'Haïti et de Saint-Vincent et Grenadines ; en Afrique sub-saharienne, de l'Afrique du Sud, du Cameroun, de la Côte d'Ivoire, du Niger ; en Afrique du Nord, du Maroc, de la Tunisie ; en Asie, de la Chine, de l'Inde, de l'Indonésie, du Pakistan, des Philippines, de Singapour ; et en Europe de l'Est, de la Russie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Enfin, le Fonds déplore le manque de transparence dans la conduite de politiques économiques dans certains PVD, ainsi que la faiblesse du système de compilation des données statistiques.

En conclusion, notre analyse indique clairement que la surveillance des économies exercée par le FMI se base sur une politique d'austérité. De fait, les conseils du Fonds les plus souvent prodigués ont pour objet une approche défensive afin de résorber les déséquilibres antérieurs. Le desserrement des contraintes réglementaires, qui pèsent sur le marché des biens, des capitaux et du travail, n'est que partiellement enclenché un peu partout dans le monde. Il importe de préciser que, dans ses consultations avec les pays industrialisés, le Fonds ne fait que sanctionner ou désapprouver les orientations des politiques nationales, tout en indiquant les dissensions au sein du Conseil. Dans le cas des pays en développement, les recommandations du Fonds prennent un caractère décisionnel par le simple fait que ces pays ont besoin de recourir aux facilités de crédits du Fonds ou d'autres organismes supranationaux. Afin d'éclairer le débat sur la surveillance du FMI, nous avons jugé utile d'examiner les études théoriques relatives à la coordination des politiques économiques.

4.2. Études théoriques et empiriques de la coordination des politiques

Depuis déjà quelques années, la science économique s'est découverte un nouveau domaine d'activité autour de la coordination des politiques macroéconomiques. Le débat sur la coordination des politiques demeure centré sur deux principaux thèmes : les obstacles et la non-viabilité ou l'impact sur le bien-être. Plusieurs auteurs ont déjà laissé leur marque ; les plus souvent cités sont : Hamada (1976), Oudiz et Sachs (1984), Rogoff (1985, 1990), Cooper (1986), Kehoe (1987, 1989), Canzoneri et Minford (1988), Frankel et Rockett (1988), Devereux (1990), Tabellini (1990)… Nous ne désirons pas présenter cette abondante documentation, fort bien résumée par Horne et Marston (1988), mais plutôt en extirper des renseignements pertinents. Ainsi, que faut-il retenir de la dissertation économique sur les deux thèmes précités ? La réponse à cette interrogation n'est guère encourageante, ni pour les décideurs politiques ni pour quiconque se lance à la recherche des faits.

4.2.1. Les barrières à la coordination

Les limites à la coordination des politiques sont généralement de deux ordres : l'absence de consensus sur les modalités de fonctionnement d'une économie ; les coûts de négociation, les possibilités de reniement et les problèmes de crédibilité.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Quant au premier problème, la perception de Cooper (1986) révèle l'enjeu : la coopération est difficile, car il n'y a pas de preuve scientifique permettant d'identifier le mal à guérir. Rien ne permet de croire que les désaccords sur l'orientation des politiques, au niveau national, disparaîtront instantanément du fait de la coordination entre les États. Un exemple suffit pour éclairer ce point : la controverse soulevée par l'approche monétaire de la balance des paiements. Pour Horne et Marston (1988). le mécanisme de transmission des politiques d'un pays à un autre est aussi mal appréhendé dans son intensité que dans sa direction. Quoique ce problème d'absence de consensus mérite d'être pris au sérieux, il ne devrait pas exagérément attirer l'attention. En effet, il n'est pas exclu de penser que, par le biais de la coordination, chacun des États éviterait de faire des choix politiques susceptibles d'être contestés. Au début des années 1980, la politique des hauts taux d'intérêt décrétés au Canada et en Europe, en réaction à l'initiative du Federal Reserve System américain, fut vivement dénoncée par les adeptes du plein-emploi qui lui préféraient une politique de dépréciation des devises nationales pour stimuler les exportations. Toutefois, n'y a-t-il pas lieu de se demander si la coordination n'aurait pas eu elle-même l'effet de prévenir ou d'atténuer le choc de ce virage des politiques du Federal Reserve System ? En dernière analyse, les intérêts des uns et des autres peuvent inciter à trouver un consensus.

Le deuxième obstacle porte sur les contraintes de négociation et les possibilités de tricher une fois l'accord établi. On explique qu'un gouvernement ne vise pas toujours à maximiser le bien-être de l'ensemble de ses citoyens, mais plutôt celui de groupes particuliers, hypothèse qu'on retrouve dans les choix publics (*public choices*). De plus, un gouvernement n'adopte pas nécessairement les meilleures politiques économiques connues. Par exemple, dans le domaine fiscal, un gouvernement élu accumule des déficits, évitant de couper des dépenses jugées indispensables par une partie de la population touchée, reléguant le fardeau d'ajustement à ses éventuels successeurs. Conséquemment, dans une négociation entre États, la marge de manœuvre d'un gouvernement peut être limitée quant à sa capacité de tenir ses engagements (Devereux, 1990), qui, de toute façon, peuvent être reniés par ses successeurs.

À ce problème de négociation s'ajoute la notion d'incohérence temporelle (*time-inconsistency*) développée par Kydland et Prescott (1977). Référons-nous à l'explication de Horne et Masson (1988) sur ce phénomène. Un gouvernement peut annoncer sa ferme intention de lutter contre l'inflation par des politiques monétaires restrictives. Si ce gouvernement a la réputation de ne pas renier ses déclarations, il réussira à briser les anticipations inflationnistes sans devoir appliquer les mesures annoncées, lesquelles seront de toute manière mises en place en temps

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

voulu. Dès lors, la crédibilité du gouvernement conduit à des politiques sous-optimales. Ce problème d'incohérence temporelle ne s'élimine pas au niveau international. Ainsi devrait-on évaluer le succès ou l'échec des communiqués conjoints du G-7 sur l'intervention en bloc pour le soutien du dollar en référence à cette notion de crédibilité.

Enfin, nous ne saurions traiter du problème de négociation sans référer aux propos de Rogoff (1990). Selon l'auteur, l'histoire démontre que le pouvoir de négociation dicte les politiques commerciales. Il rappelle, en effet, que l'objectif d'accumulation de surplus commercial recherché par les mercantilistes s'appuie sur le besoin rationnel d'entretenir une armée de mercenaires. À l'époque moderne, la force militaire compte beaucoup dans les négociations vis-à-vis les colonies ou les autres compétiteurs, alors que le consensus d'après-guerre pour le libre-échange est issu de la guerre des tarifs des années 1930. En conséquence, la coordination des politiques soulève le problème du pouvoir de négociation.

4.2.2. Les mesures conflictuelles d'impact de la coordination

La quantification des effets de la coordination des politiques sur le bien-être mondial est le domaine privilégié des études économiques. Pourtant, peu de progrès y ont été accomplis. Pis encore, les résultats sont contradictoires selon les auteurs. Mais, avant même d'examiner certaines de ces études, il importe d'examiner quelques considérations sur l'approche utilisée.

Pour chaque auteur, le traitement du sujet s'effectue en trois étapes. La première (ou introduction) porte sur une analyse bibliographique ainsi que sur les nouvelles hypothèses à vérifier. La deuxième (ou corps du sujet) présente le modèle d'explication. La troisième étape expose la conclusion ou les recommandations de politiques. Généralement, le lecteur est référé à ses intuitions dans les parties de l'introduction et de la conclusion et suit les démonstrations mathématiques dans le corps du sujet. Dans cette partie, le décideur de politiques maximise une fonction objective ayant pour paramètres des niveaux de consommation de biens privés et publics (comme dans Chari et Kehoe, 1990 ; Devereux, 1990) ou une fonction quadratique définie par rapport au niveau des prix (comme dans Ghosh et Masson, 1988) ou encore, par rapport au niveau de production et du compte courant (comme dans Frankel et Rockett, 1988). Pour Oudiz et Sachs (1984). le décideur a recours à un modèle économétrique. Dans tous les cas, les auteurs déterminent et comparent un équilibre non coopératif (équilibre de Nash) et un équilibre coopératif.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les modèles économétriques permettent de simuler l'impact d'une politique monétaire et fiscale étrangère sur l'économie d'un autre pays. Comme il y a une variété de ces modèles, de ceux d'inspiration keynésienne aux anticipations rationnelles en passant par des formes structurelles ou non structurelles, la question est ouverte sur le vrai modèle à utiliser (*the true model*). Ainsi, au problème de consensus sur le fonctionnement d'une économie est directement associé celui du *vrai modèle*, c'est-à-dire du modèle économétrique représentant correctement une économie. Frankel et Rockett (1988) rapporte qu'une simulation faite dans le cadre des travaux de l'Institut Brooking, à l'aide de douze modèles différents, a donné des résultats fort divers. Plus précisément, les auteurs soulignent :

> Tous les modèles considèrent qu'une expansion monétaire augmente la production domestique, mais là s'arrête l'unanimité. On est surpris du nombre de désaccords, en particulier à savoir si une expansion monétaire améliore ou aggrave le compte courant et, rétrospectivement, si elle se transmet positivement ou négativement sur le reste du monde [...] Il suffit de souligner que des désaccords en regard à la fois sur le signe et l'amplitude des effets sont courants entre des économistes réputés et même entre des sous-ensembles de modèles supposément similaires dans leur orientation, sans avoir à considérer les décideurs de politiques.

Ghosh et Masson (1988) dénoncent les études empiriques quantifiant l'impact de la coordination et tenant pour acquis que les décideurs connaissent le vrai modèle. À leur avis, l'incertitude de l'impact des politiques étrangères porte sur des variables clés telles que la sensibilité du taux d'intérêt par rapport à la demande de monnaie, l'élasticité-prix des exportations et des importations, la pente de la courbe de Phillips et l'intensité des accélérateurs d'investissement. Les remarques de Ghosh et Masson sont si pertinentes qu'on peut se demander dans quelle mesure le recours à ces paramètres structurants aide à la compréhension du sujet.

Mais revenons aux conclusions sur l'impact de la coordination, abstraction faite des modèles. Nous avons pu identifier deux auteurs dont les travaux méritent d'être rapportés ici. L'étude de Rogoff (1985) explique que la coopération monétaire peut être inflationniste. L'argument est assez simple. Dans un régime non coopératif, les autorités centrales savent qu'une politique monétaire expansionniste amène une dépréciation de la devise et relance l'inflation, ce qui est à éviter. Mais, dans un régime coopératif, une hausse de la masse monétaire peut être suivie par les pays partenaires, laissant le taux de change invariant, avec pour conséquence un ajustement à la hausse des prix et des salaires. En somme, un régime coopératif n'incite pas les pays à lutter contre l'inflation, à moins qu'un tel arrangement international ne soit fondé sur le

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

contrôle des prix. Un autre article de Rogoff (1990) précise que l'impact de la coordination dépend de la position de négociation de chaque pays. À la lumière de ces raisonnements, on comprend facilement le bien-fondé d'une coopération basée sur l'application de politiques d'austérité. Il faut bien voir le déficit budgétaire et les anticipations inflationnistes comme le reflet d'une gestion économique désordonnée.

Certes, la monnaie, en tant qu'instrument de change, est aussi un actif ou un bien sujet à la loi de l'offre et de la demande. Cependant, son usage par les banques centrales pour fins de stimulation des activités économiques a des effets résolument inflationnistes. Il est donc prioritaire d'assurer la stabilité des prix par une politique monétaire.

En résumé, l'approche économique de quantification de l'impact de la coordination ne nous permet pas, pour le moment, de tirer les conclusions appropriées. Il ne semble pas y avoir de consensus ni parmi les auteurs qui tiennent pour acquis que le décideur connaît le *vrai modèle* de l'économie, ni parmi ceux qui prétendent le contraire. On n'est guère surpris de ces résultats divergents, vu le caractère « flexible » des preuves apportées par les uns et les autres. Néanmoins, il ressort également de la documentation que la coordination des politiques permet de saisir l'importance de la monnaie dont la gestion devrait prévenir l'inflation. La question demeure, par contre, de savoir si un tel régime coopératif peut, de fait, constituer un puissant stimulus de politiques restrictives. À cet égard, essayons à présent d'évaluer le système de coordination exercé par le FMI.

4.2.3. Impact prometteur de la surveillance du FMI

Plusieurs questions viennent à l'esprit quand il s'agit de se prononcer sur la nature de la coordination menée par le FMI. A-t-elle été dominée par le pouvoir de négociation d'un pays ? Après déjà une décennie d'opération, y a-t-il des pays qui ont de la difficulté à s'y impliquer ou qui sont tentés de tricher ? Cette coordination a-t-elle diminué ou augmenté les anticipations inflationnistes ? Voilà autant de controverses sur lesquelles nous tenterons d'offrir des éléments de réponses.

Ce sujet d'actualité a déjà été partiellement abordé dans la littérature. Référons-nous aux études de Hoffmeyer (1992, p. 141-186) et de Suzuki (1990). Hoffmeyer (1992) a particulièrement examiné les péripéties des interventions des banques centrales pour la stabilisation des taux de change ainsi que les tentatives de coordination entre les pays du G-7. L'auteur distingue les périodes suivantes : 1971-1975, 1977-1978, 1981-1985 et 1985-1989. La première période, antérieure à la déclaration de Rambouillet, est marquée par l'évolution du système monétaire

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

international vers la reconnaissance formelle des taux flexibles (bien qu'en réalité ce régime était déjà en place dès 1971 avec l'accord Smithsonian). L'analyse de Hoffmeyer sur cette période est pertinente parce qu'elle permet de comprendre le degré d'antagonisme entre la France et les États-Unis sur les réformes du FMI.

La France, fidèle à la tradition gaulliste, voulait un régime de parité fixe avec des obligations symétriques de la part de tous les pays, sans aucune exception. Les États-Unis étaient le porte-parole des pays qui préféraient un régime de taux flexibles. Avec le deuxième choc pétrolier de 1979, les États-Unis adoptent une politique monétaire restrictive, qui hausse la valeur du dollar à partir du début de 1980. Il est à noter que cette politique monétaire n'est pas le fruit de concertations mais des nouvelles politiques du président Reagan, partisan de l'École de Chicago, dont le porte-parole est Volcker, président du FRB.

Ces positions contradictoires se reflètent dans une certaine mesure dans le communiqué final de la déclaration de Rambouillet du 15 novembre 1975 dans laquelle les chefs d'États participants mentionnent : « *our intention to work for greater stability and further undertook to act to counter disorderly market conditions, or erratic fluctuations, in exchange rates*. »

Au dire de Hoffmeyer, ce communiqué pêche par son ambiguïté parce qu'il ne précise pas le terme « *disorderly market conditions* » et reste fondé sur un principe de bonne volonté de coordination. D'ailleurs, le même auteur considère que : « *drafting of communiqués developed into an industry specializing in sentences by repetition* » et rapporte des propos de Volcker, ancien président du Federal Reserve System, pour qui : « *by now finance ministry officials around the world can reproduce the language of the communiqués in their sleep* ».

Il semble qu'au-delà de la déclaration de Rambouillet, c'est plutôt un protocole d'entente franco-américain qui, de facto, consacre le régime de flexibilité de taux de change. Cet accord stipule qu'un retour au régime de parité fixe requiert un vote majoritaire à 85 % au FMI. Comme les États-Unis y détiennent un veto, l'issue d'un tel vote est déterminée à l'avance.

Un autre aspect qui ressort de l'accord de Rambouillet est l'inclusion des États-Unis, du Canada, du Japon et de la Suisse dans le réseau de communications téléphoniques journalières déjà établi entre les banques centrales des pays de la CEE avec la Norvège et la Suède afin de favoriser une meilleure consultation dans leurs interventions sur le marché des changes.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La deuxième période (1977-1979) témoigne d'une chute sensible du dollar vis-à-vis des autres devises principales, dont le mark et le yen, en raison notamment du déficit du compte courant américain et aussi, faut-il le dire, de leurs politiques fiscales expansionnistes. Selon Hoffmeyer, face à cette glissade du dollar, le gouvernement des États-Unis montrait une attitude indifférente pendant que leurs homologues germaniques et japonais tentaient d'empêcher la chute. À partir d'octobre 1978, les États-Unis deviennent plus interventionnistes. Au premier trimestre de l'année 1978, l'Allemagne et le Japon ont racheté du marché environ 9 milliards de dollars contre seulement 1 milliard pour les États-Unis. Ceux-ci évoquent la nécessité de *coordination*, ce qui conduit au sommet de Bonn, les 16 et 17 juillet 1978. Au sommet, on demande particulièrement au Japon et à l'Allemagne de jouer le rôle de locomotives pour redémarrer l'économie mondiale.

La baisse persistante du dollar amène des interventions concertées des banques centrales sur le marché. Entre janvier et octobre 1978, alors que les États-Unis ne consacrent que 5 milliards de dollars au soutien du dollar, l'Allemagne et le Japon assument l'essentiel du fardeau de la coordination en rachetant ensemble près de 17 milliards de dollars. De 1981 à 1985, le dollar s'est beaucoup apprécié par rapport aux autres devises à cause du niveau élevé des taux d'intérêt américains et de l'afflux de capitaux étrangers pour le financement du haut niveau du déficit budgétaire. Une fois de plus, selon Hoffmeyer, le gouvernement américain se soucie peu d'intervenir sur le marché des changes en dépit de la surévaluation du dollar.

Sous la pression de la France, le sommet du G-7 à Versailles en 1982 propose une commission d'étude sur l'efficacité des interventions ; son rapport n'a pas de suite. Entre 1981 et 1985, Hoffmeyer rapporte que des pays autres que les États-Unis ont vendu environ 95 milliards de dollars dont 30 milliards pour l'Allemagne et 15 milliards pour le Japon, pour faire chuter le billet vert alors que les États-Unis se sont systématiquement effacés, ne fournissant que 1 milliard de dollars. Le sommet de Williamsburg du 30 mai 1983 se termine par un communiqué où, pour la première fois, les participants parlent d'*interventions coordonnées*, apparemment pour apaiser la France. Entre juillet et août 1983, les banques centrales de l'Allemagne, du Japon et des États-Unis interviennent conjointement pour vendre 2 milliards de dollars. Mais la contribution américaine est dérisoire, se chiffrant à 200 millions de dollars. La suite de ces politiques de coordination nous est assez bien décrite par Suzuki (1990).

Le tableau 5.17 donne des indications précises sur l'intervention des banques centrales de 1985 à 1990. On constate que l'Allemagne est moins interventionniste que le Japon. Fait à souligner à partir de ce

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

tableau, les pays autres que l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis jouent un rôle de plus en plus prépondérant par l'ampleur de leurs interventions. C'est probablement le signe d'un marché de devises plus diversifié.

Yoshio Suzuki (1990), ancien directeur exécutif de la Banque du Japon, retrace l'évolution de la coordination des politiques du G-7 que nous résumons brièvement afin d'indiquer les enjeux de négociation et les effets sur l'inflation. Ainsi, selon Suzuki, l'accord du Plaza de 1985 visait à ajuster le dollar par rapport aux autres principales monnaies. La première initiative, après cet accord, était de faire baisser la valeur du dollar par une réduction de l'écart des taux d'intérêt entre les États-Unis, le Japon et l'Europe. Ceci implique une baisse simultanée des taux d'intérêt dans ces pays. Cette politique, que Suzuki convient d'appeler « politique de coordination des taux d'intérêt », a eu un impact favorable sur la croissance économique. Avec l'accord du Louvre en 1987, il fallait faire en sorte que le dollar ne baisse plus. Le taux d'intérêt est réduit au Japon et en Europe, mais il augmente aux États-Unis. Un an plus tard, alors que la croissance économique est au rendez-vous au Japon et en Europe, le krach boursier survient à New York. Dans le but d'éviter la panique sur le marché financier, le gouvernement américain diminue le taux d'intérêt au lieu de le maintenir tel que convenu, ce qui provoque une chute prononcée du dollar.

TABLEAU 5.17
Interventions nettes en dollars sur une base semi-annuelle
(en milliards de dollars : (–) indique un achat net de dollars)

		États-Unis	Allemagne	Japon	Royaume-Uni	Autres	Total
1985	**I**	1	4	1	–1	2	7
	II	3	1	3	1	7	15
1986	**I**	0	0	–6	–2	1	–7
	II	0	–1	–6	2	–7	–12
1987	**I**	–5	–2	–24	–9	–25	–75
	II	–4	–3	–11	–10	–14	–42
1988	**I**	–1	1	–2	–3	–15	–20
	II	2	7	–3	–4	12	14
1989	**I**	16	3	12	4	11	46
	II	6	1	8	4	11	30
1990	**I**	2	1	13	0	–3	13
	II	0	0	0	0	–10	–10

Source : Erik Hoffmeyer, *The International Monetary System : An Essay in Interpretation*, North-Holland, 1992.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Le Japon et l'Europe doivent alors baisser les taux d'intérêt pour supporter le dollar, ce qui ne tarde pas à faire renaître chez eux l'inflation qu'il fallut combattre par la suite en haussant les taux d'intérêt. À partir de l'été 1988, l'autonomie monétaire des pays industrialisés semble se rétablir. Suzuki en conclut que la coordination des politiques du G-7 a eu des effets inflationnistes. La capacité des États-Unis de faire agir ses partenaires en fonction de ses propres objectifs (le soutien du dollar) illustre le caractère dominant de leur pouvoir de négociation.

C'est un peu la conclusion de Hoffmeyer pour qui, du sommet de Bonn en 1978 à l'accord du Plaza de 1985 et du Louvre de 1987, les États-Unis ont toujours mis la pression sur les pays ayant un surplus commercial (Allemagne et Japon) pour qu'ils supportent le fardeau des ajustements requis. Durant ces consultations, le FMI s'efface devant l'attitude ferme des États-Unis. La surveillance exercée par le FMI porte essentiellement sur l'échange des informations.

Ce pouvoir de négociation américain tient au fait qu'au lendemain de l'abandon du régime flexible et de la non-convertibilité du dollar en or, aucune autre devise n'a pu déclasser le dollar comme monnaie internationale. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, dans ses consultations, le FMI attend des autorités américaines des politiques de préservation de la valeur du dollar, perçu comme le pilier du système monétaire international. La puissance militaire américaine est sans doute une cause de la place privilégiée du dollar.

Les événements survenus dans le golfe Persique ont convaincu les pays de la région de ne pas renouveler leurs promesses de facturer le pétrole en écus, mais de continuer à utiliser le dollar (Vittori, 1992). Soulignons aussi que le pouvoir de négociation des États-Unis lui permet même de renier ses engagements, comme Suzuki le rapporte en référence à la réaction du Federal Reserve System après le krach boursier. Horne et Masson (1988) précisent qu'une coordination n'est possible que si l'on peut exercer des mesures punitives contre ceux qui passent outre aux ententes communes. Cette remarque ne s'applique qu'aux membres ayant une économie limitée. Il ne faut donc pas se surprendre si les consultations du FMI avec le G-7 ont un caractère consultatif, tandis qu'elles sont décisionnelles auprès des pays en développement.

Sur le plan de l'inflation, la conclusion de Suzuki, quoique fondée, nous semble exagérée. Les statistiques disponibles et largement commentées par le FMI dans ses consultations indiquent que la hausse des prix a sensiblement ralenti au cours des années 1990. Bien sûr, on ne saurait parler de convergence de l'inflation, vu la diversité des situations nationales, particulièrement dans les PVD. Mais la décélération de l'inflation dans la plupart des pays industrialisés est un pur produit des méthodes coercitives pratiquées dès le début des années 1980. Les

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

consultations du FMI ont renforcé cette tendance des politiques monétaires. En adoptant comme objectif ultime le contrôle de l'inflation, le Fonds approuve ou désapprouve publiquement l'orientation de politiques de chacune des banques centrales. On ne peut donc sous-estimer ce rôle de surveillance du FMI des politiques monétaires adoptées par des autorités soucieuses de leur crédibilité dans les milieux financiers. On peut établir, ici, une comparaison avec les campagnes contre le tabac ou pour le port de la ceinture de sécurité. Aujourd'hui, fumer est considéré comme une activité nuisible pour la santé et conduire sa voiture sans boucler sa ceinture peut entraîner de fortes amendes. De la même façon, les politiques monétaires ne doivent pas ignorer leurs effets inflationnistes. Autant les campagnes anti-tabac et de sécurité routière ont été et demeurent soutenues par des organismes privés et publics, autant le FMI remplit un rôle de sensibilisation en faveur d'une politique monétaire responsable.

4.3. Les voies à suivre ou à éviter

On entend souvent dire que l'on ne peut avoir à la fois un régime de libre-échange et un régime de taux de change flexibles ; soit le libre-échange coexiste avec un régime de changes fixes, soit le protectionnisme s'allie à un régime de changes flexibles (Attali, 1988). Le virage des États-Unis vers un certain protectionnisme commercial au cours de la décennie 1980 semblait donner du poids à cet argument d'exclusion mutuelle du libre-échange et du régime flexible. C'est à dessein que les consultations du FMI restent aussi marquées par le courant de déréglementation et de libéralisation des marchés. Nous n'avons pas ici la prétention de démontrer ou d'infirmer cette proposition d'Attali, mais plutôt d'ouvrir une parenthèse sur le problème de fixité des taux de change.

Un régime fixe demande l'acceptation d'une monnaie de référence, artificielle (tels les DTS) ou métallique (tel l'or). L'histoire nous enseigne que le recours à un métal précieux est loin d'être la solution aux problèmes de liquidité. Une monnaie artificielle, émise par une institution, n'a pas la même cote d'acceptabilité que la monnaie d'un État souverain ; elle peut s'avérer simplement inflationniste. La vraie alternative pour un régime de parité fixe est celle de reconnaître une monnaie nationale comme point d'ancrage. C'est alors que le problème se pose : faudrait-il reconduire le dollar au pouvoir ou plutôt choisir le yen ou bien, tant qu'à y être, l'euro ? Répondre à une telle question, c'est d'abord évaluer les issues de concurrence de devises entre notamment l'euro et le dollar.

Dans un de ses articles, Vittori (1992) s'est interrogé sur les perspectives de l'euro face au dollar. Le point de vue de Vittori reste encore d'actualité au point de nous y référer en remplaçant « écu » par « euro ».

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> Le roi dollar est fatigué. Le prince écu [euro], aujourd'hui encore dans les limbes, pourra-t-il chercher à le détrôner ? Devrait-il le faire ? Logiquement, la monnaie unique européenne devrait avoir un grand rôle à jouer : elle sera l'instrument de la première puissance économique et commerciale du monde – une Europe qui comptera au minimum 12 pays, 340 millions d'habitants, une production annuelle voisine de celle des États-Unis. Pourtant, les questions ne manquent pas.

Après analyse du sujet, l'auteur considère que la bataille entre le dollar et l'euro se déroulerait sur trois champs : géographique, financier et commercial. La bataille géographique se traduirait par la constitution de zones d'influence. L'euro pourrait étendre sa suprématie d'abord à l'intérieur de la Communauté qui l'a engendré, essaimant ensuite vers l'Afrique (dans sa zone du franc, en particulier) et vers l'Europe du Nord. Le dollar conserverait son royaume en Amérique du Nord ainsi que sa forte présence dans les Caraïbes, l'Amérique du Sud, le Moyen-Orient et une partie de l'Asie. L'Europe de l'Est, avec l'effondrement de l'ex-URSS, ferait l'objet d'une surenchère dont l'issue semble pencher en faveur de l'euro par l'empressement des pays dits PECO à rejoindre l'Union européenne[31].

La bataille commerciale s'annonce ardue pour deux raisons essentielles : les habitudes ne se modifient pas du jour au lendemain et les considérations politiques doivent être prises en compte. Vittori fait remarquer « qu'il a fallu deux guerres mondiales pour que le dollar s'impose comme monnaie internationale (la Première Guerre lui a permis de ramasser l'or européen, la Seconde Guerre d'imposer sa suprématie politique et militaire) ». Ainsi, bon nombre de produits de base, y compris les pétroliers, sont cotés en dollars. Ajoutons que l'origine nationale des firmes multinationales engagées dans le commerce mondial constitue un atout pour le billet vert. Enfin, le levier politico-militaire sert de carapace pour une monnaie. Apparemment, selon Vittori, les cheiks, après la guerre du Golfe, n'ont pas renouvelé une requête visant à coter les barils de pétrole en écus. En conclusion, il est logique de penser que l'euro ne ferait qu'une percée limitée sur le plan commercial.

La bataille financière porte sur le choix de la devise sur les marchés financiers (euro-obligations, euro-actions, prêts bancaires, transactions interbancaires…). Le billet vert semble disposer de deux atouts principaux : la dette du gouvernement américain et la cotation en Bourse de nombreuses firmes américaines. Le financement de l'énorme dette accumulée par les États-Unis passe par l'émission des obligations du Trésor, lesquelles sont prioritairement dénommées en dollars. On voit

31. Les pays PECO (Pays de l'Europe centrale et orientale) sont : Bulgarie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovénie et Slovaquie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

mal comment l'Union européenne réussirait à accumuler une telle montagne de dettes en peu de temps, à moins de se lancer dans des politiques budgétaires laxistes avec le risque de miner la confiance des investisseurs. Quant au dynamisme du marché financier américain, qui devance celui du vieux continent, il tire d'une part son avantage d'une présence relativement plus importante de firmes privées dont le financement passe par les actions et les obligations et, d'autre part, d'une certaine habitude des Américains à s'échanger plus souvent les titres financiers. Ce point de vue est bien partagé par Fred Bergsten (1998). ancien secrétaire-adjoint au Trésor des États-Unis et directeur de l'influent Institut for International Economics. En effet, Bergsten conclut : *« The dollar will probably remain the leading currency indefinitively. But the creation of the euro will narrow, and perhaps eventually close, the present monetary gap between the US and Europe. »*

Ainsi, les facteurs politiques, la persistance d'habitude de commercialisation et le dynamisme des marchés financiers, auxquels s'ajoute la puissance militaire américaine, font en sorte que, pour reprendre l'expression de Vittori, « le prince euro ne remplacera jamais le roi dollar. Leur coopération constituera l'inévitable point de départ du long chemin qui mènera à la monnaie mondiale unique. Une idée frustrante, farfelue, et pourtant parfaitement sensée dans un monde qui devient un village. »

L'idée de création d'une banque centrale mondiale n'est pas nouvelle. Elle était au centre du plan Keynes pour la mise en place du système de Bretton Woods, mais elle a été refusée par les Américains. De plus en plus d'économistes partagent maintenant l'opinion de Keynes. Kindleberger (1990, p. 79) suggère « […] que nous devons aller […] vers les taux de change fixes quand les temps seront venus, c'est-à-dire une seule monnaie mondiale, et vers des politiques monétaires coordonnées, c'est-à-dire une seule politique monétaire pour l'ensemble du monde ». Cooper (1987), tout en étant favorable à un régime de change fixe, conçoit : « *We will need a world monetary system that parallels the increasingly global financial market. It will probably not be possible, even within the time scale envisaged here, to have a truly global Bank of Issue.* »

L'unanimité autour de cette proposition de banque centrale n'est pas pour autant acquise. Kindleberger rapporte la position de l'école autrichienne en s'appuyant sur les travaux de White (1984) et de Timberlake *et al*. (1985) et, évidemment, de la thèse de Hayek, pour qui le système monétaire international doit évoluer dans l'autre direction, c'est-à-dire

> […] vers un retour à la liberté de l'activité bancaire, dans laquelle la monnaie n'appartiendra plus au domaine public, mais deviendra un bien privé émis sur des marchés concurrentiels par quiconque le souhaitera. […] dans

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> un climat de complète liberté, la spéculation sera stabilisatrice, les mouvements de capitaux à court terme seront utiles et tout à fait adéquats en volume comme en direction. […] la bonne monnaie chassant la mauvaise.

Cette vision de l'école autrichienne est loin d'être même envisagée sur les marchés nationaux. Le courant de déréglementation des marchés financiers ne souffle pas sur le pouvoir d'émission de la monnaie, détenu par les autorités publiques.

Le rapport 1992 du Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD) préconise une réforme majeure du FMI pour en faire une chambre de compensation internationale et une banque centrale mondiale afin que cet organisme puisse émettre une monnaie commune, assurer une stabilité des taux de change et fournir les liquidités nécessaires (Alibert, 1992). Mais il est encore trop tôt pour envisager une telle institution mondiale. L'existence de fortes disparités économiques à l'échelle planétaire, ajoutée au problème d'asymétrie des règles d'intervention des banques centrales, ne sont pas de nature à faciliter la mise en place d'une banque mondiale avec monnaie unique. L'impossible chemin que les DTS ont à parcourir, pour servir de point d'ancrage au système monétaire international, est assez révélateur du peu d'attrait d'une monnaie unique mondiale.

Le système monétaire international glisse tranquillement vers une concurrence entre trois devises : le roi déchu qu'est le dollar, le yen en puissance et le prince euro remplaçant le mark. Cette émergence de zones de devises rappelle étrangement la situation des années 1930 alors que le bloc de la livre, basé à Londres, couvrait les pays du Commonwealth ; que celui du dollar, basé aux États-Unis, incluait le Canada, les pays de l'Amérique latine et les Caraïbes et que celui de l'or, sous l'égide de la France, œuvrait en Europe de l'Ouest et du Sud. Entre ces blocs monétaires se retrouvaient des régimes autarciques : l'Allemagne, l'ex-URSS et le Japon. Certaines devises étaient flexibles, d'autres fixes par rapport à l'or, mais n'offraient pas tellement d'assurance de fixité (Williamson, 1983). L'escalade des dépréciations semblait être la règle d'ajustement : le dollar se dévaluait de 40 % en 1934, le bloc de l'or se désagrégeait en 1938 et la crise monétaire prenait un caractère durable. Il a fallu le Bretton Woods pour redresser la situation – on sait que le Bretton Woods n'a pas su résister aux chocs pétroliers des années 1970 et 1980.

Le point de vue de Suzuki (1990) paraît évident quand il propose de distinguer trois zones de devises : le dollar, le yen et le mark, lequel est aujourd'hui remplacé par l'euro. Chacune de ces zones aurait une politique monétaire autonome. Les autres pays auraient le choix de rattacher leurs devises à l'une des trois monnaies étalons ou de les laisser flotter librement. Cette proposition s'apparente à la situation chaotique des blocs monétaires que le monde a connue dans les années 1930.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Supposons que le yen puisse s'attacher la région de l'Asie du Sud-Est et du Pacifique, étendant son empire jusqu'au Moyen-Orient. Si, par hasard, le Japon devenait une puissance à la fois économique et militaire, il est raisonnable de penser que le yen finirait par déclasser le dollar, de la même façon que le dollar, qui côtoyait la livre sterling après la Première Guerre, l'a par la suite éclipsée. L'analogie s'applique à l'euro. Bref, cette façon de concevoir un nouvel ordre monétaire international ne traduit en réalité que la rivalité entre les puissances industrielles et n'est d'aucun bénéfice tangible pour les PVD.

Si, pour certains, la concurrence est garante de la stabilité du système monétaire, il faudrait alors faire en sorte qu'il y ait au moins autant de devises que de pays et, à la limite, permettre l'émission privée de monnaies. La bonne monnaie chasserait alors la mauvaise, comme le prétendent certains économistes bien intentionnés (White, 1984 ; Thimberlake, 1985). Mais il est bien connu que le comportement irrationnel du marché financier empêche la concurrence dans cette industrie. Sur le plan national, les autorités publiques veillent au contrôle du marché financier. Au niveau international, des efforts de coordination du contrôle des institutions financières, par le biais du Comité de Bâle, sont déployés pendant que les États de l'UEE tentent d'éliminer les devises nationales. En conséquence, l'idée qu'une concurrence entre les trois monnaies (dollar, yen ou euro) serait plus optimale qu'un étalon-devise quelconque ne s'avère pas du tout convaincante, quoique le système monétaire international glisse tranquillement vers cette rivalité tripartite par la force des choses.

À ce sujet, la documentation économique sur les réformes du FMI est de plus en plus abondante. On peut notamment citer McKinnon (1984, 1988), Cooper (1987), Schwart (1989), Camdessus (1994 ; 1998), Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995), Feldstein (1998, Krueger (1998), Eichengreen (1999), Dobson (1999), OCampo (2000), et Swoboda (2000). Les solutions envisagées sont diverses, incluant la dissolution pure et simple du FMI. En effet, après être devenu l'apôtre de l'ajustement structurel, il est naturel de se demander si cette orthodoxie économique ne pourrait pas s'appliquer à l'organisme lui-même. Dans un de ses articles sur le sujet, Nyahoho (2000) a procédé à une évaluation critique des diverses propositions de réformes du FMI lesquelles sont résumées dans le tableau 5.18. L'auteur rappelle qu'au centre des préoccupations, il s'agit d'instaurer un nouveau régime garantissant la stabilité des taux de change, la solidité du système financier et qu'il soit compatible avec le fonctionnement dynamique des marchés des capitaux. Il explique, en outre, que les propositions axées sur la flexibilité dirigée contribuent plutôt à un système hybride (coexistence de devises à parité fixe, totalement flexible, partiellement flexible) et peu adapté au marché financier.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 5.18
Les principales propositions de réforme du système monétaire international

Type de régime	Proposition	Auteur(s)	Avantages	Désavantages	Comptabilité avec le marché financier
taux de change fixes	monnaie unique	Cooper	stabilité du système ; comparaison facile du prix ; pas de problèmes de balance des paiements	absence de volonté politique ; possibilité de gestion monétaire non optimale	oui
	étalon-or	Mundell, Laffer, Hall	l'or comme produit de référence commerciale	difficulté de fixer le prix de l'or ; spéculations du prix de l'or ; production d'or limitée ; absence de volonté politique	non
	étalon de change-or	Mundell, Laffer, Hall		dilemme de Triffin ; difficulté de trouver une monnaie d'ancrage ; absence de volonté politique	non
taux de change flexibles	flexibilité dirigée ou « zones cibles »	Williamson ou exemple « SME »	marge de manœuvre de variation des taux	spéculations ; volatilité des taux	non
	flexibilité totale	Friedman, Hayek, Frenkel, Polak, Johnson, McKinnon	monnaie d'ancrage non requise ; grande souplesse	spéculations ; volatilité des taux	oui
	coordination par les 3 grands pays (US, Japon, Allemagne)	Tobin, Dornbusch, Eichengreen, Wyplosz	contrôle de l'inflation	fardeau asymétrique d'ajustement ; volatilité des taux, difficulté de coopération	non
	garant de stabilité du système financier	Camdessus, Soros, Krueger	décourage la spéculation ; contrôle les faillites	difficulté d'instaurer et d'appliquer le contrôle ; volatilité des taux de change	non
	prêteur en dernier ressort		prévient les crises ; recyclage de la dette	ressources du Fonds limitées ; spéculations difficiles à contrer ; possibilité de politiques non optimales de surveillance ; volatilité des taux	non

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dès lors, peut-on croire que l'idée de Cooper, de transformer le FMI en une banque centrale, soit crédible ? Pas nécessairement, et voici pourquoi. Certes, les avantages et les désavantages d'une monnaie unique sont largement commentés dans la documentation économique, comme ils le furent lors de la signature du traité de Maastricht. À titre de rappel, la monnaie unique élimine de facto le marché de changes, sert d'unité de compte commun, permet une comparaison facile des prix et entraîne, à double chef, un coût moins élevé de transaction et un renforcement de la discipline et de la crédibilité en matière de politique monétaire (Cohen, 1989 ; Giovanni, 1990 ; Ernst, Young *et al.* 1990). Surtout, une monnaie unique élimine le besoin de la balance des paiements, laquelle, de toute façon, est rendue assez précaire par la fluidité des mouvements de capitaux. Parmi les désavantages, on note la perte d'autonomie en matière de politique monétaire, l'instabilité macroéconomique et la difficulté pour l'organisme émetteur de soutenir une politique optimale.

D'ailleurs, à ce sujet, il s'est développé une théorie (la théorie des zones monétaires optimales) précisant les conditions requises pour la formation d'une telle zone, en l'occurrence la mobilité des facteurs de production, l'ouverture et la taille des économies, la spécialisation industrielle, la similarité des objectifs de politiques économiques et la flexibilité des prix et des salaires. Toutefois, ces conditions, quoique pertinentes, ne semblent pas constituer des prérequis nécessaires à la formation d'une union monétaire. Sans pour autant s'embourber dans les critiques de la théorie des zones monétaires optimales (voir chapitre 4), il ressort que le parallélisme nécessaire entre l'évolution économique et la coopération monétaire n'est pas solidement soutenu par des évidences empiriques. Par exemple, dans le cas de l'Union européenne, les directives pour la convergence peuvent être claires, mais leur crédibilité tient à la réalité de leur application. Il est déjà acquis que la troisième phase du projet Maastricht (monnaie unique) a été entamée et sera élargie davantage par décision politique par les seules règles établies de convergence[32]. Il est donc facile de comprendre que l'idée de Cooper se bute à des difficultés politiques. En effet, on voit mal comment les États-Unis, le Japon et, vraisemblablement, l'Union européenne, pour ne nommer que ceux-là, concéderaient leurs politiques monétaires à une instance commune !

Ces observations sont suffisantes pour conclure que le choix de régime de change qui s'imposerait est celui de la flexibilité et que la politique monétaire elle-même devrait être articulée autour de la stabilité

32. En vertu du critère de Maastricht, l'Italie ayant un ratio de dette de 120 % n'aurait pas dû faire partie des premiers pays appelés à participer à la troisième phase du projet.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des prix. Quel rôle doit-on alors envisager pour le FMI ? D'abord, la coopération monétaire, sur une base bilatérale ou régionale, peut être vivement encouragée au gré de la volonté expresse des partenaires, indépendamment des critères économiques de convergence.

Enfin, il importe de préciser qu'entre les deux solutions, à savoir une autonomie de gestion monétaire pour chacun des trois pays (États-Unis, Japon et Union européenne) et la monnaie unique, l'approche de la surveillance du FMI paraît justifiée. Laissés à eux-mêmes, les principaux pays détermineraient leurs politiques économiques en fonction de leurs objectifs internes de stabilité, sans se préoccuper des effets de débordement. Les autres pays, particulièrement ceux en développement, seraient dépourvus de tout moyen susceptibles d'influencer l'orientation de l'économie mondiale. Un organisme international, tel que le FMI, constitue donc un forum que les pays d'économie limitée peuvent utiliser pour faire valoir leurs points de vue.

RÉSUMÉ : LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Nous dégageons de cette brève analyse de l'évolution du système monétaire international les considérations suivantes :

1. La volonté des pays membres d'assurer une stabilité des taux de change est manifeste tout au long des diverses périodes caractéristiques du système monétaire international.
   - Sous le régime étalon-or (1870-1914), il y a obligation de maintien de la parité fixe et de correction des déséquilibres par des variations de l'or. Mais la rigidité de ce mécanisme d'ajustement, associée au problème de la disponibilité de l'or, finit par emporter le système.
   - L'entre-deux-guerres est chaotique au point où il y a formation des zones de devises.
   - Le système de Bretton Woods (1945-1971) est caractérisé par l'étalon-dollar, avec obligation de parité fixe et de convertibilité du dollar en or. Ce système a été secoué durant les années 1950 et 1960 par des dévaluations répétées des pays européens. Pour leur part, les États-Unis ont émis un volume de billets verts allant bien au-delà de leurs réserves en or. Le monde financier a alors fait face à ce que l'on qualifie de « dilemme de Triffin » : problème de liquidité et de confiance. La première réforme majeure du FMI adopte la création des DTS en 1967, définis au départ en or, mais non gagés sur l'or. Quatre ans plus

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

tard, en 1971, les États-Unis décrètent la non-convertibilité du dollar en or et précipitent la chute du Bretton Woods par l'abandon du régime de parité fixe.

- En 1976, le FMI révise ses articles pour consacrer le régime flexible. Depuis, le marché financier témoigne d'une fluctuation erratique des taux de change et des taux d'intérêt. Le problème de liquidité est amplifié par les deux chocs pétroliers et par une détérioration quasi continue des termes d'échange pour les pays en voie de développement.
- Les DTS créés par le FMI en 1967 ont été redéfinis en 1974 comme panier composé de 16 monnaies et en 2000 comme panier de 4 monnaies (dollar américain, euro, yen et livre sterling). Les DTS servent à financer les déficits de la balance des paiements et leur allocation aux membres est en rapport avec leurs quotes-parts. Ce mode de répartition est souvent critiqué, on reproche aux DTS d'être distribués aux pays qui (théoriquement) en ont le moins besoin (pays industrialisés). Par ailleurs, il est difficile de transformer les DTS dans le cadre des opérations du FMI en une forme d'aide aux PVD. Une autre source de préoccupation est le rôle des DTS comme monnaie internationale. Après une trentaine d'années, il semble impossible de parler d'étalon-DTS à l'échelle planétaire.

2. Le SME, créé en 1979, a permis de réduire sensiblement les variations de parité entre les monnaies de la Communauté, mais n'a pas réussi à imposer l'écu face au mark qui émerge comme la devise dominante dans l'Union. De plus, les règles d'intervention des banques centrales confirment une hiérarchie où la Bundesbank joue le rôle de locomotive en s'alignant sur la politique du Federal Reserve System, plutôt qu'en fonction des objectifs internes à la Communauté. Le traité de Maastricht se concrétise par la création de la Banque centrale européenne, avec une monnaie commune (l'euro), dès le 1er janvier 1999, appelée à concurrencer le dollar. Les voies pour une réforme profonde du FMI paraissent tracées, soit par l'approche de la flexibilité dirigée des taux de change, soit par l'hypothèse d'une banque centrale. La lutte entre « le roi dollar fatigué et le prince euro » se déroulerait sur trois champs : géographique, financier et commercial. On ne peut qu'anticiper le renforcement des zones de devises.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3. Aux initiatives d'intervention en bloc sur le marché de change du G-7 (accord du Plaza, sommet de Tokyo, accord du Louvre, accord de Venise…) s'ajoute la surveillance multilatérale exercée par le FMI. Dans le cadre de cette nouvelle responsabilité, le FMI encourage les pays membres à mener des politiques mieux harmonisées et plus disciplinées. Ainsi, le FMI prodigue des conseils aux pays industrialisés afin de maîtriser l'inflation, stabiliser le taux de change, réduire le déficit et assouplir les réglementations. Pour les PVD, le FMI élabore des réformes obligatoires sous le thème de l'ajustement structurel.

4. La coordination des politiques économiques s'avère problématique en raison des contraintes de négociation, des possibilités de renier ses engagements, de l'incohérence temporelle et surtout des désaccords sur le mécanisme de transmission des politiques d'un pays à l'autre. L'expérience de coordination au sein du G-7 démontre la capacité des États-Unis soit de faire agir ses partenaires selon leur propre objectif de soutien du dollar, soit de se cantonner dans une attitude passive. Quoique le rôle du FMI se limite à la collecte et à la diffusion de l'information, il est estimé que cette forme de surveillance constitue une alternative intéressante dans une situation de forte concurrence entre les principales devises.

MOTS CLÉS

traité de Maastricht
accord Smithsonian
ajustement structurel
allocation
banque centrale
Bretton Woods
consultations bilatérales
convertibilité
coordination
cours pivot
critère de convergence
dilemme de Triffin
droits de tirages spéciaux
DTS
écu
étalon de change-or
étalon-or
euro
facilité de crédit
FECOM
monnaie-marchandise
NIEO
NIP
panier (monétaire)
parité fixe
parité flexible
pénurie du dollar
pléthore de dollars
problème de confiance
problème de liquidité
quote-part
problème N – 1
SME
surveillance
UEM
union monétaire
zone de devise

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

PROBLÈMES DE RÉVISION

1. Répondez par vrai ou faux et commentez brièvement les affirmations suivantes :
   a) une des propositions pour résoudre le « dilemme de Triffin » est la création d'une monnaie internationale ;
   b) le régime étalon-or est garant de discipline monétaire ;
   c) le contrôle des flux de capitaux reconnu par le Bretton Woods est nécessaire pour assurer le maintien du régime de parité fixe ;
   d) la localisation du FMI en dehors de l'artère formée de la Maison Blanche, des principaux ministères et du Federal Reserve System garantit la dépolitisation de cette institution.
2. L'accès des pays membres aux ressources du FMI, pour fins d'ajustement de la balance des paiements, dépend de leurs quotes-parts. Précisez les règles de calcul des quotes-parts ainsi que les facilités d'obtention de crédits auprès du FMI.
3. Avec l'accord Smithsonian de 1971 et le retour au régime flexible, les pays pouvaient corriger les déséquilibres des comptes extérieurs par un ajustement des taux de change, plutôt que par des variations des réserves. Le recours au FMI comme bailleur de fonds devrait théoriquement être réduit. Mais la réaction des PVD au cours des dernières années montre que c'est loin d'être le cas : pourquoi ?
4. Le fonctionnement du SME confirme une hiérarchie des règles d'intervention des banques centrales. Dans ce contexte, examinez les points suivants :
   a) compatibilité des objectifs poursuivis par chacun des membres du SME ;
   b) stabilité de parité entre les monnaies de la Communauté, d'une part, et, d'autre part, chacune de ces monnaies et le dollar ;
   c) rationalité de la convergence des politiques budgétaires des pays de la Communauté ;
   d) diversité ou uniformité des modes d'impression de la monnaie unique, l'euro.
5. À la suite de l'accord Smithsonian, la non-convertibilité du dollar américain en or empêche-t-elle le billet vert d'être la monnaie internationale ?
6. Discutez du rôle réservé à l'or sous un régime d'étalon-or et sous le régime flexible des années 1980.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

7. Un régime d'étalon-or est-il garant de stabilité des prix si le prix de l'or est fixé à un niveau relativement élevé, par exemple 1 once d'or pour 2 000 $US ?

8. La hausse des prix pétroliers de 1973-1974 et de 1979 ont entraîné de sérieux problèmes d'ajustement pour les PVD, producteurs comme non producteurs de pétrole et une demande énorme de prêts auprès du FMI. Mais le retour au régime flexible n'a pas facilité ces ajustements. Pourquoi ?

9. Définissez les deux écarts de pénurie et de pléthore de dollars et précisez les solutions viables dans chacun des cas.

10. Le traité de Maastricht visant la création d'une monnaie unique, l'euro, constitue une preuve de négation des effets bénéfiques de l'approche de concurrence libre de devises. Évaluez ces propos.

11. Discutez des effets à court et à moyen termes du changement récent des bandes de fluctuations du SME (de ± 2,5 % à ± 15,0 %), notamment le respect du calendrier de transition à la troisième phase.

12. Exposez les facteurs de convergence de politiques monétaires au sein de la l'UE et précisez les objectifs prioritaires assignés à la future Banque centrale européenne (BCE).

13. Les critères d'inflation et de taux d'intérêt pour le passage à la troisième phase de l'UEM s'avère moins contraignants que les critères de déficit et de dette. Évaluez.

14. Peut-on penser réformer le FMI selon le modèle des dispositions du traité de Maastricht sur l'Union monétaire européenne ?

15. Un des aspects impressionnants de l'historique du système international de paiements est la volonté manifeste de coopération de la part des États. La chute du Bretton Woods, loin de signifier la fin de cette coopération internationale, ne contribue-t-elle pas au contraire à l'accentuer ?

16. L'expérience des années 1970 confirme un des problèmes majeurs reliés à un régime de parité flexible : le déplacement massif des capitaux à très court terme d'une place à une autre et l'excès de spéculation. À votre avis, ce flux rapide des capitaux de court terme justifie-t-il à lui seul l'abandon du régime de parité fixe ?

17. Quels avantages ou désavantages un système monétaire international d'étalon-or présente-t-il pour les Américains ?

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

18. Énumérez les avantages et les désavantages des unités monétaires artificielles, dont les DTS et l'écu.

19. Étalon-DTS : utopie ou réalité ?

20. La création par le FMI de droits de tirage spéciaux (DTS) a-t-elle été une source d'inflation mondiale ?

21. Leroux (1988) constate qu'en 1981 une dizaine de banques, principalement situées à Londres, s'efforcèrent de mettre en place un marché de certificats de dépôts négociables en DTS, mais que cette tentative se solda par un échec. Un total de 7 eurocrédits syndiqués en DTS furent mis en place en 1981-1982. Cependant, depuis cette période, aucun prêt n'a été fait sur cette base. Comment expliquer le peu d'engouement du marché financier pour les DTS ?

22. Évaluez la performance de l'euro et sa capacité de concurrencer le dollar.

23. Entre 1980 et 1990, l'émission des euro-obligations a totalisé 65,43 milliards d'écus. Près de 45 % de ce montant a été émis par des organismes internationaux, dont la Communauté économique européenne (60 %), la Banque européenne d'investissement (9,01 %), la Banque internationale de reconstruction et de développement (4,39 %), les gouvernements (14 %), les banques publiques (9,3 %). Peut-on voir là un effort concerté des institutions européennes pour relancer l'usage de l'écu ou plutôt le reflet des tendances naturelles du marché ?

24. Précisez le mode de calcul des taux d'intérêt sur les avoirs en DTS et évaluez les causes de fluctuations de ce taux.

25. Les réserves internationales libellées en DTS n'ont guère augmenté au cours des années contre une hausse persistante des réserves en devises. À quoi attribuez-vous cette évolution contrastée et pouvez-vous anticiper un revirement de situation ?

26. La concurrence entre trois devises (dollar, yen, euro) est-elle compatible avec l'idée de Hayek ou est-elle assimilable à une industrie d'oligopole ? Dégagez les voies de réformes du FMI sur la base de votre analyse précédente, notamment au chapitre du régime de parité à maintenir (flexible ou fixe).

27. Évaluez si l'Union monétaire européenne répond aux critères de la théorie des zones monétaires optimales.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

28. Un des problèmes courants du système monétaire international est de trouver une unité de compte qui n'est pas liée à une devise nationale et également de définir des règles de flexibilité des taux de change. Une coopération internationale peut-elle faciliter la résolution de ces problèmes ?

29. Précisez le rôle et l'attitude du gouvernement américain et du gouvernement français durant les périodes de coordination de politiques ou d'intervention conjointe des principales banques centrales sur le marché des changes, notamment lors des accords du Louvre et de Venise.

30. La coordination de politiques commande nécessairement des politiques restrictives. Évaluez.

31. Définir les termes suivants : incohérence temporelle (*time inconsistency*) ; coordination ; vrai modèle.

32. Pourquoi les résultats macroéconomiques des simulations de l'impact des politiques monétaires ou fiscales d'un pays sur l'économie du monde sont-ils contradictoires ? Les modèles économétriques traduisent-ils le fonctionnement d'une économie ?

33. La double contrainte (convergence et baisse d'autonomie) que semble imposer la libéralisation des mouvements de capitaux ne signifie-t-elle pas un alignement des politiques nationales sur celles d'un État ? Dégagez les conséquences de la difficulté pour les États-Unis de jouer ce rôle de locomotive.

34. L'incapacité des banques centrales, prises individuellement, à influencer le marché des changes et l'existence d'effets de débordement ou d'externalités entre économies, mènent les pays industrialisés vers une convergence des politiques monétaires. Relatez les expériences passées de tentatives de coordination pour fins de stabilité des taux de change, les mesures prises par le FMI en matière de surveillance du régime flottant et dégagez, selon votre entendement, les voies de réformes futures pour le système monétaire international.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta, M. (1986). « L'écu et la vieille dame », *Economica*, septembre.

Alain, Jean (1990). *L'Écu, le SME et les marchés financiers*, Paris, Éditions d'organisations.

Alibert, Jacques (1992). « Rapport 1992 du PNUD sur le développement humain : une remise en cause expressive », *Marchés Tropicaux*, nº 2425, 1er mai.

Attali, Jacques (1988). « The Costs of Changing the International Moneraty System », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, Chicago, NBER, University of Chicago Press.

Auverny-Bennetot, Philippe (1998). *L'Euro*, Paris, Armand Colin.

Baldwin, Richard et Paul R. Krugman (1986). « Persistent Effects of Large Exchange Rate Shocks », *NBER Working Paper no 2017*, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Bank for International Settlements (1992). *Annual Report*, Bâle, 15 juin.

Banque de France (1990). « Le déséquilibre intracommunautaire de balance de paiement », *Problèmes Économiques*, nº 2-185, 25 juillet.

Bartel, Richard D. (1981). « The International Role of the Dollar », *Illinois Business Review*, vol. 38, nº 6, août, 5-11.

Bensaid, Jean et Nicolas Ponty (1991). « L'Union économique et monétaire : un nouveau contexte pour la politique économique », *Problèmes Économiques*, nº 2-246, 23 octobre.

Bergsten, Fred (1998). « Euro versus $ », *Revue Decision*, juin, p. 22-26.

Bergsten, C. et John Williamson (1983). « Exchange Rates and Trade Policy », dans William Cline (dir.), *Trade Policy in the 1980s*, Institute for International Economics, Washington.

Bichengreen, Barry (1999). *Toward a New International Financial Architecture : a Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics, Washington (D.C.).

Bilson, John F.O. (1978). « Rational Expectations and the Exchange Rate », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics Exchange Rate : Selected Studies*, Boston, Addison-Wesley Publishing Company.

Bird, Graham (1982). « Is an SDR Link Still Relevant for Developing Countries ? », *Banker*, vol. 13, nº 3, juin, p. 191-205.

Brookhouse, Roger (1981). « Gold is not a Cure-All », *Euromoney*, décembre, nos 153, 154, 156.

Bulletin de la Kredietbank (1988). « La libéralisation des mouvements de capitaux dans la Communauté européenne », *Problèmes Économiques*, nº 2-063, 24 février.

Bulletin de la Kredietbank (1992). « Les mouvements internationaux de capitaux dans les années 1980 », *Problèmes Économiques*, nº 2-285, 22 juillet.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Bulletin du FMI (1989). « Les mécanismes d'accès aux ressources du FMI », *Problèmes Économiques*, nº 2-146, 25 octobre.

Byrne, William J. (1982). « Evolution of the SDR, 1974-1981 », *Finance and Development*, vol. 19, nº 3, septembre, p. 31-35.

Camdessus, Michel (1994). « Global Changes Guide IMF Adaptations of Financing, Surveillance Functions », *IMF Survey*, 13 juin.

Camdessus, Michel (1998). « Opening Address at the Annual Meeting of the Board of Governors of the IMF », *IMF Survey*, vol. 27, 19 octobre.

Cameron, Rondo (1991). *Histoire économique du Monde*, Paris, Références Larousse.

Canterbery, E. Ray et Jeff Madura (1982). « Commercial Use of the SDR », *Columbia Journal of World Business*, vol. 17, nº 4, p. 11-16.

Canzoneri, Mathew et Patrick Minford (1988). « When International Policy Coordinations Matters : An Empirical Analysis », *Applied Economic*, vol. 29.

Chari, V.V. et Patrick Kehoe (1940). « International Coordination of Fiscal Policy in Limiting Economies », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 3, juin.

Cohen, Daniel (1989). « The Costs and Benefits of a European Currency », dans Marcello de Cecco et Alberto Giovanni (dir.), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge, Cambridge University Press.

Cohen, Daniel et Charles Wyplosz (1989). « The European Monetary Union : An Agnostic Evaluation », dans Ralph Bryant *et al.* (dir.), *Macroeconomics Policies in an Interdependent World*, Washington, IMF.

Commission des Communautés européennes (1991). *Qu'est-ce que le SME ?*, Luxembourg, Office des publications officielles des Communautés européennes.

Commission des Communautés européennes (1992). *Traité sur l'Union européenne*, Luxembourg, Office des publications officielles des Communautés européennes.

Commission des Communautés européennes (1996). *L'europe… Questions et réponses*, Bruxelles, juin.

Commission des Communautés européennes (1998). « Euro 1999, Rapport sur l'état de convergence en vue du passage à la troisième phase de l'UEM », *Problèmes économiques*, nº 2-573, 17 juin.

Commission des Communautés européennes (2000). *Euro coins, From Design to Circulation*, Bruxelles, nº 37, mai.

Cononi, Rachel et Rebecca Hellerstein (1994). « 50 Years After Bretton Woods : What is the Future for the International Monetary System : An Overview », *New England Economic Review*, juillet-août.

Cooper, John (1987). « The SDR as an Artificial Currency Unit », *Accountancy*, vol. 99, nº 1125, mai, p. 72-74.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cooper, Richard N. (1986). « Economic Interdependencies and Coordination of Economic Policies », dans Richard Cooper, *Economic Policy in an Interdependent World*, Cambridge, MIT Press.

David, J.H. (1984). « Système monétaire européen : un succès incontestable », *La Revue Banque*, nº 436, février.

De Boissieu, Christian (1991). « Les avantages de l'Union économique et monétaire », *Problèmes Économiques*, n° 2-214, 27 février.

De Boissieu, Christian (1992). « L'Union économique et monétaire », *Regards sur l'Actualité*, n° 180, avril.

De La Serre, Françoise (1992). « Le traité d'Union européenne », *Regards sur l'Actualité*, n° 180, avril.

Delmas-Marsalet, Jacques (1988). « Le Grand Marché financier européen à l'horizon 1992 », *Problèmes Économiques*, n° 2-063, 24 février.

Delors, Jacques (1989). *Rapport du Comité d'étude sur l'Union économique et monétaire*, Luxembourg, Office des publications officielles des Communautés européennes.

Devereux, Michael B. (1990). « International Cooperation, Pre-commitment and Welfare », Bruxelles, *International Economic Review*, vol. 31, n° 2, mai.

Devereux, Michael B. (1992). « Does a Monetary Union Require International Fiscal Policy Coordination ? », *The Economic and Social Review*, vol. 23, nº 1, octobre, p. 35-54.

De Vires, Margaret (1968). « The Magnitude of Exchange Devaluations », *Finances and Development*, vol. 5, nº 2, 2e trimestre, p. 8-12.

Dobson, Wendy (1996). « Comments », *The future of the SDR in Light of Changes in International Financial System*, édité par Mursa Michael, James Boughton et Peter Isard, Washington, FMI.

Dobson, Wendy (1999). « What To Do With the IMF ? », *Policy Options*, juillet-août, p. 37-42.

Documentation européenne (1984). *L'écu*, Périodique 6, Luxembourg.

Dornbusch, Rudiger (1986). « Flexible Exchange Rates and Excess Capital Probility », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 209-226.

Économie européenne (1992). « Écu officiel, écu privé : fonctionnement et rôle d'une devise originale », *Problèmes économiques*, nº 2-274, 7 mai.

Eichengreen, Barry (1990). « One Money for Europe ? Lessons from the US Currency Union », *Economic Policy*, vol. 10, avril.

Eichengreen, Barry (1999). *Toward a New International Financial Architecture : A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, Institute for International Economics.

Eichengreen, Barry, James Tobin et Charles Wyplosz (1995). « Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance », *The Economic Journal*, janvier.

Emerson, Michael et C. Huhne (1991). « L'écu », *Economica*, janvier.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ernst et Young et l'Association pour l'Union monétaire de l'Europe (1990). *L'écu, monnaie du succès européen*, Paris, Les Éditions d'Organisation.

Feldstein, Martin (1987). « The End of Policy Coordination », *The Wall Street Journal*, vol. 9, novembre.

Feldstein, Martin (1998). « Refocussing the IMF », *Foreing Affairs*, vol. 77, nº 2, mars-avril.

Fieleke, Norman S. (1994). « The International Monetary Fund 50 Years After Bretton Woods », *New England Economic Review*, septembre-octobre.

Fisher, Stanley (1998). « The Asian Crisis and the Changing Role of the IMF » in *Finance/Development*, vol. 35, nº 2.

FMI (1984). « Exchange Rate Variability and World Trade », Occasional Paper nº 28, Washington, IMF Research Department, juillet.

FMI (1984). « L'évolution institutionnelle du FMI », dans *Finances et développement*, vol 21, nº 3, septembre.

FMI (1991). « Les DTS : l'évolution de l'instrument créé par le FMI », *Bulletin*, septembre.

FMI (1999). *Annual Report*, Washington.

FMI, *International Financial Statistics*, *Yearbook*.

FMI, *Bulletin*, divers numéros.

Frankel, Jeffrey A. et Katharine Rockett (1988). « International Macroeconomic Policy Coordination when Policy Makers do not Agree on the True Model », *American Economic Review*, vol. 78, juin, p. 318-340.

Frankel, Jeffrey A. et M. Goldstein (1991). « Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union », *IMF Staff Papers*, 38.

Frenkel, Jacob A. (1978a). « A Monetary Approach to the Exchange Rate : Doctrinal Aspects and Empirical Evidence », dans Jacob Frenkel et Harry Johnson (dir.), *The Economics of Exchange Rates : Selected Studies*, Boston, Addison-Wesley Publishing Company.

Friedman, Milton (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates » dans Milton Friedman (dir.), *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, p. 157-203.

Froot, K.A. et K. Rogoff (1991). « The EMS, the EMU, and the Transition to a Common Currency », *NBER Working Paper 3684*, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Gaillard, Michel (1997). « 1957 : le traité de Rome est-il une invention américaine ? » *L'Histoire*, nº 208, mars, p. 68-73.

Ghosh, Atish R. et Paul Masson (1988). « International Policy Coordination in a World with Model Uncertainty », IMF Staff Papers, vol. 35, nº 2, juin.

Gill, Louis (1983). *Économie mondiale et impérialisme*, Montréal, Boréal Express.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Giovannini, A. (1990). « European Monetary Reform : Progress and Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2.

Girton, Lance et Don Roper (1981). « Theory and Implication of Currency Substitution », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 13, février, p. 12-30.

Godet, Michel (1990). « Europe 1993 : le rêve et la réalité », *Problèmes Économiques*, n° 2-164, 28 février.

Gold, Joseph (1978). « Premiers effets du deuxième amendement », *Finances et développement*, septembre.

Gold, Joseph (1981). « The Origins of Weighted Voting Power in the Fund », *Finance and Development*, vol. 18, nº 1, mars, p. 25-28.

Gold, Joseph (1982). « Gold in International Monetary Law : Change, Uncertainty, and Ambiguity », *George Washington Journal of International Law and Economics*, vol. 15, nº 2, p. 323-370.

Gold, Joseph (1982). « Development of the SDR as Reserve Asset, Unit of Account and Denominator : A Survey », *George Washington Journal of International Law and Economics*, vol. 16, nº 1, p. 1-64.

Gold, Joseph (1983). « Relations Between Banks' Loan Agreements and IMF Stand-by Arrangements », *International Financial Law Review,* septembre, p. 28-35.

Griffith-Jones, Stephany (2000). « Towards a New Financial Architecture : The Management of Crises », dans José Antonio OCampo, Stefano Zamagni, Ricardo French-Davis et Carlo Pietrobelli (dir.), *Financial Globalization and the Emergin Economies*, Santiago (Chili), ECLAC.

Hall, H.E. (1984). « A Free Market Policy to Stabilize the Purchasing Power of the Dollar », dans B.N. Siegel (dir.), *Money in Crisis*, Cambridge, Ballinger.

Hamada, K. (1976). « A Strategic Analysis of Monetary Interdependence », *Journal of Political Economy*, vol. 84, nº 4, août.

Harrigan, Patricia et Ian M. Clark (1981). « A Promising Start for Streamlined SDRs », *World Business Weekly*, vol. 4, nº 4, février, p. 51-52.

Hayek, Friedrich A. (1978). *Denationalization of Money*, Londres, The Institute of Economic Affairs.

Heinonen, Kerstin (1985). « The Role and Future of the SDR », *Kansallis-Osake-Pankki Economic Review*, p. 23-27.

Henning. C. Randall (1996). « Political Economy of the Bretton Woods. Institutions : Adapting to Financial Change », *The World Economy*, vol. 19, mars, p. 173-193.

Henriot, Alain (2000). « Les vrais raisons de la faiblesse de l'euro », *Problèmes Économiques*, nº 2-671, 28 juin.

Heywood, John (1980). « The Banks Led the Way in Simplifying the SDR », *Euromoney,* décembre, p. 71-72.

Hillard, Brian (1983). « The Commercial SDR Since the Simplified Basket », *Banker,* vol. 133, nº 683, p. 79-81.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Hoffmeyer, Erik (1992). *The International Monetary System*, Amsterdam, North-Holland.

Horne, J. et P. Masson (1988). « Scope and Limit of International Economic Operations and Policy Coordination », IMF Staff Papers, vol. 35, nº 2, juin, p. 259-296.

Huang, Roger D. (1981). « The Monetary Approach to the Exchange Rate in an Efficient Foreign Exchange Market : Tests Based on Volatility », *Journal of Finance*, vol. 36, nº 1, p. 31-41.

Johnson, Harry G. (1970). « The Case for Flexible Exchange Rate, 1969 », *Federal Reserve System of St. Louis Review*, vol. 52, p. 12-24.

Jurgensen, P. (1991). *Écu, naissance d'une monnaie*, Paris, JC Lattès.

Kaldor, Nicholas (1978). « The Effect of Devaluation on Trade in Manufactures », dans Nicholas Kaldor, *Further Essays on Applied Economics*, Londres, Duckworth.

Kaldor, Nicholas (1989). « How Monetarism Failed », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance,* Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe Inc.

Karamouzis, Nicholas (1986). « Should We Return to Fixed Exchange Rates ? », *Economic Impact – A Quarterly Review of World Economics*, vol. 53, janvier.

Kareken, J.H. et N. Wallace (1978). « Danger : Too Much Turbulence », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance*, Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc.

Kareken, J.H. et N. Wallace (1981). « On the Indeterminancy of Equilibrium Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*, p. 207-222.

Kaufman, George (1973). *Money, the Financial System, and the Economy*, Chicago, Rand McNally College Publishing.

Kaufman, Pascal (1999). *L'euro*, 2e édition, Paris, Dunod.

Kehoe, J. Patrick (1987). « Coordination of Fiscal Policies in a World Economy », *Journal of Monetary Economies*, vol. 19, mai.

Kehoe, J. Patrick (1989). « International Policy Coordination among Benevolent Governments may be Indesirable », *Review of Economic Studies*, vol. 85, juin.

Kenen, Peter B. (1992). *EMU After Maastricht*, Washington, Group of Thirty.

Khaber, Régis, Christian Parisot et Jean-Louis Mourier (2000). « Pourquoi l'euro est-il faible par rapport au dollar ? », *Problèmes Économiques*, nº 2-671, 28 juin.

Khan, Mohsin S. (1990). « The Macroeconomic Effects of Fund-Supported Ajustment Programs », *IMF Staff Papers*, vol. 37, Washington, IMF, juin, p. 195-231.

Kindleberger, Charles (1990). *Les mouvements internationaux de capitaux*, Paris, Dunod.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Krueger, Anne (1998). « Whither the World Bank and the IMF ? », *Journal of Economic Literature*, vol. 36, nº 4, p. 1983-2000.

Krugman, Paul R. et Maurice Obstfeld (1991). *International Economics, Theory and Policy*, 2e édition, New York, Harper Collins.

Kydland, F.E. et E.C. Prescott (1977). « Rules and Rather than Discretion : the Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, juin, p. 473-491.

Laffer, A.B. (1980). *Resintatement of the Dollar : The Blueprint*, Rolling Hills, A.B. Laffer Associates.

Lamfalussy, Alexandre (1985). « The Changing Environment of Central Bank Policy », *American Economic Review*, vol. 75, nº 2.

Lanyi, Anthony et Esther C. Suss (1982). « Exchange Rate Variability : Alternative Measures and Interpretation », Staff Papers, Washington, IMF.

Lapan, H.E. et W. Enders (1983). « Rational Expectations, Endogenous Currency Substitution, and Exchange Rate Determination », *Quarterly Journal of Economics*, août, p. 427-439.

La documentation française (1998). *Les traités de Rome, Maastricht et Amsterdam, textes comparés*, Paris, La documentation française.

Le Cacheux, Jacques (2000). « L'euro, monnaie internationale », *Cahiers Français*, nº 297, Paris, La Documentation Française, juillet-août.

Le Cacheux, Jacques et François Lecointe (1988). « Les contradictions du système monétaire européen », *Problèmes Économiques*, nº 2-071, 20 avril.

Le Cacheux Jacques, Catherine Mathieu et H. Sterdyniak (1992). « Maastricht : les enjeux de la monnaie unique », *Problèmes Économiques*, nº 2-274, 7 mai.

Lee, Peter (1991). « Ecu Bonds, Pioneer of Currency Union », *Euromoney*, janvier.

Lelart, Michel (1988). *Les opérations du Fonds monétaire international*, 2e édition, Paris, Economica.

Lelart, Michel (1994). *La construction monétaire européenne*, Paris, Dunod.

Lenain, Patrick (1993). *Le FMI*, Paris, Éditions La Découverte.

Leroux, François (1988). *Marchés internationaux de capitaux*, chapitre sur « L'environnement monétaire international », Sainte-Foy, Presses de l'Université du Québec, p. 19-31.

Lucas, Robert et Nancy Stokey (1983). « Optimal Monetary and Fiscal Policy in an Economy Without Capital », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12 juillet, p. 55-93.

Marston, Richard C. (1988). « Exchange Rate Coordination », dans Martin Feldstein, *International Economic Cooperation*, Chicago, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

McKinnon, Ronald (1979). *Monnaie et finance dans l'échange international*, *Principes,* Paris, Bonnel.

McKinnon, Ronald (1984). *An International Standard for Monetary Stabilization*, Washington (D.C.), Institute for International Economic.

McKinnon, Ronald (1988). « Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nº 1, hiver, p. 83-103.

Melvin, Michael (1985). « Currency Substitution and Western European Monetary Unification », *Economica*, vol. 52, février, p. 79-91.

Minton-Beddoes-Zanny (1995). « Why the IMF Needs Reform », *Foreign Affairs*, mai-juin, p. 124-133.

Moore, Basil (1989). « Is the Money Stock Really a Control Variable ? », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance,* Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc.

Mundell, Robert (1981). « Gold Would Serve Into the 21st Century », *Wall Street Journal*, 30 septembre.

Mundell, Robert (1992). « The Global Ajustment System », dans M. Baldassarri, J. McCallum et R. Mundell (dir.), *Global Disequilibrium in the World Economy*, New York, St. Martin's, p. 351-464.

Mussa, Michael, James M. Boughton et Peter Isard (dir.) (1996). *The Future of the SDR, in Light of Changes in International Financial System*, Washington, FMI.

Nyahoho Emmanuel (2000). « Proposals for Reforming the International Monetary Fund : A Review », *The Journal of Social, Political and Economic Studies*, vol. 25, n° 4, hiver.

O'Brien, Richard (1995). « Who Rules the Wold's Financial Markets ? », *Harvard Business Review*, mars-avril.

OCampo, José Antonio (2000). « A Broad Agenda for International Financial Reform », dans José Antonio OCampo, Stefano Zamagni, Ricardo French-Davis et Carlo Pietrobelli (dir.), *Financial Globalization and the Emergin Economies*, Santiago (Chili), ECLAC.

OCDE (1987). *L'écu*, Paris.

OCDE (1992). *OECD Outlook*, 51, juin.

OCDE (2001). *Perspectives économiques de l'OCDE*, nº 69, Paris, juin.

Orr, Bill (1982). « Future Prospects for Private SDRs », *ABA Banking Journal*, vol. 74, nº 4, avril, p. 23-128.

Oudiz, G. et J. Sachs (1984). « Macroeconomic Policy Coordination Among the Industrial Economies », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 1-75.

Paul, R. et L. Lehrman (1982). *The Case of Gold*, Washington, Cato Institute.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Pauls, Dianne (1990). « US Exchange Rate Policy : Bretton Woods to Present », *Federal Reserve Bulletin*, novembre.

Polak, S.S. (1976). « Le Fonds après la Jamaïque », *Finances et développement*, juin.

Pool, John C. et Steve Stamos (1987). *The ABCs of International Finance*, New York, Lexington Books.

Pozo, Susan (1984). « Composition and Variability of the SDR », *Review of Economics and Statistics,* vol. 66, nº 2, mai, p. 308-314.

Pozo, Susan (1987). « The ECU as International Money », *Journal of International Money and Finance*, vol. 6, nº 2, juin, p. 195-206.

Raux, Jean (1992). « De la CEE à la Communauté européenne : ce qui change dans le traité de Rome », *Regards sur l'Actualité*, nº 180, avril.

Rapoport, Carla (1988). « Will the Yen Push Aside the Dollar ? », *Fortune*, 5 décembre, p. 158-160.

Revue 7 Jours Europe (1992). « UEM : l'Accord de Maastricht », *Problèmes Économiques*, nº 2-261, 5 février.

Ricardo, David (1953). *The Principles of Political Economy and Taxation*, Londres, J-M Dent & Sons Ltd, 1re publication 1911.

Riggs, A.R. et Tom Velk (1999). « The Tobin Taxe : A Bad Idea Whose Time Has Passed », *Policy Options*, juillet-août.

Rogoff, Kenneth (1985a). « Can International Monetary Policy Cooperation Be Counter-Productive », *Journal of International Economic*, vol. 38, nº 3/4, mai.

Rogoff, Kenneth (1985b). « Can Exchange Rate Predicability Be Achieved Without Monetary Convergence : Evidence from the EMS », *European Economic Review*, vol. 28, p. 93-115.

Rogoff, Kenneth (1990). « Bargaining and International Policy Cooperation », *American Economic Review*, vol. 80, nº 2, mai.

Romer, C. et D. Romer (1990). « New Evidence on the Monetary Transmission

Mechanism », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1.

Schor, Armand-D. (1987). *Le système monétaire européen, Que sais-je ?* nº 2225, 2e édition, Paris, Presses universitaires de France.

Schwart, Anna (1987). « Prospects of an International Monetary System Constitution », *Contemporary Policy Issues*, vol. 5, avril.

Sengupta, Arjun (1986). « Allocation of SDRs Linked to Reserve Needs », *Finance and Development*, vol. 23, nº 3, p. 18-21.

Siroën, J.M. (1991). *Le désordre monétaire international*, Paris, Hatier.

Solomon, Anthony (1989). « New Strategies for the Federal Reserve ? », dans Robert Guttmann (dir.), *Reforming Money and Finance,* Institutions and Markets in Flux, E. Sharpe inc.

Soros, George (1997). « Avoiding a Breakdown », *Financial Times*, vol. 31.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Stiglitz, Joseph (1999). « Must Financial Crises Be this Frequent and this Painful ? », *Policy Options*, juillet-août.

Suzuki, Yoshio (1990). « Autonomy and Coordination of Monetary Policy in a Global Economy Order », *Cato Journal*, vol. 10, nº 2, automne.

Swoboda, Alexander (2000). « Beyond Bretton Woods : What International Monetary and Financial System for the Twenty-first Century », dans José Antonio OCampo, Stefano Zamagni, Ricardo French-Davis et Carlo Pietrobelli (dir.), *Financial Globalization and the Emergin Economies*, Santiago (Chili), ECLAC.

Tabellini, Guido (1990). « Domestic Politics and the International Coordination of Fiscal Policies », *Journal of International Economics*, vol. 28, nº 3/4, mai.

The Economist (1988). « Quel avenir pour le FMI ? », *Problèmes Économiques*, nº 2-099, 16 novembre.

The Economist (1992). « A Ghastly Game of Dominoes », 19 septembre, p. 89-90.

The Economist (1994). « Bretton Woods Revisited : A Gift From the Cold War », 9 juillet, p. 69-75.

The Economist (1997). « Le plan Marshall, 50 ans après, serait-il utile aujourd'hui ? », *Problèmes Économiques*, nº 2-544, 26 novembre.

The World Bank (1999). *World Debt Tables 1999*, vol. 2, Washington, Banque mondiale.

Thimberlake, Richard H.S. *et al*. (1985). « The deregulation of Banking in the United States », *American Economic Review*, vol. 75, n° 2, mai, Papers and Proceedings, p. 97-113.

Thirlwall, A.I. (1988). « Les théories d'ajustement de la balance des paiements : Une analyse critique », *Problèmes Économiques*, nº 2-093, octobre.

Tobin, James (1978). « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, vol. 4, nº 3/4, juillet-octobre, p. 62-90.

Tobin, James (1982). « A Proposal for International Monetary Reform », essais dans « Theory and Policy », *Economics*, Cambridge, The MIT Press.

Tobin, James (1999). « Financial Re-Globalisation », *Policy Options*, juillet-août.

Triffin, Robert (1960). *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, Yale University Press.

Triffin, Robert (1964). « The Evolution of the International Monetary System : Historical Reappraisal and Future Perspectives », *International Finance*, nº 12, Princeton, Princeton Studies.

Triffin, Robert (1978). « Gold and the Dollar Crisis : Yesterday and Tomorrow », *Essays in International Finance*, nº 132, Princeton, Princeton University, décembre.

Tyley, Bob (1991). « Ecu Heads for the Top Three », *Euromoney*, supplément, mai.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Van Ypersele, Jacques (1989). *Le système monétaire européen*, Office des publications officielles des Communautés européennes.

Vittori, Jean-Marc (1992). « L'écu, concurrent du dollar ? », *Problèmes Économiques*, nº 2-256, 2 janvier.

Wallich, Henry C. (1981). « Dollar Strong in International Monetary System », *Commodity Journal*, vol. 16, nº 1, mars, p. 13-14.

Wallich, Henry C. (1982). « The Financial System : Gold and the Dollar », *Commodity Journal*, vol. 17, nº 2, mars-avril, p. 11-13.

Weil, Philippe (1990). « Currency Competition and the Evolution of Multi-Currency Regions », *Discussion paper 1508*, Boston, Harvard Institute of Economic Research, Harvard University.

White, Lawrence H. (1984). *Free Banking in Britain : Theory, Experience, and debates, 1800-1845*, New York, Cambridge University Press.

Williamson, John (1983). « International monetary arrangements », dans John Williamson, *The Open Economy and the World Economy*, New York, Basic Books, p. 333-391.

Williamson, John (1985). *The Exchange Rate System, Policy analyses in International Economics, vol. 5*, Washington, Institute for International Economics.

Williamson, John (1987). « Exchange Rate Management : The Role of Target Zones », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mai, vol. 77, nº 2, p. 200-204.

Wolfgang, Schröder (1989). « La politique de libéralisation des marchés de capitaux menace-t-elle la stabilité du système monétaire international ? », *Problèmes Économiques,* nº 2-155, 28 décembre.

Woodford, Michael (1990). « Does Competition Between Currencies Lead to Price Level and Exchange Rate Stability ? », National Bureau of Economic Research, *Working paper* nº 3441, septembre.

Wyplosz, Charles (1991). « Les implications budgétaires de l'union monétaire », *Problèmes Économiques*, nº 2-214, 27 février.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

CHAPITRE 6

L'endettement extérieur

La communauté financière internationale a été secouée au cours de l'année 1982 lorsque le Mexique, l'un des débiteurs importants des banques, a annoncé son intention de ne plus respecter les échéances de remboursement de sa dette extérieure. Les banques eurent à se poser cette question cruciale : comment se mettre à l'abri de ces nouveaux risques ? Le FMI se demanda, lui : comment préserver la stabilité du système monétaire ? Afin d'apporter des éléments de réponses à ces deux questions, nous convenons d'exposer ici certains indicateurs de l'ampleur de l'endettement extérieur des pays en voie de développement (PVD), par zone géographique. Nous nous interrogerons sur l'origine de cette crise d'endettement tout en mettant en relief les facteurs historiques. Nous terminerons en nous penchant sur les solutions à la crise et sur les perspectives se dégageant à l'aube du XXI^{e} siècle.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1. L'ENVERGURE DE LA DETTE DES PVD

1.1. Définition et particularités de la dette

Afin de pallier l'absence d'une définition généralement acceptée de la dette d'un pays, un groupe de travail (créé en 1984) propose celle-ci[1] :

> La dette extérieure brute est égale au montant, à une date donnée, des engagements contractuels en cours et ayant donné lieu à versement des résidants d'un pays vis-à-vis de non-résidants, comportant obligation de remboursement du principal avec ou sans paiement d'intérêts, ou de paiements d'intérêts avec ou sans remboursement du principal (OCDE, 1988).

De cette définition se dégagent deux attributs de la relation de la dette : le montant dû et l'obligation contractuelle. La Banque mondiale est l'organisme dont les publications régulières sur l'endettement extérieur font autorité sur le sujet. Exposons succinctement l'approche suivie par cet organisme international[2].

Le stock de dette est décomposé en trois grandes parties. La première comprend la dette de long terme (dette de plus d'un an de maturité) et qui distingue celle contractée ou garantie par les autorités publiques et celle engagée par le secteur privé. La deuxième catégorie constitue les prêts effectués auprès du FMI, soit dans le cadre des programmes d'ajustement structurel, soit des prêts du fonds de fiducie, ou des facilités de crédit, mais n'incluant pas les droits de tirage sur les réserves. Il s'agit, en fait, des prêts consentis par le FMI aux pays ayant des difficultés d'ajustement de la balance des paiements. Enfin, la troisième catégorie est constituée de dette de court terme (moins d'un an de maturité). Les données compilées par la Banque mondiale proviennent des rapports effectués sur les pays membres du FMI qui ont reçu des prêts de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) ou des crédits de l'Association internationale de développement (IDA), lesquels rapports sont complétés par les fichiers de la Banque mondiale et du FMI. De plus, pour les dettes de court terme, les données estimées proviennent des publications de la Banque des règlements internationaux (BRI) et de l'OCDE.

1. Il s'agit du groupe formé de la Banque mondiale, du FMI, de la Banque des règlements internationaux (BRI), et de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE).
2. Voir notamment « Global development Finance » qui auparavant était publié sous le titre « World debt tables » par la Banque mondiale.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La Banque mondiale classifie les pays endettés à partir de deux ratios : *i)* le ratio de la valeur présente du total du service de la dette (intérêt et paiement de capital) sur le PNB ; *ii)* le ratio de la valeur présente du total du service de la dette sur les exportations. Dans sa classification des pays pour l'année 2001, la Banque mondiale calcule le ratio de la valeur présente du service de la dette de 1999 qu'on divise par la valeur moyenne sur les trois années de 1997, 1998 et 1999 du PNB ou des exportations. Une valeur critique de ces deux ratios sert à classifier les pays. Ainsi, un pays est dit sévèrement endetté, si le ratio de la valeur présente du service de la dette sur le PNB est de plus de 80 % et que celui du service de la dette par rapport aux exportations dépasse 220 %. Un pays dont les ratios n'excèdent pas les 3/5 de ces valeurs critiques est considéré modérément endetté (soit 48 % par le ratio sur le PIB et 132 % par rapport aux exportations). Si les deux ratios sont inférieurs aux 3/5 de la valeur critique, le pays est alors classifié comme légèrement endetté. Chacune de ces trois catégories (sévèrement, modérément, légèrement endetté) comprend deux subdivisions selon le niveau de revenu : faible revenu et revenu moyen. Un pays est de revenu faible si son PNB per capita de l'année 1999 est inférieur ou égal à 755 $; celui de revenu moyen a un PNB per capita se situant entre 756 $ et 9 265 $. Ainsi, on distingue six groupes de pays : sévèrement endetté et faible revenu : sévèrement endetté et revenu moyen ; modérément endetté et faible revenu ; modérément endetté et revenu moyen ; légèrement endetté et faible revenu ; légèrement endetté et revenu moyen. Sur cette base de classification, pour 2001, on compte 33 pays dans la première catégorie (pour la plupart des pays d'Afrique sub-saharien, et de l'Asie de l'Est et du Pacifique) ; 10 pays dans la 2e catégorie, 19 dans la 3e catégorie, 24 dans la 4e, 9 dans la 5e et 41 pays dans la dernière catégorie (Banque mondiale, 2001, p. 41), soit un total de 137 pays. Presque tous les pays de l'OCDE ne figurent pas dans cette liste de pays endettés à l'exception du Mexique, de la Turquie, la République de Corée et de la Pologne.

Si les procédures d'estimation de la situation de dette apparaissent fiables et objectives, il en va autrement de leur interprétation dans une perspective comparative. La Banque mondiale précise « *Debt stock are a mix of apples and oranges* ». On y souligne le caractère hétérogène des prêts : montant du principal, taux d'intérêt, période de maturité, fréquence des paiements, période de grâce, monnaie libellée. Le recours au calcul de la valeur présente nette de la dette ne facilite guère l'analyse comparative, car il faut bien préciser le taux d'escompte approprié sans ignorer le problème de fluctuations des taux de change. Il importe alors de voir à une analyse de la dette en misant sur sa composition et, surtout, sur son évolution intertemporelle, plutôt que de s'attarder sur son niveau absolu.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1.2. Le choc des chiffres

De près de 600 milliards de dollars au début des années 1980, la dette extérieure totale des PVD accuse une croissance annuelle ininterrompue pour légèrement dépasser le cap de 2 500 milliards de dollars en 2000 (voir tableau 6.1). Deux faits retiennent l'attention à l'examen du tableau : la proportion grandissante de la dette de long terme au détriment de celle de court terme et le niveau encore relativement élevé de la dette publique, c'est-à-dire celle suportée ou garantie par l'État.

Un autre indicateur d'importance du phénomène de la dette à ne pas négliger est le transfert net de ressources des pays prêteurs vers les PVD (tableau 6.2). Ce transfert net de ressources, équivalant aux lignes de crédit obtenues durant une période, soustraction faite du service de la dette (principal et intérêt), a une valeur négative depuis la crise de 1982. Cette diminution spectaculaire de transfert net s'est, au demeurant, accentuée en 1985 quand les paiements à titre de service de la dette ont dépassé les 100 milliards de dollars. Malgré ces paiements, les PVD sont encore aujourd'hui débiteurs de plus de 2 500 milliards de dollars.

Le fardeau de la dette extérieure peut s'apprécier par leur proportion du PNB (tableau 6.3). Ce ratio, évalué à 18 % en 1980, a presque doublé en l'espace d'une décennie pour se situer aux environs de 38 % dès la seconde moitié de 1990 et amorce à nouveau une légère reprise à la hausse et atteint le seuil des 40 % en 1999. Les statistiques disponibles pour l'an 2000 indiquent une baisse de ce ratio d'endettement à 37 % ; mais on peut se demander si, une fois ces statistiques revisées, la tendance observée à la hausse du ratio tend à se maintenir. Par ailleurs, une proportion très significative des exportations est encore accaparée par le service de la dette (environ 18 % entre 1990 et 2000). L'endettement extérieur présente dès lors des signes de crise structurelle et durable, avec néanmoins une intensité variable selon les régions géographiques.

L'Afrique au sud du Sahara présente les indicateurs de fardeau de la dette extérieure les plus défavorables (tableaux 6.3 à 6.5). Malgré que cette région ne détienne que 8 % du stock de dette totale en 2000, elle a un ratio de dette sur le PNB d'environ 66 %, comparativement à un ratio de 38 % pour l'Amérique latine et les Caraïbes – cette dernière zone accapare près de 31 % de la dette totale. Ce sont les pays de l'Asie du Sud, de l'Est et du Pacifique qui ont le fardeau d'endettement le moins élevé. Le tableau 6.6 montre les pays les plus endettés du monde selon la classification de la Banque mondiale. Bien que la liste des pays lourdement endettés varie d'une année à l'autre, certains pays dont l'Argentine, le

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Brésil, le Pérou, le Venezuela et le Nigéria y figurent de façon quasi permanente. En 1998, le pays à qui revient la palme de la dette est le Brésil (232 milliards de dollars), suivi de la Russie (184), du Mexique (160), de la Chine (155), de l'Indonésie (151) et de l'Argentine (144).

2. LES SOURCES PLÉTHORIQUES DE LA CRISE

Les indicateurs de dette extérieure des PVD révèlent sans contredit leur insupportable fardeau. Face à une situation aussi alarmante, il est naturel de chercher des explications, à commencer d'abord par des considérations d'ordre historique.

2.1. Perspective historique des défauts de paiements

Les faits historiques révélés par Saul (1993) méritent d'être ici rapportés. D'abord, transportons-nous à Athènes, vers le VI^e^ siècle avant Jésus-Christ. À côté des aristocrates de naissance que sont les Eupatrides, il y a des fermiers qui, endettés jusqu'au cou et ne pouvant plus honorer leurs obligations, se font esclaves. Le désespoir de ces derniers crée une instabilité économique et une révolution d'où émerge en héros national le citoyen Solon. D'après Saul, la première initiative prise par Solon, une fois au pouvoir, est d'effacer par décret les reconnaissances de dettes. Apparemment, cette décision d'annulation pure et simple a relevé la prospérité socioéconomique de la Cité. Le cas de la France sous Henri IV est également rapporté.

Vers 1600, la France, dit-on, est en ruine et croupit sous une dette colossale de 348 millions de livres. Le surintendant des Finances, le duc de Sully, met le pays en cessation de paiements, permettant ainsi au roi de reconstruire le pays. Thomas Jefferson, un des fondateurs de la nation américaine, moraliste de haut calibre et troisième président des États-Unis, appelle à une exonération de dettes. Saul nous rappelle que l'histoire des chemins de fer américains et de leur système capitaliste est une série de cessations de paiements, et ce, particulièrement durant les années de panique de 1837, 1857, 1892-1893 et 1907.

Les échanges de biens et services sont au cœur des relations entre les individus d'une société et entre les sociétés elles-mêmes. Les migrations démographiques ressortent comme une constante historique en vue de s'assurer des biens et services indispensables à la vie. Ces mouvements peuvent être temporaires (nomades, pilleurs…), basés sur le troc, ou alors permanents (sédentaires, colonisateurs). La découverte de l'Amérique (et par la suite son développement) amène les empires

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

coloniaux (France, Royaume-Uni, Espagne, Portugal) à diriger des capitaux vers le Nouveau Monde, tout comme vers les colonies d'Afrique, de l'Inde et de l'Asie du Sud. On ne se surprend guère si, dès le début du XIX^e siècle, les colonies et la plupart des nations nouvellement indépendantes s'endettent. Des cas de cessation de paiements s'observent ici et là.

TABLEAU 6.1
Dettes extérieures des PVD (en milliards de dollars)

Catégorie	1980	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	587	1460	2139	2229	2326	2536	2564	2527
Dette à long terme	436	1180	1654	1728	1786	2030	2078	2061
Envers le secteur public	365	1115	1432	1424	1412	1529	1542	1527
Envers le secteur privé	71	65	222	284	374	501	536	534
Dette à court terme	139	245	424	461	469	412	407	402
Utilisation des crédits du FMI	12	35	61	60	71	94	79	64

Les données sont arrondies.

Le nombre de pays endettés varie d'une année à une autre. Pour l'année 2000, il s'agit de 137 pays, dont 19 d'Asie de l'Est et du Pacifique, 28 d'Europe et d'Asie centrale incluant la Fédération de la Russie, 32 de l'Amérique Latine et des Caraïbes, 16 du Moyen Orient et de l'Afrique du Nord, 8 de l'Asie du sud et 47 pays de l'Afrique au Sud du Sahara, qui communiquent à la Banque mondiale des données relatives à la dette (système de notification de la dette-SND), ou dont les statistiques sont estimées par la Banque mondiale. (Voir pour plus de détails, la Banque mondiale : *Global development Finance*, chapitre « Sources and definitions », Washington (D.C.), divers numéros).

TABLEAU 6.2
Flux net de ressources – dette de long terme
(en milliards de dollars)

	1970	1980	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
À débourser	13	108	129	210	268	306	291	256	261
Total service de la dette	8	75	141	207	247	273	281	339	330
Principal	6	42	86	129	165	188	186	239	222
Intérêts	2	33	55	78	82	85	95	100	108
Transfert net	5	33	–12	3	21	33	10	–83	–69
Public ou garanti	4	30	–16	–21	–24	–18	–7		
Privé ou non garanti	1	3	4	24	45	51	17		

N.B. : Les données sont arrondies

Source : Banque mondiale, *Global development Finance*, Washington (D.C.), divers numéros.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 6.3
Ratios de la dette par région géographique (en pourcentage)

	Tous les pays			Asie de l'Est et Pacifique			Europe et Asie centrale			Amérique latine et Pacifique			Moyen-Orient et Afrique du Nord			Asie du Sud			Afrique au sud du Sahara		
	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000
Dette/PNB	18	31	37	20	30	33	–	13	46	34	45	38	22	46	31	16	32	26	23	63	66
Dette/Exportation	84	161	114	–	108	75	–	–	114	201	254	173	40	112	94	162	327	156	65	209	180
Service dette/Exportation	13	18	17	16	16	11	–	–	15	36	24	36	6	15	11	12	29	13	7	13	13
Intérêt/PNB	1,5	1,5	2	2	2	2	–	1	2	3	2	3	2	2	2	–	2	1	1	2	2
Intérêt/Exportation	7	8	6	–	6	4	–	–	5	19	12	12	3	5	5	5	16	5	4	6	4

Les données sont arrondies

Source : Banque mondiale (2001), *Global development Finance*, Analysis and summary tables, Washington (D.C.), p. 246-275.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 6.4
Structure de la dette par région géographique (en milliards de dollars américains)

	Tous les pays			Asie de l'Est et Pacifique			Europe et Asie centrale			Amérique latine et Pacifique			Moyen Orient et Afrique du Nord			Asie du Sud			Afrique au sud du Sahara		
	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000
Long terme	435	1180	2061	63	223	527	45	278	387	187	380	674	62	138	152	33	113	155	47	149	165
Public	365	1115	1527	52	196	357	33	173	292	145	355	429	61	136	147	33	111	145	42	144	157
Privé	70	65	534	11	27	170	12	5	95	42	25	245	1	2	5	–	2	11	5	5	8
Crédit FMI	12	35	64	2	2	22	2	1	22	1	18	9	1	2	3	3	5	2	3	7	7
Court terme	139	245	402	25	49	112	10	41	74	69	77	126	21	44	49	2	12	6	11	21	34
Total	587	1460	2527	90	274	661	57	220	483	257	475	809	84	184	204	38	130	164	61	177	206

N.B. : Les données sont arrondies

Source : Banque mondiale (2001), *Global development Finance*, Analysis and summary tables, Washington (D.C.), p. 246-275.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 6.5

Composition de la dette à long terme par principales devises – année 1999 (en pourcentage)

Devises	Tous les pays	Asie de l'Est et Pacifique	Europe et Asie centrale	Amérique latine et Caraïbes	Moyen Orient et Afrique du Nord	Asie du Sud	Afrique au sud du Sahara
Marks	6,3	1,9	17,6	4,6	4,4	4,1	4,3
Franc Français	3,0	1,3	2,1	1,0	8,9	1,4	9,9
Yen	12,6	26,2	6,2	5,8	13,8	17,0	6,7
Livre sterling	1,2	0,5	0,7	0,8	0,9	2,7	3,9
Dollar – US	56,0	54,7	57,7	67,0	37,1	49,6	50,4
Devises multiples	8,2	7,6	7,6	7,9	3,6	17,5	7,6
Autres devises	7,0	5,5	7,2	5,3	11,4	2,2	14,4

N.B. : Les données sont arrondies

Source : Banque mondiale (2001), *Global development Finance*, Analysis and summary tables, Washington (D.C.)

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 6.6
Les 25 principaux pays les plus endettés
(en milliards de dollars américains)

	Pays	Dette totale		Dette/PNB	Dette long terme/ dette totale	% sources privées de dette long terme
		1993	1998	1998	1998	1998
1	Brésil	143,8	232,0	31	87	85
2	Russie	111,7	183,6	69	79	53
3	Mexique	131,7	159,9	42	78	81
4	Chine	85,9	154,6	16	82	64
5	Indonésie	89,2	150,9	176	81	60
6	Argentine	65,3	144,0	49	75	81
7	Rép. Corée	47,2	139,1	44	68	86
8	Turquie	66,6	102,1	50	73	80
9	Inde	94,3	98,2	23	95	42
10	Thaïlande	52,7	86,2	76	69	69
11	Philippines	35,9	47,8	70	82	48
12	Pologne	45,2	47,7	30	87	35
13	Malaisie	26,1	44,7	65	81	88
14	Venezuela	37,5	37,0	40	90	86
15	Chili	20,6	36,3	48	79	93
16	Colombie	18,9	33,3	33	81	78
17	Pérou	23,6	32,4	53	74	33
18	Pakistan	24,5	32,2	53	89	17
19	Égypte	30,5	31,9	37	87	3
20	Algérie	26,0	30,6	66	93	32
21	Nigeria	30,7	30,3	79	78	26
22	Hongrie	24,4	28,6	62	83	90
23	Rép. Tchèque	9,3	25,1	45	61	93
24	Afrique du Sud	–	24,7	19	54	100
25	Viêt-nam	24,2	22,3	82	88	22

Source : Compilations de la Banque mondiale (2000), *Global development Finance*, country tables.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Comme le rapporte Barthélemy (1990), l'Empire ottoman est en cessation de paiements en 1875, imité par l'Égypte en 1876 et plus tard, en 1891, par l'Argentine qui répudie sa dette dont le service accapare près de 40 % de ses recettes d'exportation. La Première Guerre a contribué à renverser le flux des capitaux.

D'une situation débitrice, les États-Unis deviennent le principal créditeur envers les autres pays d'Amérique et des Caraïbes et aussi du Vieux Continent. Puis surviennent la grande crise économique de 1929 et les séquelles de la Seconde Guerre. Durant cette période (1929-1939), tous les pays d'Amérique latine, la plupart de ceux de l'Europe orientale, la Turquie et la Chine sont en défaut de paiement. L'Amérique redevenant très protectionniste, la crise d'endettement des pays mentionnés se généralisa. La fin du second conflit mondial consolide une fois de plus la suprématie américaine. Les pays d'Europe avec ou sans leurs colonies et le Japon ont non seulement des problèmes de déficit de leur balance de paiements, mais plus encore vivent des périodes de crise budgétaire. N'eût été du plan de sauvetage Marshall, les pays du Vieux Continent et le Japon auraient eu un endettement extérieur sans pareil dans les annales historiques[3]. Mais les PVD n'ont pas autant bénéficié de la générosité américaine, mêmes si leurs ressources, si maigres soient-elles, alimentent les métropoles dont ils dépendent. Les principaux bailleurs de fonds de l'après-guerre pensaient probablement qu'une Europe reconstruite aurait des effets d'entraînement favorables sur leurs colonies. De toute façon, une intervention directe des créditeurs américains, dans les pays placés sous mandat par les Nations Unies, n'était pas bien accueillie par les anciennes puissances impériales. L'accession de ces pays à l'indépendance n'allait pas arranger les choses sur le front de la dette, un outil précieux pour les métropoles en vue de s'attacher les récalcitrants. On estime que la dette des PVD, de 8 milliards de dollars en 1955, aurait doublé en 1960, pour passer à 36 milliards de dollars en 1967 et ensuite à 66 milliards de dollars en 1970 (rapporté par Barthelemy, 1990).

Melandri rapporte que : « Les Anglais ne cachent pas leur hostilité à une intégration économique poussée qu'ils considèrent comme une menace à leur souveraineté. Les Français s'indignent du traitement

3. À ce sujet, Pierre Melandri (1992) fait remarquer : « Le plan Marshall a ramené la prospérité dans l'Europe en ruines. À coup de milliards de dollars, il a aussi permis aux Américains de convertir l'Ouest au libéralisme économique. Réalisme ou générosité ? Le débat n'est pas clos. Mais, à l'heure des bilans, l'efficacité de l'aide Marshall n'est pas en cause : les anciens pays communistes qui, en 1947, refusèrent l'aide américaine, réclament aujourd'hui un nouveau plan… à leur profit. »

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

privilégié dont les Allemands leur paraissent bénéficier, s'inquiétant des efforts américains pour se gagner la sympathie, à travers des programmes particuliers, de la population des territoires d'outre-mer.[4] » Zantman (1990) estime que « l'endettement du tiers-monde n'est pas un fait nouveau : en faisant abstraction du mouvement international des capitaux du XIXe siècle, la dette actuelle remonte pour certains pays à l'immédiat après-guerre, en raison en particulier de l'aide accordée aux pays accédant à l'indépendance, et plus encore à la concurrence que se livrent au cours de la guerre froide, les puissances occidentales et le bloc socialiste. »

Ouvrons ici une parenthèse sur les activités du FMI en Russie. Après avoir déserté le Fonds au tout début de sa fondation, la Russie y adhère en avril 1992. Mais à peine sept ans après son accession au FMI, la Russie est devenue le deuxième pays le plus endetté en termes absolus. À eux seuls, les prêts octroyés par le FMI à la Russie entre 1992 et 1999 montent à 40 milliards de dollars. Toutefois, on constate que la situation économique de la Russie tarde encore à s'améliorer. Comme nous le rappelle Tremblay (2000), « Bien que ces programmes de prêts (du FMI) aient permis à la banque centrale de Russie de maintenir une politique monétaire restrictive, mettant en échec les risques de flambée de l'inflation et de dévaluation trop prononcée du rouble, ils n'ont pas contribué à imposer une politique fiscale raisonnable et à assagir les offices du Kremlin d'où la corruption semble indélogeable ». La Russie est ainsi parvenue à décréter un moratoire sur sa dette extérieure en août 1998 déclenchant une vague de spéculations sur des pays aussi fort endettés, tels que le Brésil. Soulignons ici que la générosité du FMI à l'égard de la Russie tranche avec sa politique de rigueur et d'intransigeance envers les autres pays endettés. Apparemment, on s'accorde pour dire que « soutenir la transition de la Russie à la démocratie est aussi importante qu'a pu être la dénazification de l'Allemagne au sortir de la deuxième guerre mondiale » (propos de Ariel Cohen (1995) du Think Tank American Heritage Foundation).

De cette brève considération historique, il se dégage que le phénomène de l'endettement extérieur n'est pas le propre d'un pays ou d'une région géographique. Le défi de la dette ne réside pas tellement dans son ampleur, plutôt dans les modalités de son règlement. Bien sûr, il faut

4. La répartition de l'aide Marshall était telle que le Royaume-Uni (24,4 %) et la France (20,3 %) ont été les principaux bénéficiaires, suivis de l'Italie (11 %), de l'ancienne RFA (10,1 %), des Pays-Bas (8,3 %) et des autres pays (25,9 %) – consulter Melandri. Le plan Dodge s'applique au Japon.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

se garder de ne voir que ces faits politiques d'accumulation de la dette. D'autres considérations socio-économiques méritent d'être mises en évidence. Certes, la diversité des comportements des pays débiteurs laissent entrevoir plusieurs causes à la crise, reliées les unes aux autres. Néanmoins, on peut distinguer deux autres explications principales : les causes externes et les causes internes.

2.2. Les causes externes et l'instabilité des marchés financiers

La crise globale des PVD, fréquemment réduite à celle de la dette extérieure, n'est pourtant qu'un des aspects d'une dégradation de la conjoncture économique mondiale. L'élément de déclenchement de la crise économique généralisée, dès le milieu des années 1970, serait la flambée des prix pétroliers. De 1973 à 1974, ces prix ont presque quadruplé (d'environ 2,50 $ à 10 $ le baril). Ce fut le premier choc pétrolier. Cette variation de prix ne tarde pas à produire une hausse de la facture pétrolière des PVD qui voient leur balance de compte courant déficitaire de 11 milliards de dollars en 1973 grimper à 37 milliards en 1974, puis à 46 milliards en 1975. La situation déjà critique de ces PVD n'attire pas l'attention durant cette deuxième moitié des années 1970, car les pays industrialisés ont réussi tant bien que mal à juguler l'inflation et à s'accommoder d'une légère croissance économique.

Les anticipations inflationnistes sont loin d'être maîtrisées, alors que le chômage emprunte une courbe ascendante. Par ailleurs, aussitôt que le deuxième choc pétrolier apparaît en 1979, l'inflation reprenant de plus belle, le président Volker du Federal Reserve System ne se perd pas en conjectures, il ressert les conditions de crédit. Tous les éléments semblent alors réunis pour une crise durable d'endettement. D'une part, la hausse des prix pétroliers amplifie un climat inflationniste dans les pays industrialisés et entraîne un niveau de chômage jamais atteint depuis la grande crise de 1929 ; ce qui contribue à faire chuter les exportations de biens et services des PVD. En même temps, la facture pétrolière de ces PVD augmente sensiblement, résultant en un enfoncement de leur déficit courant. D'autre part, la politique monétaire restrictive des États-Unis pousse les taux d'intérêt à des niveaux sans précédent. Le taux d'escompte passe de 11 % en août 1980 à 21,5 % en décembre 1980. Les effets de cette hausse du loyer d'argent sur l'endettement des PVD sont triples et intimement reliés.

Dans un premier temps, la hausse des taux d'intérêt attire les capitaux vers les pays industrialisés, en particulier vers les États-Unis qui voient leur monnaie s'apprécier. Ce flux de capital est tout à fait défavorable aux PVD. Par-dessus cet effet, l'appréciation du dollar augmente la

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

valeur de la dette des PVD, laquelle valeur est largement dénommée en cette monnaie. La détérioration des termes de change rend les importations des PVD beaucoup plus chères, sans effet favorable du côté des exportations. Enfin, les taux d'intérêt élevés favorisent le recours aux circuits bancaires par les investisseurs. Les pays de surplus commercial, notamment les pays producteurs de pétrole, ont une préférence pour la liquidité plutôt que pour les véhicules du marché de capitaux. La conjonction des deux ruptures (taux d'intérêt élevé et hausse des prix pétroliers) relance les activités bancaires. Toutefois, une ombre se profile au tableau pour ces institutions financières : le marché du prêt par les banques dans les pays industrialisés demeure comprimé par la diminution des activités économiques et par la persistance du chômage durant la crise de 1981-1982. Un redéploiement des prêts bancaires, soutenus par le recyclage des pétrodollars, s'opère vers les PVD. On aurait pu penser que les PVD étaient en position de négocier des conditions favorables de prêt, étant donné l'empressement des créditeurs. Loin de là. Les prêts s'effectuent généralement à court terme et au taux LIBOR variable quotidiennement. Les taux d'intérêt moyens de prêt passent de 5,3 % en 1970 à 9,4 % en 1980 ; ils ne chuteront véritablement qu'en 1985. Cette flambée des taux contribue à l'alourdissement des charges d'intérêt supportées par les PVD.

La montée soudaine du marché des eurocrédits dès le début des années 1980 est aussi révélatrice de la nature de la crise. Plusieurs PVD ont eu en même temps des facilités de crédits. Certes, la lenteur de la reprise des activités économiques au sein des pays industrialisés a favorisé le transfert des crédits vers les PVD. Cependant, on peut se demander si ce transfert ne cache pas un certain laxisme. À ce sujet, arrêtons-nous sur certaines pratiques de prêt des institutions financières américaines, telles que rapportées par Howard Wachtel (1986), cité par Pool et Stamos (1987, p. 84) :

> Le monde des opérations bancaires internationales est plein de jeunes dans la vingtaine agressifs, brillants mais sans expérience dans les prêts. Ils parcourent le monde comme des itinérants, remplissant des quotas de prêts, colportant des instruments financiers et menant une vie ostentatoire. Leurs patrons sont souvent brillants, mais ce sont des vice-présidents de 29 ans, désespérés et sans expérience, habillés chez Brooks Brothers, détenant une MBA de Wharton ou Stanford avec si peu de formation en crédit qu'ils auraient de la difficulté avec un simple acompte de prêts de détail […] Comme analyste de crédit domestique, on enseigne de maintenir un niveau raisonnable de garantie pour tous les prêts, à moins que l'emprunteur soit d'une intégrité impeccable. Comme agent de prêt international, on a enseigné d'oublier tout cela et de développer plutôt un ensemble de rationalités qui peuvent rendre le bureau-chef à l'aise avec son prêt, même si, techniquement, ce prêt est sans garantie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

De tels propos indiquent un manque de discipline et une absence d'évaluation de risque de non-paiement des pays débiteurs. Leroux observe que « les banques internationales ont fait pendant 10 ans une chasse effrénée aux pays ayant des capacités d'emprunt […] avec légèreté et une évaluation sommaire des risques ». Lindert évoque « l'instinct grégaire des investisseurs » ou la tendance à rejoindre le *troupeau* qui fait en sorte que les cadres des grandes banques se sont tous bousculés pour s'approprier de nouveaux prêts à des emprunteurs du tiers-monde. Ce comportement irrationnel du marché financier est une des causes de la crise d'endettement non pas de un ou de quelques pays, mais de presque tous les pays en voie de développement. La réaction du marché financier, face à la crise, est aussi brutale ; loin de la résoudre, elle l'enfonce plus que jamais. D'abord, du premier choc pétrolier jusqu'au début de 1982, le monde, y compris les organismes internationaux de prêts, tels le FMI ou la Banque mondiale, ne se préoccupe pas de la dette des PVD. N'ayant d'ailleurs pas beaucoup d'argent à prêter, le FMI se contentait, durant cette période, de canaliser les demandes de prêts des PVD, dont le compte courant devenait de plus en plus déficitaire, vers les banques commerciales qui s'empressaient de répondre ! Il a presque fallu l'écroulement économique du Mexique, en 1982, pour réveiller la conscience des pays industrialisés sur l'endettement des PVD.

Toutefois, la reprise des activités économiques de 1983 à 1986, suivie d'une baisse graduelle des taux d'intérêt et des prix pétroliers, donne l'espérance de pouvoir résorber cette crise d'endettement. Malheureusement, les séquelles de la crise de 1981-1982 prennent, pour les PVD, un caractère de plus en plus permanent. Avec la crise, les PVD ont vu leurs exportations chuter ; ils consacrent une partie substantielle de leurs revenus au paiement du service de la dette, reléguant ainsi les projets d'investissement productifs à plus tard. Du coup, l'alarme sonnée par le cas de défaut de paiement du Mexique a durci la position des investisseurs étrangers. Cette fois, la « stratégie du troupeau » va dans l'autre sens : retrait des institutions financières du marché du tiers-monde avec exigence faite aux débiteurs d'honorer les engagements déjà pris. La reprise économique, qui est déjà une réalité dans les pays industrialisés, tarde alors à se propager chez les PVD. Le marché financier réserve une autre préoccupation aux pays du Sud : le financement du déficit budgétaire américain.

De 58 milliards de dollars en 1981, ce déficit a presque doublé en un an, passant à 110,6 milliards : il ne cessa de s'accroître depuis lors, atteignant 236 milliards en 1992. L'administration républicaine de Ronald Reagan en est en partie responsable, en haussant les dépenses militaires tout en abaissant les taxes. Poussés par des taux d'intérêt élevés aux États-Unis, les investisseurs locaux et étrangers se sont rués

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

vers les bons du Trésor américain et vers les autres actifs émis pour le financement de cet énorme déficit. Le marché américain attire des capitaux étrangers d'autant plus que les banques commerciales, échaudées par la situation précaire des PVD, doivent procéder à un ajustement de portefeuille pour le rendre plus sécurisant. Bien entendu, ce déficit budgétaire s'est plus que résorbé vers la fin des années 1990. Mais la reprise récente des hostilités armées et l'urgence d'assurer une meilleure sécurité interne, au lendemain des événements de septembre 2001, ne manqueront pas déjà de relancer à nouveau le déficit budgétaire américain.

En conclusion de cette analyse, la crise globale de l'endettement des PVD semble s'expliquer par une conjoncture économique mondiale défavorable au cours des années 1980. Les deux chocs pétroliers, en eux-mêmes assez révélateurs d'un malaise persistant dans l'environnement international, la hausse des taux d'intérêt, l'instabilité du marché des changes, l'instinct grégaire des investisseurs et, enfin, la crise budgétaire des pays industrialisés, particulièrement celle des États-Unis, apparaissent comme des freins à une résolution durable du surendettement des PVD.

2.3. Les signes de crise structurelle plus spécifiquement intérieure

Une vision des choses suivant laquelle la dette des pays du tiers-monde tire également son origine d'une mauvaise gestion économique mérite d'être incorporée à l'analyse précédemment faite. Une des explications qui retient le plus souvent l'attention est celle qui considère le poids de la dette comme étant le résultat de dépenses publiques inconsidérées. En effet, les PVD sont caractérisés par une présence excessive de l'État, soit par le biais des sociétés d'État ou des entreprises publiques, soit par un contrôle direct sur des pans entiers de l'économie (transports, entreprises manufacturières, commerce, agriculture…). Au lendemain de l'indépendance, vers les années 1960, plusieurs sociétés ont été nationalisées, c'est-à-dire rachetées par l'État, cela contribuant à augmenter le fardeau de la dette. De plus, les PVD attirés par l'approche de gestion contracyclique pseudo-keynésienne, et surtout séduits par le chant des sirènes de la social-démocratie, se sont résolument abandonnés à des politiques budgétaires inflationnistes en imprimant de la monnaie ou en empruntant à l'étranger. Ainsi, l'inflation à trois chiffres est un phénomène assez courant dans certains PVD, particulièrement en Amérique latine, comme l'expliquait le premier chapitre.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Histoire de l'endettement : le cas du Brésil

Les problèmes d'endettement du Brésil ont préoccupé les marchés mondiaux de capitaux, et ce, depuis 150 ans. Une leçon de cette histoire est l'extraordinaire répétition des événements. Les mêmes thèmes, le même langage émergent chaque fois que les créditeurs ne veulent plus prêter amenant une crise de liquidité, des fonds d'aide, un moratoire et puis, bientôt, un nouveau prêt. Quelquefois, les événements sont précipités par des causes domestiques, comme à la fin du XIX^{e} siècle et, d'autres fois, une soudaine récession mondiale impose, sur la dette accumulée, un très lourd fardeau.

Lorsque le Brésil devient une république en 1889, la dette publique extérieure se chiffre déjà à 33 millions de livres sterling. Les principaux investisseurs/créditeurs, à ce moment et jusqu'en 1900, sont les Anglais qui détiennent plus de la moitié des investissements (dans les obligations du gouvernement, les chemins de fer et autres utilités publiques). Au début du siècle, le Brésil connaît une politique expansionniste : l'année suivant la déclaration d'indépendance, soit 1889, l'offre de monnaie double. Londres désapprouve cette politique, comparant le Brésil à l'Argentine. En 1891, le Congrès est dissout à la suite d'un différend important entre l'exécutif du gouvernement, qui veut augmenter l'offre de monnaie (inconvertible) et le Congrès qui demande de la réduire. Le Congrès va éventuellement voter la limitation de la politique expansionniste. La devise subit alors une rapide dépréciation, relançant le service de la dette qui double entre 1892 et 1894 et qui représente plus de 100 % du surplus commercial. Des ressources externes sont alors requises afin de rencontrer les paiements d'intérêt et l'amortissement. Avec une dette extérieure de près de 50 millions de livres sterling et les prix mondiaux du café qui chutent continuellement, le Brésil fait face à sa première crise d'endettement et met en place un fonds d'aide, en 1898.

Ce premier fonds d'aide visait à payer les intérêt sur la dette extérieure et sur le prêt interne (en or) de 1879, et cela, pour une période de 3 ans (moratoire). Les détenteurs d'obligations recevaient 5 % sur ces dernières au lieu du montant indiqué et stipulé en or. De plus, le gouvernement devait déposer dans trois banques étrangères de Rio de Janeiro, l'équivalent de ces obligations en monnaie à un taux de change de 18d le milreis (le milreis est l'unité monétaire du Brésil avant 1942, le d est l'unité fractionnaire du milreis). Cette monnaie devait être détruite, ou si le taux de change était favorable, utilisée afin d'acheter des devises étrangères à 18d le milreis et remis à Londres. Ainsi, le ministre des Finances du

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Brésil durant cette période considère le résultat de la création monétaire comme la seule cause de la crise. L'hebdomadaire anglais, *The Economist*, trouve l'explication trop simpliste et ajoute l'importance des larges déficits accumulés par le Brésil.

Le ministre des Finances, en suivant une politique monétaire restrictive et aidé par une augmentation des termes d'échange (surplus commercial attribué au boom du caoutchouc), stabilise le taux de change après 1903. Le coût : la récession économique. Mais, par la suite, le prix du café qui monte ainsi qu'une balance des paiements favorable attirent de nouveaux investissements. La période 1905-1910 s'annonce plus prospère. Mais, les innombrables déficits gouvernementaux accumulés et tant décriés par la communauté internationale (particulièrement les Anglais) mènent le Brésil vers une deuxième crise d'endettement et un deuxième fonds d'aide en 1914 : la dette publique se chiffre alors à 145 millions de livres sterling. Ce qui fait dire au ministre des Finances du Brésil « qu'en finance, l'essentiel est que les dettes soient payées avec des fonds obtenus de nouveaux prêts. Ce fut la règle pendant plusieurs années. Ce qui est nouveau maintenant, c'est que ce nouveau prêt est octroyé par les mêmes personnes auxquelles nous devons les intérêts non payés. »

La période de l'entre-deux-guerres est marquée par une augmentation dramatique du ratio du service de la dette (rapport du service de la dette publique sur les exportations de marchandises) et explique les problèmes de liquidité. En 1931, la dette est estimée à 250 millions de livres sterling (en 1930, 60 % des obligations contractées à l'étranger sont encore en livres sterling) soit, un milliard de dollars américains. Une troisième crise éclate, un moratoire et un troisième fonds d'aide tente de restructurer la dette.

Conformément aux dispositions des fonds d'aide de 1898, 1914 et 1931, les détenteurs d'obligations sont forcés d'accepter trois types d'abattements volontaires émanant de leurs demandes contractuelles. En 1934, un plan de réajustement rééchelonne les paiements du service de la dette à la baisse. En effet, antérieurement, durant les crises, un fonds d'aide était créé pour fournir des ressources additionnelles afin de satisfaire partiellement les créditeurs. Ici, c'était la première fois que les termes du service de la dette se voyaient unilatéralement réduits. En novembre 1937, il y a suspension complète des paiements, le Brésil désirant plus de temps afin de résoudre ses difficultés et transformer ses ressources potentielles. Ainsi, en 1943, le Brésil propose un plan de consolidation du service de sa dette. La presse américaine réagit avec sympathie

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

mais *The Economist*, revue anglaise, n'est pas de cet avis : le Brésil échappe à ses obligations depuis le début des premiers prêts accordés.

Ce plan offre deux choix aux créditeurs. Le plan A qui ne vise que la réduction du capital avec des taux d'intérêt qui passent de plus de 6,50 % à 3,37 % (et moins) avec provision d'un fonds de réserve. Le service de la dette représente alors de 2,9 % à 5,1 % de la dette totale par année. Le plan B propose que pour chaque obligation originale de 1 000 $ les détenteurs reçoivent en liquide entre 75 $ et 175 $, une nouvelle obligation de 800 $ (ou 500 $ selon le cas) et un taux réduit à 3,75 %. L'obligation n'a pas de maturité fixe, mais est associée à un fonds de réserve. Le service de la dette, avec ce plan, représente alors 6,4 % de la dette totale par année.

Encore une fois, les Américains et les Anglais sont en désaccord quant au meilleur plan. Le plan A, laissant la dette intacte, est préféré par les Anglais et le B par les Américains. En 1946, 78 % des créditeurs acceptent le plan proposé par le Brésil : 22 % des créditeurs optent pour le plan A et 56 % pour le plan B. Ainsi, après 1943, le prix d'une obligation (assujettie, par exemple, au plan A : intérêts ajustés à la baisse (3,375 %) avec une maturité étendue jusqu'en 1979) augmente en valeur suite à l'accord (la menace d'un reniement de la dette est atténuée), aux conditions favorables sur la balance extérieure (Deuxième Guerre) et à la perspective d'une dépréciation des devises européennes (valeur extérieure de la dette brésilienne baisse envers ces créditeurs).

Au début des années 1950, le Brésil enregistre de gros déficits commerciaux causés par des importations (de matériel durant la guerre de Corée) et principalement financées par des arriérés commerciaux (refinancés l'année suivante par des prêts à court et moyen terme). La dette extérieure en 1953 est alors de 1 milliard de dollars américains (double par rapport à 1946). Après la guerre, les déficits commerciaux sont presque toujours négatifs (en pourcentage du PIB). Le Brésil a alors recours massivement aux capitaux étrangers afin de financer une industrialisation ambitieuse. Jusqu'en 1961, les flux de capitaux augmentent rapidement, les investissements et les crédits des fournisseurs également. L'instabilité politique et une dette qui a doublé par rapport à 1955 plongent le Brésil dans une autre crise. Comme la situation économique se détériore, les flux de capitaux cessent. La Banque mondiale n'autorisera aucun prêt de 1960 à 1964. On rééchelonne la dette et de nouveaux crédits sont disponibles après le coup militaire de 1964.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

La crise de 1982 caractérisée par des taux d'intérêt élevés, des prix réels des produits agricoles bas et un dollar fort venait ajouter, une fois de plus, aux difficultés du Brésil. Une nouvelle stratégie (*Mudding through strategy*) sera initiée, cette fois par la Federal Reserve, le FMI et le Trésor américain avec comme principale hypothèse que cette crise ne soit que passagère et qu'une meilleure cote de crédit reviendrait vite. Mais leur scénario de 1982 ne s'est pas révélé juste : les taux d'intérêt n'ont pas baissé autant et aussi vite que prévu à cause du déficit budgétaire américain. Enfin, il y a un eu problème de transfert inattendu (mais bien connu historiquement) qui résulte de la tentative de transférer des ressources, représentant une part importante du PIB, des débiteurs aux créditeurs. Mentionnons aussi la faible cohésion actuelle du cartel des créditeurs, devenus plus hétérogènes. Cela ne veut pas dire que la politique brésilienne est sans faute, mais comme le dit si bien un ministre des Finances du Brésil : « Les dettes ne se payent pas, elles se passent. »

Source : E.A. Cardoso et R. Dornbusch (1989), « Brazilian Debt Crises : Past and Present, dans B. Eichengreen et P.H. Lindert (dir.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, MIT Press, p. 106-139.

Or, la hausse des prix nourrit les anticipations salariales et conduit à brève échéance à un manque de compétitivité. Il s'ensuit une baisse des exportations et un élargissement du déficit du compte courant. Les tentatives d'instaurer un contrôle des prix et des salaires ne donne pas les résultats espérés pour deux raisons essentielles. Les prix de bon nombre de produits sont déjà administrés, c'est-à-dire fixés par des organismes étatiques. Le contrôle des salaires est perçu comme une mesure impopulaire. Par ailleurs, les politiques de subventions de prix sur des produits de consommation de base ont pour effet de décourager les productions locales au profit des importations (notamment les produits agricoles). La hausse des prix de certains produits importés est rarement transmise aux consommateurs, mais plutôt supportée par le gouvernement. L'inflexibilité des prix pour les consommateurs, qui n'est qu'une illusion, entraîne un lourd fardeau pour le gouvernement qui voit ses recettes diminuer et ses dépenses sans cesse croître. Le déficit budgétaire ainsi créé demande un nouveau financement : le cycle recommence. La mainmise de l'État sur l'économie ne va pas sans créer des problèmes quant à la gestion efficace des ressources (décisions de production et recherche de productivité).

Nous avons soulevé un peu plus haut le fait que des prêts ont été accordés à des PVD sans une évaluation appropriée de l'usage des fonds et du risque associé. Certes, les investisseurs ont payé cher cette imprévoyance, mais il demeure que les pays débiteurs impliqués sont aussi à

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

blâmer pour n'avoir pas canalisé les fonds obtenus vers des investissements productifs. On peut mentionner, à cet égard, des projets économiquement non rentables tels que la construction d'une raffinerie de pétrole qui est aussitôt fermée par manque de disponibilité de pétrole brut, la construction d'un complexe hôtelier de grand luxe sans aucun rapport avec le flux touristique interne ou externe, une flotte de camions de transport de marchandises qui devient inutilisable par manque de pièces de rechange ou par défaut d'entretien préventif. Nous passons sous silence les problèmes de détournements de fonds, de hausse des coûts des projets sans justification objective, d'ostentatoires dépenses somptuaires et, bien sûr, l'armement.

Les causes de la dette plus spécifiquement interne aux PVD peuvent être aussi reliées à la structure des exportations. Bon nombre de pays du tiers-monde dérivent leurs revenus d'exportation d'un seul ou de quelques produits du secteur primaire ou agricole. Les pays producteurs de pétrole (Nigéria, Mexique, Venezuela, Moyen-Orient…) dépendent presque exclusivement du pétrole. Les pays du sud de l'Afrique exportent soit du café, soit du cacao, des arachides, du coton ou des produits minéraux (cuivre [Zaïre], or [Ghana, Afrique du Sud], phosphate [Togo, Maroc…]). Les Caraïbes exportent principalement du sucre et des bananes, en marge du tourisme. De façon générale, les pays producteurs de matières premières et de produits agricoles ont peu d'influence sur les prix de ces produits qui sont le plus souvent fixés par les marchés de la demande des pays industrialisés. Les fluctuations de ces prix ont une incidence directe sur le compte courant des PVD. Dembinski (1989) précise que[5] :

> Les PVD ont cherché durant les années 1970 à maîtriser les prix mondiaux en constituant des cartels de producteurs de matières premières, mais en vain car, apparemment, toute tentative de manipulation des prix encourage à long terme les consommateurs à se trouver d'autres substituts.

L'indice des prix des matières premières, en termes réels, a subi depuis 1975 une baisse significative. On comprend aisément que les pays non exportateurs de pétrole accumulent des déficits du compte courant par suite de la détérioration des termes d'échange. La revue *Inter-Mondes* (1989), à propos de l'évolution du prix des matières premières, disait que « Le tiers-monde vend… pas cher ». (voir tableau 6.7)

5. Dembinski rapporte les propos de Delmas qui considère « qu'une règle simple à retenir est que deux tiers des PVD non exportateurs de pétrole dépendent des produits de base pour plus de deux tiers de leurs exportations, et deux fois sur trois encore, ces pays très dépendants le sont de trois produits ou plus ».

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> L'Amérique latine exporte deux fois plus dans les années 1980 que dans la décennie précédente. Mais ses revenus d'exportation ont baissé de 5 % en moyenne par année depuis 1981. Pour acheter un tracteur en 1960, la Côte d'Ivoire devait vendre 3 tonnes de bananes. En 1970, elle devait en vendre 10 tonnes et en 1988, elle doit en vendre 20 tonnes. Entre 1980 et 1987, les pays (Afrique, Caraïbes, Pacifique) liés à l'Europe par la convention de Lomé ont perdu 147 milliards de dollars du fait des fluctuations des cours des matières premières.

Les PVD souffrent d'une autre crise structurelle, en partie corollaire à la présence excessive de l'État, celle de la fragilité de leurs marchés financiers. D'une part, la faiblesse de l'épargne intérieure ne permet pas de soutenir des activités boursières (actions, obligations), d'où le recours tant des entreprises que du secteur public au financement extérieur.

D'autre part, sur le marché domestique, l'État pratique une politique de taux d'intérêt assez bas afin de financer les entreprises, la plupart étant sous contrôle public (c'est une sorte de subventions déguisées). Les investisseurs potentiels, locaux ou étrangers, sont dès lors attirés par des rendements sur capital plus élevés que les pays industrialisés peuvent leur offrir. À cette réalité s'ajoutent des mesures de contrôle souvent restrictives dont l'interdiction aux nationaux d'acheter des actifs étrangers et des devises étrangères sans la permission du gouvernement ou la difficulté de convertibilité des devises : un système de change multiple se caractérisant par des ventes de devises étrangères à bon marché pour l'importation des biens d'équipement et à vil prix pour les produits de luxe (voitures haut de gamme, matériaux de construction…). Les conséquences de ces contrôles sont dramatiques : elles amènent la fuite des capitaux (tableau 6.8).

Le cas du Mexique retient particulièrement l'attention. Selon Pool et Stamos (1987), la Morgan Guaranty Trust aurait estimé que la dette du Mexique, n'eût été de la fuite des capitaux, ne se serait élevée qu'à 12 milliards de dollars en 1985 et non à 96 milliards de dollars. La situation débitrice du Venezuela aurait été nettement renversée puisqu'il est estimé que la fuite des capitaux représente 115 % de la dette effective de ce pays au cours de l'année 1985.

En conclusion, l'endettement des PVD signale la désarticulation de l'ordre économique international et reflète aussi, à bien des égards, le dérapage des politiques budgétaires inflationnistes. Dans ce contexte, les solutions économiques d'inspiration néolibérale ne manqueront pas de stimuler. Mais avant de traiter de ce sujet du redressement de la dette, il importe d'examiner brièvement le cas du Mexique, pays détonateur de la crise.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

TABLEAU 6.7
Évolution du prix de certains produits de base

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1997	1998	1999
Cotton (cents/kg)	314	290	252	257	284	192	182	179	161	139	113
Caoutchouc (cents/kg)	377	234	162	124	198	111	86	133	94	69	61
Tabac (cents/kg)	8 391	5 858	4 287	4 075	3 161	3 807	3 392	2 214	3 256	3 222	2 922
Cacao (cents/kg)	285	169	269	276	362	329	127	120	149	161	110
Café, robusta (cents/kg)	270	323	369	298	450	386	118	232	160	175	144
Café, arabica (cents/kg)	446	464	457	319	481	471	197	280	385	286	221
Pétrole ($/bbl)	8	7	5	23	51	40	23	14	18	13	17
Phophate ($/mt)	65	60	44	148	65	49	41	29	38	41	42
Huile de palme ($/mt)	1 102	1 262	1 036	961	810	730	290	527	504	644	421
Maïs ($/mt)	209	255	233	265	174	164	109	104	108	98	87
Bananes ($/mt)	692	735	659	546	526	554	541	373	477	470	360

Source : Banque mondiale (2000), *World development Indicators*, Washington (D.C.), p. 324-325.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

2.4. Défaut de paiement du Mexique : un cas d'espèce

Au mois d'août 1982, le Mexique annonce à la communauté financière qu'il n'est plus en mesure de rencontrer ses obligations et déclenche par le fait même la crise globale d'endettement dont il est encore aujourd'hui difficile d'appréhender l'impact réel. L'effet de surprise de ce défaut de paiement est d'autant plus élevé qu'il s'agit d'un pays aux potentiels économiques imposants. Le Mexique est le plus grand pays hispanophone du monde (d'une superficie de 2,0 millions de kilomètres carrés et avec une population de 98 millions d'habitants), voisin des États-Unis, il jouit d'un marché intérieur important et d'une main-d'œuvre scolarisée et compétente (Atlaseco, 1988). Le taux d'analphabétisme, de 25,8 % en 1970, a nettement diminué au cours des années pour se situer à 9,7 % en 1988. La scolarisation du troisième degré passe de 6,1 % en 1970 à 15,7 % en 1988. Le Mexique est un très riche pays minier, produisant de l'argent, du cuivre, du zinc et du fer. Selon Atlaseco :

> […] avec 143,5 millions de tonnes en 1987, le Mexique se situe au quatrième rang mondial des producteurs de pétrole. Ses réserves sont aussi les quatrièmes du monde […] La production du gaz naturel est plus modeste et atteignait 26 milliards de mètres cubes en 1986 […] et il existe une industrie de sous-traitance à vocation exportatrice vers les États-Unis dénommée « maquiladoras[6] ».

Pourtant, malgré ses atouts et la manne pétrolière, le Mexique est, parmi les pays du tiers-monde, le troisième plus gros débiteur (derrière le Brésil et la Russie). La dette extérieure du Mexique, d'environ 7 milliards de dollars au début des années 1970, suit une courbe ascendante dès 1975 pour atteindre les 167 milliards de dollars en 1999.

D'autres indicateurs économiques du Mexique sont simplement accablants : une croissance annuelle moyenne négative du PNB réel de près de 4 % durant la première moitié des années 1980, suivie d'une baisse de 5 % en 1986 ; un taux de chômage de près de 50 % pour cette même année ; une inflation vertigineuse à deux ou à trois chiffres de 1981 à 1986. Bref, toute une décennie qui est perdue. Que s'est-il donc passé ? Les explications majeures de ce malaise économique souvent rapportées sont : « un système de parti quasi unique paralysant, une croissance démographique incontrôlée, […] une chute des recettes pétrolières » (Atlaseco, 1988). Selon cet organisme, les exportations du

6. Les maquiladoras sont des entreprises qui importent des pièces détachées et, profitant des écarts de salaires entre les États-Unis et le Mexique, en font l'assemblage et réexportent les produits finis vers les États-Unis (OCDE, 1988).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

pétrole, de 16,3 milliards de dollars en 1985 (soit 8,3 % du PNB), passent à 6,3 milliards de dollars en 1986 (5 % du PNB). Cette baisse de revenu d'exportation, imputable à la chute des prix pétroliers, explique sans doute la situation précaire du Mexique en matière de règlement de la dette accumulée ; mais elle ne constitue pas l'élément déclencheur de la crise d'endettement.

TABLEAU 6.8
Estimé des fuites nettes de capitaux (en milliards de dollars)

	Total	**1976-1982**	**1983-1985**
Amérique latine			
Argentine	26	27	(1)
Bolivie	1	1	0
Brésil	10	3	7
Équateur	2	1	1
Mexique	53	36	17
Uruguay	1	1	0
Venezuela	30	25	6
Autres pays			
Inde	10	6	4
Corée	12	6	6
Malaisie	12	8	4
Nigéria	10	7	3
Philippines	9	7	2
Afrique du Sud	17	13	4

Source : Pool et Stamos (1987), p. 56.

Tout au contraire, la flambée des prix pétroliers du deuxième choc a assuré d'importantes rentrées de devises au Mexique. C'est donc dans les facteurs sociopolitiques qu'il faut chercher les causes de la crise de la dette. Les régimes politiques à l'œuvre au Mexique méritent d'être pris en compte. De 1968 à 1976, le président Luis Echeverria entreprend des réformes caractérisées par un accroissement du secteur public, l'amélioration de l'éducation et les affaires urbaines. Une loi est votée en 1973 pour renverser le contrôle des investissements étrangers, ce qui a amplifié la fuite des capitaux. Le premier choc pétrolier, en 1973, affecte négativement le Mexique qui, à cette époque, est un importateur net de pétrole. Le gouvernement accumule ainsi des déficits budgétaires pour faire face à des obligations qu'il s'est lui-même créées.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Puis survient l'ère du président Jose López Portillo (1976-1982). La manne pétrolière arrive avec la découverte du pétrole en 1977. De 1977 à 1981, alors que les exportations tirées du pétrole augmentent de 9 % par année, les importations augmentent beaucoup plus proportionnellement (24 %). C'est la belle époque avec hausse sans précédent des dépenses publiques et une balance commerciale de plus en plus déficitaire. Selon Reisen et Von Trotsenburg (1988), le déficit budgétaire du Mexique en pourcentage du PIB passe de 7,6 % en 1980 à 14,6 % en 1981 et à 17,8 % en 1982. Le taux d'inflation a plus que doublé en un an ; de 28 % en 1981 à 59 % en 1982 et à 102 % en 1983. Le gouvernement López introduit une mesure de dévaluation en 1981, laquelle ne fait qu'accélérer le processus de fuite des capitaux. En septembre 1982, Carlos Tello est nommé gouverneur de la Banque centrale et s'embarque aussitôt dans des politiques nationales : suppression de la convertibilité du peso, contrôle des importations et des changes, nationalisation des banques au Mexique et, comme le rapporte Pool et Stamos, opposition aux prescriptions économiques néolibérales du FMI ; Tello devait démissionner plus tard.

Vers la fin de l'année 1982, un nouveau gouvernement se forme sous la présidence de Miguel de la Madrid (1983-1986) : c'est le début des politiques d'austérité budgétaire et d'adoption de la politique du FMI. Le gouvernement « suit une triple politique, pourrait-on dire ; d'une part de privatisation, d'autre part de plus grande vérité des prix, enfin de réduction du déficit budgétaire » (Atlaseco). Ainsi, le président Miguel de la Madrid annonce au *Figaro,* le 14 avril 1987, la privatisation de 655 entreprises d'État sur un total de 1 155. Aussi, sous la pression du FMI, le Mexique devra abandonner le contrôle des changes et s'assurer du retour du peso au régime flottant, en plus de rembourser 20 milliards de dollars de dette encourue entre août 1982 et décembre 1984 pour avoir droit à un prêt additionnel de 5 milliards de dollars du FMI.

Le fardeau de ce programme d'ajustement ne se fera pas attendre : baisse du déficit global, de 17,8 % du PIB en 1982, à 8,5 % en 1983 et à 6,2 % en 1984 (Reisen et Von Trotsenburg, 1988) ; chute des importations, persistance d'un haut niveau d'inflation ; faiblesse du peso sur le marché financier et, surtout, accumulation de dette à la faveur des fuites de capitaux et du durcissement de la position des créditeurs financiers. Les salaires réels ont continuellement chuté : d'un indice de 100 en 1982 à environ 60 en 1986, demeurant à ce niveau depuis lors. Il n'en fallait pas plus pour que le slogan « *¿Que nos pasa ?* » (« Qu'est-ce qui nous arrive ? ») devienne populaire dans tout le pays au dire de Pool et Stamos. Dès 1986-1987, un programme de sauvetage (dont nous traiterons plus loin), toujours parrainé par le FMI, est mis à la disposition du Mexique.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Les successeurs de Miguel de la Madrid ont tôt fait d'appliquer les solutions libérales : ouverture de l'économie mexicaine, déréglementation, désengagement du secteur public. La revue *The Economist* observe :

> Une des économies les plus protectionnistes au monde est devenue l'une des plus ouvertes ; un des gouvernements les plus dépensiers au monde est devenu l'un des plus économes. M. Carlos Salinas, le président du Mexique, entame de moderniser l'économie par la déréglementation, la privatisation et des réformes fiscales.

Le nombre d'entreprises sous contrôle étatique passe de 1 200 en 1982 à 400 en 1989 ; les quotas d'importation sont remplacés par des tarifs qui sont à leur tour réduits ; en décembre 1989, il y a hausse de 300 % du prix de transport en métro, de 300 % des factures d'électricité, de 400 % de celles du téléphone (à noter que 30 % des Mexicains vivent sous le seuil de la pauvreté) ; le taux de taxation passe de 50 % en 1986 à 35 % en 1991… Enfin, le gouvernement Salinas poursuit les négociations pour intégrer le pays au traité du libre-échange Canada-États-Unis. Le Mexique a décidément effectué un virage de politiques économiques dans un sens vertueux (« *the road to the virtuous circle*[7] »).

3. PROGRAMMES DE RÉDUCTION DE LA DETTE : VERS UNE LIBÉRALISATION DES FORCES DU MARCHÉ

L'épuisement de la capacité des PVD à redresser leurs situations de crises budgétaires a donné lieu à un montage financier des créditeurs visant, pour l'essentiel, le remboursement accéléré de la dette. Certains n'hésitent pas à qualifier ces programmes d'ajustement de carcan, de frein au développement (CISO, 1988), de désordre (John Loxley, 1986), d'arbitrage entre la dette et la vie (CETIM, 1988)[8]. D'autres évoquent l'hypothèse d'« ajustement à visage humain » (Cornia *et al*., 1987), de solutions pensées par le Nord pour le Sud (Guy Lafleur, 1989) ou alors purement de la « magie du marché » (Bienefeld, 1990). Avant de partager ou de rejeter une telle vision des choses, il importe de faire ressortir les principaux éléments, les divers programmes d'allégement de la dette. Mais une observation préalable s'impose : celle du souverain endetté.

7. Voir Délégations commerciales du Mexique : *The Road to the Virtuous Circle : Mexico's Efforts and Achievements since 1982*, Montréal, Canada, 1992.

8. CISO est le Centre international de solidarité ouvrière tandis que CETIM est le Centre Europe tiers-monde.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3.1. La répudiation de la dette : mythe ou réalité

Les économistes Paul Krugman et Maurice Obstfeld ont assez bien résumé le concept du défaut de paiement du souverain (*sovereign default*) en se basant sur les travaux des pionniers Jonathan Eaton et Mark Gersovitz (1981) et Jeremy Bulow et Kenneth Rogoff (1989). La référence au *sovereign default* est tout à fait pertinente à la présente situation de crise d'endettement des PVD, largement contractée ou garantie par les gouvernements. Lorsqu'un particulier ou une entreprise ne peut faire face à ses obligations financières vis-à-vis de ses créanciers, ces derniers peuvent le faire traduire en justice et saisir ses actifs. Si, par contre, un gouvernement décide de ne plus rembourser ses dettes contractées auprès de créditeurs étrangers, les procédures de rétorsion s'avèrent plus complexes. D'abord, les créanciers ont-ils la capacité de faire traduire le gouvernement débiteur en justice ? Et devant quelle Cour faut-il le faire : celle du pays emprunteur, celle du créditeur ou devant la Cour internationale ? Qu'arrive-t-il si, une fois traduit en justice, le pays débiteur décide de passer outre les sommations à comparaître ? Faut-il avoir recours à l'armée, au risque de perdre la guerre ? C'est le sens même du risque de défaut de paiement d'un État, c'est-à-dire qu'un gouvernement peut décider d'arrêter de payer ses créanciers sans que ceux-ci aient de recours contre lui, sauf par des moyens indirects tels que la suppression des prêts, le gel des avoirs ou l'abstention de commercer. L'État souverain dispose ainsi de deux stratégies face à la dette : se conformer aux obligations ou leur résister.

Pool et Stamos rapportent que des observateurs, dont Fidel Castro et certains économistes du Massachusetts (dont Arthur MacEwan), s'attendaient à ce que le Mexique cesse unilatéralement les paiements de sa dette. Mais ce scénario n'a pas été suivi à cause des membres conservateurs du gouvernement mexicain et de la haute classe financière qui avaient tout à gagner de l'expansion et du service de la dette. Quoique le défaut de paiement puisse paraître avantageux pour un pays au bord du gouffre financier, il demeure que cette stratégie entraîne des conséquences difficilement calculables. Ainsi, un pays en défaut peut voir ses actifs gelés dans les pays créanciers ou même chez les pays tiers. Cette mesure de rétorsion s'avère par contre moins efficace si le pays débiteur s'empresse de rapatrier ses avoirs ou de disposer de ses actifs avant l'annonce du défaut de paiement. Cela semble être le cas du Pérou en 1986 qui a ramené au pays environ 700 millions de dollars d'avoirs en or et en argent qu'il détenait à l'étranger : cela avant de déclarer qu'il ne consacrerait plus que 10 % de son revenu d'exportation au service de la dette (une sorte de répudiation de la dette).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Une autre mesure punitive vise à exclure le pays débiteur en défaut du marché international des capitaux (prêts, actions, obligations). Le pays en question se retrouve sur la liste noire des principaux intermédiaires financiers à l'échelle mondiale et cette mesure touche autant le gouvernement que les entreprises privées, particulièrement le milieu financier domestique dont les activités ne peuvent subir que de fortes baisses. Enfin, le pays en défaut de paiement ne serait pas en mesure ni de vendre ni d'acheter de l'étranger de peur de voir ses avoirs gelés.

Krugman et Obstfeld ont également procédé à une analyse des avantages du défaut de paiement à partir de l'identité du transfert net de ressources, laquelle est exprimée par :

$$RT = L - S - O,$$

où RT : transfert net de ressources,
L : nouveaux prêts,
S : service de la dette (intérêt et principal),
O : autre mouvement de capitaux dont les fuites.

La tentation de répudier la dette est élevée advenant que le transfert net de ressources devienne négatif. Les auteurs concluent : « *A default occurs when the benefit of stopping payment on loans exceeds the perceived cost of violating loan agreements*. » Faisons remarquer que l'identité comptable de l'équation précédente ne fournit pas complètement les éléments du coût économique du défaut de paiement dont le détournement du commerce. Aussi, à l'heure des intégrations des économies, l'autarcie ne peut guère se concevoir. On peut même penser que le défaut de paiement risque d'amplifier les mouvements de fuite de capitaux ; il pourrait conduire à une déstabilisation du système financier du pays débiteur.

En résumé, le défaut du souverain s'avère être une possibilité théorique, mais difficilement concevable à l'heure des économies modernes. Les pays débiteurs sont donc confrontés à la nécessité de faire face aux obligations dont le fardeau est de plus en plus lourd.

3.2. Les initiatives pour un règlement de la crise : des prêts involontaires

La mise en place d'un cadre de règlement de la dette des PVD doit nécessairement rassembler les principaux groupes de créanciers, dont les banques privées, le Fonds monétaire international, la Banque mondiale de développement, les gouvernements des pays industrialisés créditeurs ainsi que d'autres institutions multilatérales, dont le Club de Paris et le Club de Londres.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3.2.1. Le Club de Paris et le Club de Londres

Le Club de Paris, formé en 1956 suite aux difficultés de paiement de l'Argentine, a pour but de voir à rééchelonner les dettes des pays débiteurs. Le Club n'est pas une organisation internationale et n'a pas une liste de membres, mais il constitue un forum où le pays débiteur et ses créanciers se rencontrent sous la supervision du Trésorier français. Trois principes guident les assises du Club :

- Le Club ne se penche que sur les cas de défaut imminent et, en règle générale, procède à un rééchelonnement des paiements dus sur une période de 12 à 18 mois. Le Club ne se prononce pas sur les besoins de nouveaux financements.
- Il ne se réunit que si le pays débiteur est déjà en accord avec le FMI pour la mise en œuvre d'un programme d'ajustement structurel.
- Chaque créancier présent au Club doit supporter une part du poids du programme de rééchelonnement équivalente à son exposition vis-à-vis du débiteur.

Le recours au Club de Paris s'est intensifié au fil des années : 26 réunions entre 1956-1978, 56 entre 1978-1984 et 68 entre 1984-1987 (Dembinski, 1989). En négociant en bloc, les créanciers s'assurent ainsi de diminuer la marge de manœuvre du débiteur. Le Club de Paris se caractérise aussi par un ensemble de pratiques et de procédures. D'abord, la demande de rééchelonnement par le pays débiteur doit contenir des informations sur la situation économique, les programmes d'ajustement déjà mis en place, la structure de la dette ainsi que les paiements dus par créancier et le détail de l'allégement demandé. Le pays débiteur présente la demande par un exposé formel aux participants (ministres des Finances ou des Affaires étrangères de chaque gouvernement, des observateurs des agences de crédit à l'exportation, du FMI, de la Banque mondiale, de l'OCDE ou des banques régionales de développement). La séance est présidée par le directeur du Trésor français. La suite de cette présentation nous est racontée par Vourc'h (1992, p. 16) :

> Les négociations proprement dites ne durent pas plus de 48 heures pour chaque pays débiteur. La première journée commence par un exposé formel du ministre des Finances du pays débiteur, qui reprend en fait exactement les informations communiquées dans sa demande écrite. Les observateurs des organisations internationales, en commençant par le FMI, interviennent ensuite. Dans un second temps, les créanciers se réunissent sans le débiteur. Sur la base du déficit de financement, à l'aide d'un tableau à deux axes (pays créanciers/paramètres de l'accord), ils déterminent une

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

première offre. Le Club de Paris fonctionnant sur la base du consensus, la première offre est souvent proche du plus petit dénominateur commun issu du tableau. Cette offre est communiquée à la délégation du pays débiteur par le président du Club. Le cycle de proposition et contre-proposition peut durer plus ou moins longtemps. Le résultat final des négociations est inscrit dans le procès-verbal agréé (*agreed minute*), où figurent les termes généraux du rééchelonnement que les participants recommandent pour les accords bilatéraux, qui sont négociés dans un second temps.

Le délai moyen pour la conclusion des accords bilatéraux est relativement long, sept mois environ. En fait, la principale variable qui n'est pas déterminée par le procès-verbal agréé et qui fait donc l'objet de chaque négociation bilatérale est le taux d'intérêt appliqué à la dette rééchelonnée, dit taux d'intérêt moratoire. Ceci s'explique par le fait que le coût du refinancement diffère dans chaque pays créancier. Le taux d'intérêt est en fait la variable qui permet d'assurer un partage du fardeau équitable entre les créanciers participant au Club de Paris. Le débiteur peut avoir à négocier plusieurs accords bilatéraux avec chaque pays créancier, avec les différents organismes. Parfois, si l'agence de crédit à l'exportation n'a pas les fonds nécessaires pour refinancer la dette d'origine, la Banque centrale du pays débiteur se voit accorder une ligne de crédit par la Banque centrale du créancier, aux termes fixés dans l'accord de rééchelonnement, et repaie avec ce nouveau crédit sa dette à l'agence de crédit à l'exportation. De telles procédures ne facilitent évidemment pas la tâche du débiteur, dont le service de la Banque centrale chargé de la gestion de la dette extérieure est le plus souvent débordé. Plus le délai entre la signature du procès-verbal agréé et celle de l'accord bilatéral est important, plus le débiteur accumule des intérêts à payer au taux initial, qui ne peuvent donc pas être répartis sur la période de consolidation.

Au procès-verbal de la réunion est incluse une clause de bonne volonté par laquelle les créditeurs consentent à considérer un allégement subséquent de la dette du pays lors d'une nouvelle réunion si le pays débiteur satisfait certaines conditions particulières. Dans le même esprit, une clause d'annulation y figure dans le cas où le pays débiteur ne satisferait pas certaines conditions spécifiques. Les critères de conditionnalité du FMI expliquent sans aucun doute ces types de clauses du procès-verbal.

Mentionnons également le Club de Londres qui n'a pas d'existence formelle, mais constitue des comités *ad hoc* réunissant les principales banques créditrices et le pays débiteur. Le Club de Londres vise à restructurer surtout la dette du secteur privé. Un comité-conseil de banques (*bank advisory committee* – BAC) composé d'environ une douzaine de représentants des banques et présidé par le représentant du banquier le plus important, négocie un accord de principe avec le pays débiteur. Cet accord, une fois conclu, doit être signé par chacune des banques créancières. Retraçons l'épisode des initiatives en faveur des PVD.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

3.2.2. Les réactions au déclenchement de la crise

Les réactions à la crise de la dette se comparent à une situation de panique générée par une faillite bancaire, c'est-à-dire que dans les deux cas, les créditeurs ou les épargnants ont tendance à se ruer vers les banques pour retirer leurs fonds. Dès l'annonce, en août 1982, par le Mexique de son incapacité à faire face à ses obligations de paiement de dette, un programme de rescapage lui a aussitôt été offert par la communauté financière sous le leadership du gouvernement des États-Unis. Il s'agit en fait d'un engagement du gouvernement américain de près de 3 milliards de dollars, dont 1 milliard préautorisé pour l'achat de pétrole, un autre milliard pour le financement des exportateurs de produits agricoles, 925 millions de dollars en prêt du Federal Reserve System ; un prêt de 1 milliard de dollars de la Banque des règlements internationaux ; un autre de 2 milliards de dollars offert par les agences de crédit à l'exportation des principaux pays créditeurs et, enfin, un engagement du FMI pour accorder un prêt de 3,7 milliards de dollars sur 3 ans (Sachs, 1988, p. 233-278).

L'objectif immédiat de ce programme est d'augmenter le degré de liquidité du Mexique pour qu'il puisse effectuer les paiements arriérés. Les nouveaux prêts, qui alourdissent le stock de dette, vont donc être utilisés au service de la dette. Le FMI impose, de surcroît, des conditions de saine gestion budgétaire et monétaire. Un an après, la crise mexicaine prend déjà un caractère durable et demande des solutions plus énergiques. C'est alors qu'un programme de rééchelonnement de la dette, conclu au sein du Club de Paris, est entériné. Les banques commerciales y participent, quoique timidement, sous la forme de prêts concertés, c'est-à-dire de prêts involontaires[9]. Ces prêts des banques sont de nouveaux crédits d'environ 5 milliards de dollars comportant aussi des rééchelonnements où l'on reporte le délai de paiement du principal et des intérêts. Pour le Mexique, sa situation d'endettement ne change pas véritablement, sauf dans sa composition qui varie dans le sens d'une substitution de la dette de long terme à la dette de court terme.

9. Le principe de prêts concertés vise à ce que chaque banque octroie de nouveaux prêts en proportion de ses prêts au pays au moment du déclenchement de la crise. Plus la banque est exposée, plus il lui est demandé d'ouvrir de nouvelles lignes de crédit. Le fardeau de cet ajustement pèse particulièrement sur les banques américaines dont Citicorp qui détient en 1982 3,6 milliards de dollars de dette du Mexique (soit 62 % de son capital), Bank of America (2,5 milliards de dollars ; 51 %), Manufacturers Hanover (1,7 milliards de dollars ; 52 %), Chase Manhattan (1,4 milliard de dollars ; 37 %) et Chemical (1,5 milliard de dollars ; 62 %).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Durant ce processus d'allégement de la dette du Mexique (devrions-nous dire de report de la dette), le FMI se découvre un rôle clé de coordination et de surveillance alors que l'abandon du régime de change fixe aurait pu précipiter son démantèlement. Il est devenu désormais l'organisme international qui établit le *menu* des programmes économiques des PVD ; ce menu est appelé programme d'ajustement structurel. Nous y reviendrons un peu plus loin. Un pays débiteur, désireux d'avoir des facilités de crédit des banques commerciales, des agences officielles, du Club de Paris ou du Club de Londres, aurait besoin de se plier d'abord aux conditions du FMI.

Des solutions appliquées au Mexique ont été étendues à d'autres pays, à savoir :

- conditions du FMI ;
- rééchelonnement de dette par les banques commerciales sans réduction de la valeur présente de la dette ;
- engagement du pays débiteur à respecter sans délai les obligations de paiement du service de la dette ;
- rééchelonnement des dettes des créditeurs officiels selon un accord au Club de Paris.

Quant aux responsabilités incombant aux pays industrialisés, ceux-ci devraient voir à encourager une croissance économique durable, à réduire les taux d'intérêt. Et, à condition que les PVD respectent leurs engagements et mettent à l'œuvre des ajustements structurels, de nouvelles lignes de crédits, qui leur sont destinées, seraient volontairement consenties par les banques commerciales.

Ce *package* envisagé par les pays industrialisés créditeurs vise à éviter un effondrement du système financier et à insuffler un regain de confiance. Mais deux ombres sont au tableau. La reprise économique amorcée dès 1983 dans les pays industrialisés n'améliore pas la situation déficitaire de la balance des paiements des PVD qui voient, tout au contraire, leur fardeau d'endettement s'alourdir. Pour leur part, les banques commerciales, soucieuses de redresser leur état de profitabilité, ont réduit leur engagement envers les PVD, ce qui explique la baisse significative, voire négative, du transfert net de ressources vers cette région géographique.

3.2.3. Le plan Baker de 1985 : instauration du PAS

Le secrétaire du Trésor américain, James Baker, présentait en octobre 1985, à Séoul, lors de l'assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, un programme baptisé pour l'occasion plan Baker visant à

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

alléger le fardeau de la dette des PVD. L'approche Baker comprend trois principaux aspects. Le premier repose sur l'application de l'économie de l'offre : les PVD verraient à réduire l'inflation, dynamiser le secteur privé, libéraliser les marchés, favoriser l'épargne domestique, procéder à des investissements efficaces et encourager les investisseurs étrangers. C'est, en somme, l'essence de ce qu'on appelle désormais le PAS ou le programme d'ajustement structurel.

Dans le cadre de ce programme, toute action budgétaire devrait viser à restreindre la consommation intérieure, accroître l'épargne afin que l'investissement productif puisse augmenter et, surtout, rationaliser davantage l'emploi des ressources. Les politiques budgétaires et monétaires doivent pouvoir corriger les déséquilibres internes et externes ; les mesures relatives aux taux de change doivent rendre les exportations plus concurrentielles, tandis que les mesures structurelles de libéralisation des prix doivent favoriser une allocation efficace des ressources.

Le deuxième aspect de l'approche Baker est la place privilégiée accordée au FMI et à la Banque mondiale. De l'aveu du secrétaire Baker « […] *emphasizing growth does not mean emphasizing the IMF. The IMF must develop new techniques for catalyzing financing in support of further progress* » (Aaronson, 1986). Le FMI est appelé à établir le « menu du programme d'ajustement structurel » selon le pays et à assurer sa surveillance. Le FMI a créé, en août 1986, la facilité d'ajustement structurel dotée de 2,7 milliards de DTS qui sera prêtée à long terme (10 ans) avec un intérêt symbolique de 0,5 % aux pays les plus lourdement endettés. En décembre 1987, le FMI créa la facilité d'ajustement structurel renforcé avec un budget de 6 milliards de DTS. La Banque mondiale, une institution auparavant très critiquée par le gouvernement américain pour ses opérations non rentables, voit également son rôle de prêteur augmenter. Plus spécifiquement, le plan Baker demande à la Banque mondiale de raccourcir les délais d'approbation des demandes de prêt, d'encourager des facilités de crédit orientées vers le secteur privé, de faciliter le processus de privatisation et d'augmenter les programmes de cofinancement avec les banques commerciales.

Enfin, le troisième aspect du plan Baker est d'inviter les banques commerciales à prêter davantage aux PVD. Le Plan suggère un montant de 20 milliards de dollars de nouveaux prêts en 3 ans, à consentir par les banques envers les pays lourdement endettés, mais il ne présente aucun détail spécifique quant aux engagements formels des banques. L'apport des banques, au lieu de 20 milliards de dollars sur 3 ans envers les pays les plus endettés, était plutôt négatif (–18 milliards de dollars en 1985, –19 milliards de dollars en 1986). Dembinski conclut que les banques ont fait la sourde oreille au plan Baker. Ainsi, les réactions à ce plan ne se sont pas fait attendre. Aaronson, dans son article, observe

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

que le génie du plan Baker réside dans son habileté à fournir quelque chose à tous les participants sans véritablement changer les règles du jeu du système financier international. Les principales banques du monde ont examiné le plan. Des discussions ont eu lieu au sein de l'Institut international de finances (IIF), un organisme à but non lucratif regroupant un peu plus de 185 banques au monde et qui examine la situation des pays et en fait l'analyse pour ses membres. Une rencontre des membres d'IIF, le 28 octobre 1985, mois de l'annonce du plan Baker, endosse ce plan, mais chaque banque conserve le privilège d'y répondre de sa propre initiative.

En d'autres termes, ni le plan lui-même ni l'assentiment de l'IIF ne contiennent des obligations pour les banques commerciales ; ce qui amène des réactions diverses au sein des banques. Aux États-Unis, en Belgique et en Suisse, aucune position n'a été prise par l'Association des banquiers, contrairement aux positions claires et favorables de ces Associations dans certains pays. En ce qui concerne les PVD, leur réaction face au plan Baker peut être comparée à un *soupir assez mitigé*. En cette fin d'année 1985, leur niveau d'endettement atteint un sommet jamais égalé auparavant, c'est pourquoi toute solution de règlement de cette dette ne peut être que favorablement accueillie. Le 17 décembre 1985, le consensus de Cartagène (11 pays des Amériques centrale et latine incluant le Mexique, l'Argentine, le Brésil, la Colombie, l'Uruguay et le Venezuela) émet un communiqué qui salue le plan Baker, tout en le trouvant inadéquat dans sa capacité de générer du financement.

En 1986, le Pérou décide unilatéralement de ne pas consacrer plus de 10 % de son revenu d'exportation au service d'intérêts sur la dette et, un peu plus tard, le 27 février 1987, c'est au tour du Brésil de suspendre le paiement des intérêts pour environ 9 mois. En Afrique, des moratoires sont décrétés sur le paiement de la dette ; le Nigéria, en 1985, ordonne un plafond de 30 % de ses revenus d'exportations au service de la dette ; la Zambie, en 1987, établit cette limite à 10 % de ses exportations (Guy Lafleur, 1990a,b).

Le plan Baker, en se fiant davantage aux programmes d'austérité, tient pour acquis que les sources de l'endettement sont principalement internes et structurelles aux PVD. Cette perception des choses soulève de nombreuses critiques. En premier lieu, elle sous-estime nettement l'importance des sources externes de la dette telles qu'exposées précédemment : fluctuations démesurées des prix pétroliers, chute des prix des matières premières de base, hausse des taux d'intérêt, conjoncture économique dans les pays industrialisés… Par ailleurs, Mantha (1990) reproche à la stratégie du PAS :

- son libéralisme dogmatique, son recours exclusif aux fonds du marché comme moteur du développement ;

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

- ses visées à court terme (redressement de la balance des comptes externes, accroissement de la capacité de remboursement des prêts, plutôt qu'à poser les bases d'un développement équitable et durable ;
- le caractère monétariste de ses préoccupations par l'adoption d'une politique monétaire et finale restrictive ;
- son arrogance ou son ignorance à l'égard des initiatives africaines ou celles de l'ONU pour relancer le développement en Afrique.

Pour Guy Lafleur, les PAS accroissent les inégalités de revenu en éliminant les services de base à la population (marché, éducation, logement), en exposant « les producteurs agricoles aux violentes fluctuations de prix internationaux ». Pour preuves, l'auteur cite le cas de la Côte d'Ivoire où l'application du PAS, visant à accroître les exportations de coton, a fait reculer la production des biens alimentaires, ou encore le cas du Sénégal où l'application du PAS touche moins les secteurs déjà nantis et la bureaucratie d'État.

L'économiste Manfred Bienefeld (1990) observe que le succès des nouveaux pays industrialisés (Corée, Taïwan, Singapour, Hong Kong) dérive davantage des stratégies fortement étatiques et diamétralement opposées à celles « de la magie du marché » prônée par la Banque mondiale et le FMI. Nous reviendrons un peu plus loin sur l'essence du programme d'ajustement structurel. Pour l'immédiat, poursuivons l'examen des autres solutions à la crise.

3.2.4. L'accord de Toronto

Lors du sommet économique de juin 1988 à Toronto, le Groupe des 7 (Canada, États-Unis, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Italie et Japon) a adopté des propositions, plus tard entérinées par le FMI et la Banque mondiale, en vue de réduire les dettes publiques ou bénéficiant d'une garantie publique des pays d'Afrique et admissibles au Club de Paris. L'accord de Toronto fut par la suite étendu à d'autres pays à partir de 1990. Par cet accord, trois options sont offertes aux créanciers au regard de la dette non concessionnelle (dette du secteur privé et officiellement garantie ou dette commerciale) :

Option A

Annulation pure et simple d'un tiers des services de la dette (principal et intérêt) et rééchelonnement du restant au Club de Paris sur une période de maturité de 14 ans incluant une période de grâce de 8 ans ; proposition soutenue par la France.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Option B

Allongement de la période de remboursement du service de la dette sur 25 ans au lieu de 14, incluant une période de grâce de 14 ans ; proposition préférée par les États-Unis.

Option C

Réduction du taux d'intérêt à 3,5 % ou à la moitié du taux initial si celui-ci est inférieur à 7 % et rééchelonnement sur 14 ans incluant une période de grâce de 8 ans ; proposition préférée de la Grande-Bretagne et de l'Allemagne.

Pour ce qui est de la dette concessionnelle (crédits de l'Aide publique au développement – APD), les conditions de Toronto prévoient une période de maturité de 25 ans incluant une période de grâce de 14 ans et un moratoire de taux d'intérêt à un niveau concessionnel qui doit être négocié de façon bilatérale avec chacun des pays créanciers. C'est en somme l'équivalent de l'option B mentionnée ci-haut.

Les critères d'admissibilité aux conditions de Toronto sont :

- pays admissible aux prêts de l'Association internationale pour le développement de la Banque mondiale, soit un pays dont le revenu per capita inférieur à 635 $US en 1991 (610 $ en 1990, 580 $ en 1989) ;
- pays lourdement endetté s'il a un des deux ratios supérieurs à un seuil critique pour la période 1989-1991 :

  a) valeur présente du service de la dette sur le PNB supérieur à 80 %,

  b) valeur présente du service de la dette sur les exportations supérieur à 200 %[10].

10. Au cours des années 1989 et 1990, le critère retenu est simplement trois des quatre ratios suivants : dette totale/PNB (50 %), dette totale/exportation (275 %), service de la dette (principal + intérêt)/exportation (30 %), intérêt/exportation (20 %). À noter que ces critères s'appliquent pour une année et non sur une période, donc il ne s'agit pas de calcul de valeur présente.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

D'octobre 1988 à mars 1991, 26 accords ont été signés, impliquant 19 pays[11]. Entre 1988-1990, la Banque mondiale (1991) estime que 29 % des créanciers du Club de Paris ont choisi l'option A, contre 26 % pour la B et 45 % pour la C. Les initiatives françaises sur l'endettement s'avèrent les plus généreuses. Le président Mitterrand annonce l'annulation pure des créances publiques de la France envers 35 pays africains. Grégoire (1991), dans un article paru dans la revue *Marchés tropicaux,* conclut :

> La décision française a pour conséquence dans certains pays l'effacement de 95 % à 100 % de l'encours public dû à la France (Centrafrique, Comores, Cap-Vert…). Pour d'autres pays plus endettés commercialement, l'annulation de dette concerne 25 % à 30 % (Guinée, Madagascar, Sénégal…).

En juin 1990, la France annonce, lors du sommet franco-africain de La Baule, un plan de réduction des taux d'intérêt sur des prêts accordés par la Caisse centrale de coopération économique en faveur des pays intermédiaires d'Afrique.

3.2.5. Le plan Brady, les conditions de Trinidad, de Houston et autres sommets

Avec le temps, les mesures d'allégement de la dette du plan Baker se révèlent insuffisantes et la mise en application du PAS soulève des protestations sinon des émeutes dans les PVD[12]. Le nouveau secrétaire américain du Trésor, Nicholas Brady, annonce le 10 mars 1989 une nouvelle approche américaine sur la dette du tiers-monde. Elle consiste à reconnaître d'emblée que le paiement complet de la dette n'est pas un objectif réalisable. Le milieu financier est parfaitement au fait de cette réalité, comme le rapporte André Saunier (1990), président de la Bourse de Montréal :

---

11. Bénin, Bolivie, Burkina-Faso, Guinée, Guinée-Bissau, Guinée équatoriale, Guyane, Madagascar, Mali, Mauritanie, Mozambique, Niger, Ouganda, République centrafricaine, Sénégal, Tanzanie, Togo, Zaïre et Zambie. Le Tchad, qui a obtenu en octobre 1989 un rééchelonnement aux termes de Toronto, ne fait pas partie de ces 19 pays, car l'accord a été négocié en dehors du forum du Club de Paris.

12. Le Venezuela a connu des émeutes dès le début du mois de mars 1989 en réponse aux programmes d'austérité adoptés par le gouvernement dans le but d'obtenir des prêts du FMI. Au Brésil, en 1983, une grand-messe contre les mesures du FMI est célébrée au Centre Sao Paolo ; en République dominicaine, en avril 1984, des émeutes éclatent : l'intervention armée fait 40 morts ; en Bolivie, en juillet 1986, 98 % des participants à un consultation populaire disent non au paiement de la dette.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> Tout le monde s'attend à ce que la grande partie de cette dette des pays du tiers-monde ne soit jamais remboursée. Le problème, ce n'est donc pas que le principal de la dette ne soit jamais remboursé, mais la façon de « faire avaler » ça par le système financier international.

L'initiative de Brady vise deux principaux objectifs. Le premier propose aux banques commerciales un engagement substantiel en négociant avec les pays endettés avec une période de grâce. Il s'agit ici de forcer un peu la main des banquiers. Le deuxième objectif du plan Brady appelle le FMI et la Banque mondiale à contribuer davantage soit en garantissant l'émission de nouvelles obligations en échange des dettes existantes, soit en accordant de nouveaux prêts. Quatre pays sont admissibles à des réductions de dette sous le plan Brady : le Mexique, le Costa Rica, les Philippines et le Venezuela. Le Maroc a signé un accord en septembre 1990 pour une restructuration de 2,8 milliards de dollars de dette de court terme sur une maturité de 20 ans, avec période de grâce de 10 ans et un taux d'intérêt du LIBOR + 13/16 % ainsi qu'une autre restructuration des notes bancaires de 400 millions de dollars sur une maturité de 15 ans, avec période de grâce de 7 ans et un taux d'intérêt du LIBOR + 13/16 %.

Suivant l'esprit de l'accord de Toronto, le plan Brady offre plusieurs options aux banques :

Option 1 : réduire le principal de 35 % ;

Option 2 : diminuer le taux d'intérêt à 6,25 % ;

Option 3 : accroître les prêts de 25 % des engagements courants.

Selon Barthélemy, l'accord mexicain, signé en février 1990, porte sur 48 milliards de dollars. La plupart des créanciers optent pour les deux premières des trois formules proposées ; 41 % préfèrent la baisse des taux d'intérêt et 10 % seulement optent pour de nouveaux prêts. La recevabilité du plan Brady par les banquiers est loin d'être un fait acquis. Paradoxalement, les banques partout dans le monde, particulièrement aux États-Unis, ont accru leurs provisions pour pertes sur les prêts, ce qui les incite à ne plus prêter aux PVD. Le pourcentage des réserves, au deuxième trimestre de 1990, par rapport à l'encours à long terme, s'établit à 115,7 pour la banque JP Morgan, à 85,0 pour la Bankers Trust et à 52,0 pour la Security Pacific (Banque mondiale, 1990).

Au moment même où le niveau de concessionnalité des conditions de Toronto paraît insuffisant à bien des observateurs pour venir à bout du problème de la dette, voilà que la Pologne et l'Égypte viennent d'obtenir au printemps 1991, par le biais du Club de Paris, un programme de restructuration fort généreux leur permettant de réduire de 50 % la valeur présente nette du service de leurs dettes, peu importe les options

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

choisies. L'idée de ce programme n'est pas nouvelle, car à la conférence des ministres des Finances du Commonwealth, tenue à Trinidad et Tobago en septembre 1990, John Major, alors chancelier de l'Échiquier, a proposé la mise en œuvre d'un programme de « réduction une fois pour toute du stock de la dette des pays pauvres lourdement endettés avec un niveau de réduction se situant autour d'une barre de 66 % et consenti au cas par cas ».

Environ un an plus tard, le Club de Paris approuvait, en décembre 1991, les conditions améliorées de Toronto (*enhanced Toronto terms*), aussi appelées conditions de Trinidad. D'après ce nouveau programme, les créanciers (s'agissant de la dette non concessionnelle) ont trois options différentes qui assurent au débiteur le même pourcentage de réduction de la valeur présente nette du service de la dette :

Option A

Annulation pure de 50 % du service de la dette et rééchelonnement du 50 % restant sur une période de maturité de 23 ans incluant une période de grâce de 6 ans.

Option B

Rééchelonnement du service de la dette à un taux d'intérêt inférieur à celui du taux du marché avec une période de maturité de 23 ans sans période de grâce et de manière à obtenir 50 % de réduction de la valeur présente nette de la dette.

Option C

Rééchelonnement du service de la dette au taux d'intérêt du marché avec une période de maturité de 25 ans incluant une période de grâce de 14 ans ; option appelée « non concessionnelle » et retenue pour permettre aux États-Unis ainsi qu'à d'autres petits pays créanciers de se joindre à cet accord de Trinidad.

Entre décembre 1991 et novembre 1992, 12 pays ont bénéficié des conditions de Trinidad pour un total de 2,5 milliards de dollars[13]. Toujours est-il que tandis que les accords de Toronto et de Trinidad

13. Bénin, Bolivie, Guinée équatoriale, Guinée, Honduras, Mali, Nicaragua, Sierra Leone, Tanzanie, Togo, Ouganda et Zambie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

visent les pays pauvres lourdement endettés et que le plan Brady s'adresse prioritairement aux pays de revenu intermédiaire de la tranche supérieure (revenu se situant entre 2 465 $ et 7 620 $US en 1990), les pays de revenu intermédiaire de la tranche inférieure (entre 610 $ et 2 645 $US) et lourdement endettés se retrouvent un peu laissés-pour-compte[14]. Il fallait donc tailler un programme pour les besoins de ces derniers, ce qui fut réalisé au sommet du G-7 à Houston en septembre 1990 et approuvé par le Club de Paris sous le nom de « conditions de Houston » qui prévoient :

- une période de maturité de 20 ans incluant une période de grâce de 10 ans pour les crédits concessionnels ;
- une période de maturité de 14-15 ans incluant une période de grâce pouvant aller jusqu'à 8 ans pour les crédits non concessionnels ;
- une option de conversion de dette volontaire pour les pays créanciers (swap) telle que dette pour de l'aide, dette-action et comportant des limites : un maximum de 10 % du montant total des encours ou entre 10 et 20 millions de dollars américains selon le montant le plus élevé ; pour les prêts non concessionnels, aucune limite de montant de conversion n'est fixée.

Pour être admissibles à ce programme de Houston, un pays doit être classé dans le groupe de revenu intermédiaire de la tranche inférieure et aussi lourdement endetté au vu d'un des deux critères suivants : ratio service de la dette sur le PNB supérieur à 80 %, service de la dette sur les exportations supérieur à 200 % pour l'année 1991. De septembre 1990 à septembre 1992, 13 pays ont signé les accords de Houston[15].

Comme nous l'avons mentionné au chapitre précédent, des efforts significatifs sont été déployés tant par le FMI que la Banque mondiale au cours des années 1990 pour l'allégement du fardeau de la dette des PVD. Rapportons le cas de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés

14. Parmi ces pays de revenu intermédiaire de la tranche inférieure et lourdement endettés, on retrouve : Algérie, Angola, Argentine, Bolivie, Brésil, Bulgarie, Congo, Côte d'Ivoire, Équateur, Jamaïque, Jordanie, Mexique, Maroc, Panama, Pérou, Pologne et Syrie. Les pays pauvres sont ceux de revenu per capita inférieur à 635 $US en 1991 et ceux de revenu intermédiaire entre 635 $US et 7 910 $US en 1991.

15. Notamment : Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, République dominicaine, Équateur, El Salvador, Honduras, Jamaïque, Jordanie, Maroc, Nigéria, Pérou et Philippines.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

(PPTE), lancée en 1996 et qui a pour but de « régler de façon décisive le problème de la charge globale d'endettement des pays admissibles à en bénéficier et de ramener cette charge à un niveau soutenable dans un délai raisonnable[16] » Andrews *et al.* (1999, p. 3). Un pays n'est admissible au PPTE que s'il bénéficie des prêts de l'association internationale de développement (IDA) et qu'en plus il s'engage à appliquer un programme de réforme macroéconomique et d'ajustement structurel soutenu par le FMI et la Banque mondiale. Une obligation est aussi faite d'obtenir de bons résultats dans le cadre de ces programmes afin de créer de bons antécédents.

Ici, le FMI et la Banque mondiale se soucient désormais du bon usage de l'aide. Sous le programme PPTE, l'aide prend la forme de dons ou de prêts sans intérêt pour le règlement du service de la dette. Plus particulièrement, le pays obtient un rééchelonnement du service de la dette par le biais du Club de Paris aux « conditions de Naples ». Ces conditions, appliquées depuis 1994, permettent une réduction jusqu'à 67 % de la VAN de la dette (hors APD (aide publique au développement)) contractée envers les banques ; c'est-à-dire le ratio valeur actualisée nette de la dette/exportation. Le pays peut aussi bénéficier de conditions avantageuses de prêts auprès des créanciers bilatéraux, commerciaux ainsi que des institutions multilatérales. Par ailleurs et autant que le programme d'ajustement structurel soit appliqué de manière satisfaisante, le pays peut se voir accorder des rééchelonnements par le biais du Club de Paris aux « conditions de Lyon » pouvant aller jusqu'à 80 % de la VAN de la dette (hors APD). En 1999, les dispositifs des « conditions de Cologne » sont mis en place pour permettre un rééchelonnement jusqu'à 90 % de la VAN ou davantage si cela est nécessaire pour ramener la dette d'un pays d'un pays très endetté à un niveau soutenable. L'initiative PPTE s'est vue renforcée au début de l'an 2000 pour devenir « PPTE renforcée », visant un allégement plus profond et de permettre à un plus grand nombre de pays d'en bénéficier, et aussi de resserrer les liens entre l'allégement de la dette et la lutte à la pauvreté. Parallèlement, a été lancé en 1999, le programme « facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC) en remplacement des facilités d'ajustement structurel (FASR) renforcées de 1987 à 1993. Le FRPC s'adresse aux PVD à faible revenu alors que le PPTE vise les PVD lourdement endettés.

16. Le lecteur notera avec attention l'expression de « dette soutenable », laquelle est définie comme la charge telle qu'un pays honore intégralement les obligations présentes et futures du service de la dette (paiement du principal et intérêt) avec leurs ressources d'exploration et les investissements en capital qu'il reçoit.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cependant, les montants engagés au titre de ces deux programmes (environ 5 milliards de DTS vers le milieu de 2001) sont sans commune mesure avec l'ampleur des besoins. Par ailleurs, l'aide aux PVD, à savoir l'assistance officielle au développement ou les dons, les prêts concessionnels et les prêts non concessionnels ont chuté tout au long des années 1990, passant d'un total de 55 milliards de cette année à seulement 38,6 milliards en 2000 ; Banque mondiale (2001, p. 86-87). Selon la Banque mondiale, cette chute s'explique par la fin de la guerre froide et aussi par le remboursement des dettes effectué par certains pays tels le Brésil et la Thaïlande au sortir de leurs crises financières.

3.2.6. Les dispositions des dettes : émergence du marché secondaire

Les diverses stratégies de rééchelonnement, de négociations et de mise en place de facilités d'ajustement structurel se révélant impuissantes à apporter un règlement du problème de la dette, le marché a fini par développer un certain nombre de produits pour y faire face. On parle ainsi d'émergence du marché secondaire caractérisée par la vente à rabais des créances.

Le marché secondaire a pris de l'expansion dès le milieu des années 1980 sous l'impulsion des programmes de reconversion de la dette. Cette reconversion revêt plusieurs formes, parmi lesquelles : swap de dette-action, titrisation de dette, rachat de dette à escompte, swap de dette-échange des biens, swap de dette-dette, conversion de dette en devise locale… Selon les estimés de la Banque mondiale, le volume du marché secondaire de la dette, de 4 milliards de dollars en 1985 passe à 50 milliards en 1988 et à 100 milliards en 1991. De janvier à octobre 1992, le volume se situe déjà à 120 milliards de dollars. Cette croissance phénoménale s'explique par le dynamisme des activités interbancaires de liquidation et de consolidation de leurs actifs et aussi par l'apparition de nouveaux instruments financiers, dont les swaps, ouvrant de nouvelles possibilités d'arbitrage et de gestion de risques.

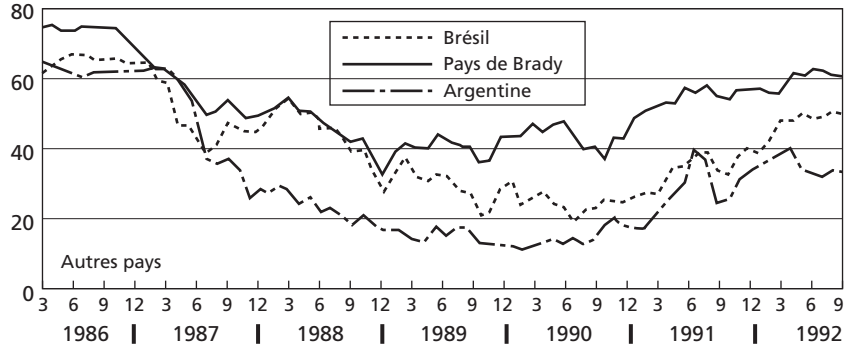
L'évolution des prix des dettes sur le marché secondaire fait apparaître deux périodes distinctes : de 1985 à 1989, les prix ont considérablement chuté en raison de l'attitude défensive de nombreuses banques qui non seulement accroissent leurs provisions pour perte, mais aussi liquident leur dette pour profiter des concessions fiscales. Ainsi, comme l'indique le tableau 6.9, le prix de l'Argentine sur le marché secondaire d'une valeur de 64 % de sa vraie valeur en 1986 diminue à 47 % en 1988 et se retrouve à 14,25 % en 1989. La figure 6.1 montre la chute des prix pour un ensemble de pays.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Depuis 1989, les prix sur le marché secondaire ont tendance à se relever. Ce retournement de l'évolution des prix est relié à une perspective d'allégement de la dette meilleure en apparence, à cause de la profusion des programmes de rééchelonnement et aussi de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis. L'appareil de l'offre et de la demande permet d'expliquer le mécanisme de fixation des prix des créances sur le marché. Plus précisément, la valeur de la dette d'un pays sur le marché secondaire se détermine par rapport aux anticipations sur sa capacité de remboursement. Plus cette anticipation de remboursement est élevée, plus il y a aura d'acheteurs potentiels et plus la valeur de la dette augmentera et vice versa. À titre illustratif, prenons un pays qui aurait accumulé une dette de 20 milliards de dollars ; estimons que ce pays aurait une probabilité de seulement 25 % de rembourser en totalité et une autre de 75 % de ne payer que 4 milliards de dollars. Dans ces conditions, la dette du pays se transigera sur le marché secondaire au montant de sa valeur espérée, c'est-à-dire :

$$V = 0{,}25\ (20 \text{ milliards}) + 0{,}75\ (4 \text{ milliards})$$
$$= 5 \text{ milliards} + 3 \text{ milliards}$$
$$= 8 \text{ milliards}.$$

FIGURE 6.1
Prix sur le marché secondaire pour certains pays
(mars à septembre 1992*)



* Pondéré par la dette commerciale due. Les pays de « Brady » sont : Costa Rica, Mexique, Philippines, Uruguay et Venezuela. Les autres pays sont : Algérie, Bolivie, Bulgarie, Chili, Congo, Côte d'Ivoire, Équateur, Égypte, Honduras, Hongrie, Maroc, Nicaragua, Pérou, Pologne et Sénégal.

Source : La Banque mondiale ; *The World Debt Tables*, édition de 1992-1993 et provenant de *Euroweek*, LDC debt report, Salomon Brothers, et Banque mondiale.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ainsi, la dette du pays ne vaut que 40 % de la valeur originale. Advenant que le pays rembourse, à même ses propres revenus, les 4 milliards de dollars tel qu'espéré auparavant, il y a lieu de tenir compte de cette transaction sur la valeur de la dette, laquelle devient :

$$V^1 = 0{,}25\ (20 \text{ milliards} - 4 \text{ milliards}) + 0{,}75\ (4 \text{ milliards})$$
$$= 4 \text{ milliards} + 3 \text{ milliards}$$
$$= 7 \text{ milliards}.$$

La nouvelle valeur espérée de la dette équivaut à 43,7 % du solde de la dette. On constate donc qu'à chaque remboursement, le dollar de la dette s'élève sur le marché secondaire : plus le pays s'acquitte de ses obligations de paiement, plus sa dette prend de la valeur. Cette observation se vérifie lorsque le pays s'acquitte d'une partie de sa dette à même des dons. L'exemple de la Bolivie est fournie par Krugman et Obstfeld. En mars 1988, la Bolivie reçoit un don de 34 millions de dollars pour racheter sa dette évaluée sur le marché secondaire à 53 millions de dollars, soit 7 cents de chaque dollar de dette originale. Après le rachat, la dette restante est de 43,4 millions de dollars ou 12 cents de chaque dollar. Le bénéfice pour la Bolivie est la réduction de la valeur de dette de 9,6 millions de dollars (53 – 43,4). Les créditeurs ont empoché 24,4 millions de dollars (34 – 9,6). Le pardon de la dette aurait tendance à favoriser certains créditeurs qui saisiront l'occasion pour relever la valeur de leurs créances sur le marché.

TABLEAU 6.9
Cours des titres de créances bancaires au marché secondaire
(en pourcentage de la valeur nominale)

	juin 1986	**juin 1988**	**juin 1988**	**juin 1989**
Argentine	64,0	47,0	24,00	14,25
Bolivie	6,0	9,0	11,00	11,00
Brésil	75,0	61,0	50,25	31,00
Chili	66,0	69,0	60,50	62,00
Colombie	–	–	65,00	57,00
Côte d'Ivoire	74,0	62,0	29,00	14,00
Équateur	63,0	49,0	25,50	12,00
Mexique	60,0	56,0	50,00	40,00
Nigéria	55,0	29,0	28,00	23,00
Philippines	59,0	69,0	53,50	48,50
Venezuela	76,0	70,0	54,25	37,00

Source : Salomon Brothers, Tiré de Jean-Claude Barthélemy, « *L'endettement du tiers-monde* », PUF, 1990, p. 113.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Quoiqu'il importe de ne pas perdre de vue cette réalité, il demeure que le développement du marché secondaire constitue une solution de désendettement, dans le sens que la dette originale se vend à rabais et non à prime. D'ailleurs, comme Barthélemy le soulève, la dette des PVD n'a pas cessé de se déprécier sur le marché secondaire. L'auteur conclut : « L'apparition de décotes massives sur le marché secondaire ouvre d'ailleurs la possibilité aux pays endettés de réduire d'eux-mêmes le poids de leur endettement, en rachetant leurs propres dettes sur le marché secondaire. »

3.2.7. Perspectives

Du diagnostic effectué, des causes déterminées et des solutions jusqu'alors envisagées pour stopper la crise, il convient de voir ce que réserve l'avenir. Les plans Baker et Brady, ainsi que les démarches des Clubs de Paris et de Londres ont dressé la voie du redressement de la situation budgétaire des pays en voie de développement.

D'aucuns seraient tentés d'affirmer que ces initiatives n'ont pas eu les résultats attendus, dont la préservation de la stabilité du système monétaire international. L'effort de gestion bancaire international poursuivi par le FMI et la Banque mondiale se trouve renforcé par l'action des banques qui gonflent leurs réserves pour créances douteuses. À la limite, cette rationalisation des activités amorcée par les banques pourrait se poursuivre jusqu'à complète radiation de la dette détenue par chacune d'entre elles. L'heure, dit-on, est à l'innovation des formules de disposition de la dette, ainsi qu'à une meilleure utilisation des outils financiers.

Le désengagement des banques face aux PVD ne signifie pas pour autant une amélioration de l'endettement international. Pire encore, malgré les facilités de crédits obtenues, la dette totale des PVD augmente d'année en année. Durant la période de 1980 à 1990, seule l'année 1988 fut un répit dans cette hausse : le niveau de dette a atteint 1 265 milliards de dollars contre 1 268 milliards de dollars pour l'année 1987. Aussi, le pari sur les effets favorables des programmes d'ajustement structurel (PAS) semble bien nous condamner à la déception. D'une part, dans un proche avenir, le retour à une expansion économique soutenue dans les PVD ne paraît guère envisageable en raison de la détérioration persistante des termes d'échange et, de ce que certains appellent la « cleptocratie » ou le détournement des fonds vers des comptes bancaires des pays industrialisés[17]. D'autre part, on a sans doute jugé exagérément

17. Voir à ce sujet Norel (1989).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

optimiste la reprise des activités économiques aux États-Unis et chez les autres principaux membres de l'OCDE. On a tendance à ignorer le fait que les États-Unis ne peuvent plus jouer leur ancien rôle de locomotive dans les politiques macroéconomiques.

La coexistence d'un déficit budgétaire énorme et d'un compte courant aussi largement déficitaire aux États-Unis rend très difficile toute proposition d'aide similaire au plan Marshall. Les nouveaux pays de surplus commercial (Allemagne, Japon…) ne semblent pas disposés à assumer le leadership du règlement de la crise d'endettement : de toute façon, il faut dire qu'ils ne pourraient pas jouer ce rôle. À ces constats s'ajoute la possibilité d'un rebondissement de la crise, soit par un nouveau choc pétrolier, soit par une flambée des taux d'intérêt ou simplement à cause d'une mauvaise conjoncture économique internationale.

Les arguments robustes pour l'élimination des « chaînes de papier »

Cette nouvelle respectabilité des banquiers a donné du poids à l'argument selon lequel le remboursement de dettes est une obligation morale. Il est pourtant difficile d'oublier que chaque fois qu'une société s'est abstenue d'honorer une dette importante, sa situation économique s'en est trouvée consolidée, parfois à un point tel que, comme dans le cas d'Athènes ou des États-Unis, tout l'édifice social s'est trouvé propulsé vers la croissance et la créativité. La crise suscitée par l'endettement du tiers-monde pourrait être l'exemple par excellence du conflit opposant le bon sens économique à la morale structurelle. Depuis le début des années 1980, des gens aussi divers que l'ancien premier ministre néo-zélandais conservateur Robert Muldoon et l'économiste socialiste britannique Lord Lever ont préconisé une cessation générale des paiements du tiers-monde. Ils estimaient qu'il serait préférable de procéder rapidement à cette opération et d'éliminer ces « chaînes de papier », plutôt que de continuer à développer des procédures paperassières présentant tous les inconvénients d'une cessation de paiements sans en offrir aucun des avantages. Ce syndrome de la paperasserie ne fait qu'épuiser les énergies des pays emprunteurs et des pays prêteurs, dans l'unique dessein de préserver une illusion.

[…] Sans compter que la croissance générale de l'endettement et des déficits a fait naître une peur tacite : en annulant les dettes du tiers-monde, on finirait par détruire l'obligation morale d'autres débiteurs vis-à-vis d'autres dettes. Au fond, les engagements financiers du tiers-monde ne sont que le reflet d'une civilisation occidentale dont la survie économique dépend, plus que jamais, de la manipulation des endettements plutôt que de la production

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> industrielle. Dans le sillage immédiat des nations d'Afrique et d'Asie, on trouve désormais l'Europe centrale. Sans parler des gouvernements occidentaux eux-mêmes, des entreprises et des citoyens, tous plus ou moins enchaînés par leurs propres dettes.
>
> En réalité, la somme des dettes en train de détruire les communautés du tiers-monde ne représente pas grand-chose, selon les normes occidentales. Le passif global du tiers-monde, évalué à 1,2 trillion de dollars, est inférieur au budget annuel du gouvernement américain. Le marché financier londonien, il faut le rappeler, traite annuellement des transactions portant sur 75 trillions de dollars. En admettant que les dettes du tiers-monde soient annulées à ce jour, sans aucun accord particulier entre les parties, les banques occidentales connaîtraient certes une mauvaise année ; mais elles ne seraient pas en faillite pour autant. D'ailleurs, les plus avisées d'entre elles ont déjà considéré ces créances comme douteuses et passe par pertes et profits une partie des sommes qui leur sont dues. La singulière morale que les structures publiques et privées ont arbitrairement imposée à l'acte de remboursement des dettes explique pour partie que nous ayons renoncé à une telle solution, avec ou sans accord.
>
> Source : John Saul (1993), *Les bâtards de Voltaire*, Essais Payot, p. 434-435.

4. PROGRAMMES D'AJUSTEMENT STRUCTUREL : NÉCESSITÉ OU IMPASSE

Les programmes d'ajustement structurel sont depuis déjà une décennie au centre de bien des discussions autant dans les organismes gouvernementaux que dans les milieux académiques. Pour certains, c'est la solution tout indiquée pour aplanir la montagne de dettes contractées par les pays en développement (plan Baker, 1985 ; plan Brady, 1989). Pour d'autres, le processus de globalisation des marchés sous l'effet des nouvelles technologies et des facilités de transport mérite d'être renforcé par des mesures de déréglementation et de lutte au protectionnisme. Par ailleurs, des voix se font entendre pour souligner la nécessité « d'un ajustement à visage humain » (Cornia *et al.*, 1987), de solutions pensées par le Nord pour le Sud (Lafleur, 1989) ou alors simplement de la « magie du marché » (Bienefeld, 1990 ; Debrie, 1993 ; Cassen, 1993).

Cette dialectique parfois saupoudrée d'anecdotes, tant sur l'origine de la dette des PVD que sur ses solutions jusqu'alors mises en œuvre, ne fait que semer la confusion autour de cette crise économique et, à la limite, elle reflète la tendance à l'épuisement de la capacité de redresse-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

ment des situations financières. Les faits témoignent sans contredit de la persistance du fardeau de la dette. À titre de rappel, celle-ci, évaluée à 639 milliards de dollars en 1980 pour l'ensemble des PVD passe à 1 123 milliards de dollars en 1985, remonte 2 ans après le plan Baker à environ 1 400 milliards de dollars et pour demeurer à ce niveau pour le reste des années 1980. Les statistiques récentes indiquent toujours une tendance à la hausse de la dette (2 500 milliards de dollars pour l'année 1999).

De l'ensemble des mesures d'allégement de la dette des PVD, on relève les rééchelonnements notamment par le biais du Club de Paris comportant une réduction des taux d'intérêt ; une annulation pure et simple d'une partie des créances ; un accord de nouveaux prêts, tels que stipulés dans les accords de Toronto, Trinidad et de Houston ; la vente à rabais de la dette sur les marchés secondaires et bien entendu l'espoir de reprise des activités économiques ainsi que la mise en œuvre des programmes d'ajustement structurel (PAS). De ces diverses stratégies, le PAS constitue un des principaux fardeaux imposés ou supportés par les pays débiteurs et, à ce titre, mérite qu'on s'y attarde.

Dans les pages qui suivent, nous examinons essentiellement la rationalité des PAS. À cet effet, nous relevons certains facteurs de ruptures de la conjoncture et leurs incidences sur la gestion macroéconomique. Nous passons ensuite sur des cas d'articulation des programmes d'ajustement structurel dans les PVD en rapport avec leur situation d'endettement. Enfin, en guise de conclusion, nous dégageons des voies à privilégier en matière de politiques économiques en complément aux chapitres 4 et 5.

4.1. L'adaptation de la pensée économique aux réalités des époques

Les programmes d'ajustement structurel renvoient immanquablement au débat sur les objectifs de politiques monétaires et fiscales, qui ne date guère d'aujourd'hui. Il faut souligner que les courants économiques dominants au cours de l'histoire ont souvent, sinon toujours, pour origine une crise économique ou une réaction à des événements sociopolitiques.

Le keynésianisme n'est ni le fruit du hasard ni une dissertation théorique. À l'instar des courants de pensée des années antérieures, l'École keynésienne vise à répondre aux préoccupations des années difficiles de 1930. Sans s'étendre ici sur le concept d'équilibre assez particulier du keynésianisme, disons simplement que contrairement à l'approche classique, ce sont les variations du niveau de production plutôt que celles

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

des prix qui constituent les canaux d'ajustement de l'économie. Carello et Naudet (1991) résument assez bien les prescriptions de politiques keynésiennes :

> Pour Keynes, l'économie marche au pas de la dépense globale (consommation et investissement). Quand le chômage augmente, c'est qu'il n'y a pas assez d'argent dépensé. Il suffit pour l'État de relancer la demande globale, par exemple, par des dépenses publiques supplémentaires (sans augmenter les impôts, ce qui rend les recettes keynésiennes électoralement attrayantes). De même, en période d'inflation, il suffit de faire l'inverse, i.e. freiner l'économie, par exemple, par des augmentations d'impôts. Ce contrôle de la demande par le maniement des dépenses ou des recettes du budget permet, d'après les keynésiens, de régler l'essentiel des problèmes économiques.

Alors que la Grande Dépression a permis au concept de l'État providence proposé par Keynes de triompher, la Deuxième Guerre en permit la consolidation. En effet, les gouvernements des pays démocratiques par l'exercice d'une mainmise complète sur l'économie, afin de mobiliser toutes les ressources au profit de l'effort de guerre, ont acquis un pouvoir auquel ils n'ont pas voulu renoncer par la suite. Ceci est d'autant plus vrai pour les PVD qui ont acquis leur indépendance politique.

Un des très importants contestataires des idées de Keynes (parmi les économistes libéraux) fut sans aucun doute l'Autrichien Friedrich Hayek, Prix Nobel d'économie en 1974 avec Gunnar Myrdal. Hayek rejetait complètement les thèses de Keynes en prétendant, notamment, qu'aucune planification aussi parfaite soit-elle ne pouvait prendre en compte toutes les données de l'économie et que l'intervention de l'État ferait à la longue plus de mal que de bien. Il considérait que les politiques de Keynes créeraient certes des emplois à court terme, mais finiraient par fausser le jeu de l'offre et de la demande. Toujours selon Hayek, ces politiques déboucheraient sur un cercle infernal – endettement public, inflation, endettement public – pour soutenir le plein-emploi.

De plus, Hayek craignait que le dirigisme étatique ne sonne le glas de la liberté économique et de la liberté politique. Finalement, Hayek prédisait déjà à l'époque l'apparition d'une mentalité d'assistés sociaux, car plus le public compte sur l'État pour régler ses problèmes économiques et plus il perd le sens de l'initiative et de la responsabilité individuelle. De toute évidence, beaucoup de ses prédictions se sont avérées justes, à telle enseigne que les idées de Hayek influencent grandement le courant de pensée économique néolibéral actuel. Mais avant de partager une telle vision des choses, il serait tout indiqué de revoir l'évolution de certains indicateurs de performance économique au cours des 30 dernières années.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

4.1.1. Les chocs conjoncturels des années 1970 et 1980

Plusieurs sources statistiques démontrent que l'expansion économique des années 1960 est contenue depuis au moins une vingtaine d'années. L'instabilité ou les amples fluctuations annuelles caractérisent autant le marché des biens que le marché monétaire. Examinons certains indicateurs du marché du travail, de la production et des prix, du commerce, du marché monétaire et financier au sein du G-7, quitte à revenir sur le cas des PVD.

Les exclus du marché du travail sont de plus en plus nombreux. Le taux de chômage pour l'ensemble des pays du G-7, qui s'établit à une moyenne annuelle de 3 % entre 1960 et 1967, augmente légèrement à 3,2 % entre 1968 et 1973, pour connaître par la suite une forte inflexion à la hausse, soit 4,9 % pour la période 1974 à 1979 et 6,7 % entre 1980 et 1990. Les statistiques récentes indiquent un taux de chômage à deux chiffres dans bien des pays industrialisés (Canada, Italie, Grèce, France). La population active risque de se scinder en deux et les prémisses en apparaissent déjà ici et là. L'afflux de main-d'œuvre plus jeune et jouissant d'un niveau d'éducation plus élevé serait difficile à absorber d'autant plus que leur insertion s'inscrit dans un courant de recherche de productivité. À ces perspectives de dualisme du marché du travail se sont très vite substituées des controverses sur la flexibilité du travail, terme particulièrement ambigu. On sait déjà que les politiques de partage du travail constituent des mesures défensives et n'ont qu'un impact limité sur le volume d'emplois. Quoi qu'il en soit, de profonds changements sont apparus autant dans la composition de la population active que dans le nombre des salariés.

L'importance des prix en tant que facteur d'ajustement de l'économie ne peut être niée en dépit de la perception keynésienne. Tout produit, tout service ou tout actif a une fonction d'offre et de demande qui dépend fortement de son prix. La courbe de Phillips est l'approche généralement utilisée pour mettre en relief l'évolution du taux de chômage et du taux d'inflation. La figure 6.2 illustre le cas de l'économie américaine.

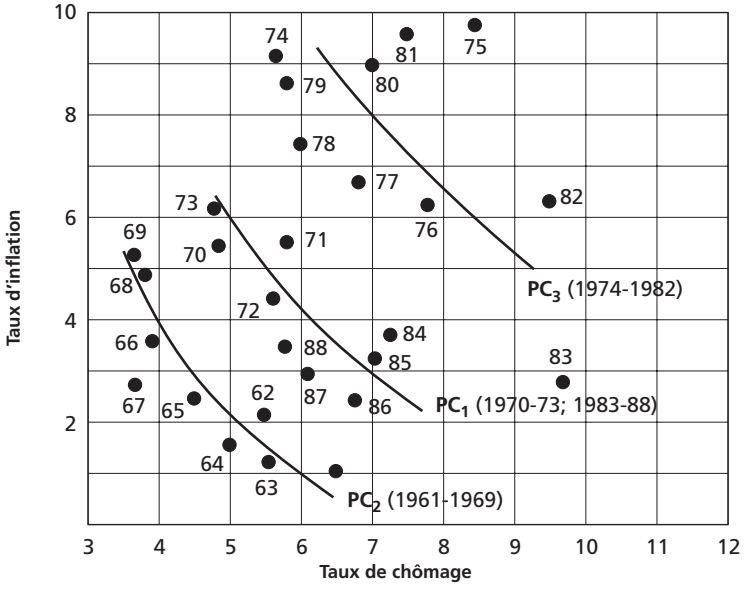
Cette courbe, loin d'être statique, s'est simplement déplacée vers le haut pour les périodes successives 1961-1969, 1970-1973 et 1974-1982. Le revirement vers le bas de la courbe correspondant à la période 1983-1988 s'explique par les politiques restrictives du Federal Reserve System.

Ainsi, l'arbitrage dont on parle tant entre l'inflation et le chômage devient désormais illusoire. Les politiques de relance de la demande non seulement semblent avoir peu d'impact sur le taux de chômage, mais

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

augmentent plutôt le taux d'inflation. Il est alors difficile d'associer systématiquement le chômage et la faiblesse de la demande. Sur le plan des échanges internationaux, on observe de profonds déséquilibres entre les pays. Les transactions courantes sont largement déficitaires aux États-Unis pendant que le Japon et certains NPI (Nouveau pays industriels) enregistrent des surplus (voir chapitre 1).

FIGURE 6.2
Courbe de Phillips – États-Unis



Tiré de Gwartney et Stroup (1990).

Il n'en fallait pas plus pour que l'on considère à Washington que toutes mesures du Japon visant à baisser ses importations ne peuvent qu'atténuer la tension entre les deux pays. Mentionnons que les indicateurs de déficit budgétaire et de dette publique dépassent largement les normes respectives de 3 % et de 60 % pour bon nombre de pays industrialisés, normes que l'UEE s'est données dans son traité de Maastricht.

En ce qui concerne le marché monétaire et financier, le phénomène qui retient le plus l'attention est la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change. Aux États-Unis, où l'on dispose des données sur de longues périodes, le taux d'intérêt de court terme (bons du Trésor à 3 mois) passe d'une moyenne annuelle de 3,7 % entre 1960-1967 à 6,5 % entre 1968-1973, 7,8 % entre 1974-1979 et rebondit à 9,7 % entre 1980-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

1990. Les amplitudes de variations des taux d'intérêt sont prononcées. Le marché des changes allait nous réserver d'autres surprises. L'abandon du régime de parité fixe au Bretton Woods, dès la fin de l'année 1971, ne nous a certes pas encore conduit à un match de dépréciations, mais soumet les devises au diktat du marché.

Quelques remarques méritent ici d'être glissées sur l'opportunité d'un régime flexible de taux de change. Gardons à l'esprit qu'un régime fixe ne garantit pas une discipline monétaire et est incompatible avec l'internationalisation grandissante des marchés financiers.

Plus encore, un régime fixe implique une monnaie de référence laquelle n'est guère facile à adopter. Faut-il reconduire le dollar américain au trône en dépit du déficit du compte courant qui ne cesse de s'accentuer ? Les variations des taux d'intérêt et des taux de change rehaussent les activités financières spéculatives. Mais il faut bien se garder de considérer ces activités comme déstabilisantes. Elles peuvent, en effet, contribuer à ramener les taux de change à des niveaux compatibles avec les réalités économiques. Les devises fortes comme l'ancien mark ou le yen reflètent la vigueur de l'économie allemande et japonaise. Nous ne saurions terminer cette section sans un regard sur la performance économique des PVD. Celle-ci n'est guère reluisante et les publications du FMI, de la Banque mondiale et de l'ONU le démontrent[18].

Quelques chiffres : baisse de l'indice moyen des prix des matières premières de 171 à 119 sur la période 1980-1991 avec la chute dramatique du prix du café et du cacao ; alourdissement du stock et du service de la dette tel que nous l'avons mentionné précédemment ; chute des investissements de 4,3 % en moyenne entre 1980-1991 contre une hausse de 8,7 % entre 1965-1980 ; diminution du PIB de 1,7 % par an entre 1980-1991 contre une hausse de 1,5 % entre 1965-1980 (*Le Monde diplomatique*, 1993).

Nous avons vu au chapitre 2 sur le marché des changes le phénomène de la croissance démesurée du stock de monnaie (M_1 plus quasi-monnaie) ainsi que la situation inflationniste dans les PVD.

---

18. *Le Monde diplomatique* (1993) rapporte : « Dans les années 1960, et dans l'euphorie de la décolonisation, M. Julius Nyerere, président de la Tanzanie, avait fixé à l'Afrique l'ambitieux objectif de rattraper les pays développés : "Nous devons courir, disait-il, pendant que les autres se contentent de marcher". Mal conseillée, mal aidée, mal gouvernée, l'Afrique a dilapidé trente-cinq ans. Mais l'objectif reste le même, et les nouveaux gouvernements démocratiques du continent répètent à l'envi : l'Afrique peut et doit rattraper le monde. » Et il faut bien partager cet objectif, car l'évidence historique démontre hors de tout doute que le développement d'un peuple n'est rien que le résultat des efforts concertés.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

En conclusion de cette section, l'environnement économique dès la deuxième moitié des années 1970 jusqu'au début de 1990 se caractérise par :

- un ralentissement des activités ;
- une hausse soutenue du chômage et de l'inflation ;
- une composition variée de la population active ;
- une instabilité des taux d'intérêt et du taux de change ;
- un déséquilibre persistant de la balance des paiements selon les pays ;
- un tarissement des lignes de crédit des administrations publiques sous le poids du déficit budgétaire et de la dette.

Face à ces réalités, chacun des pays, par un jeu de calcul électoral, a surtout retenu le volet expansionniste des thérapies keynésiennes, reléguant aux calendes grecques son aspect restrictif. Avec le temps, l'application de la théorie keynésienne s'est véritablement produite par des dépenses publiques indépendamment de la nature du cycle économique. C'est pour pallier cette entorse à la logique que de nouvelles pensées économiques se sont développées sous diverses épithètes de monétarisme, d'anticipations rationnelles, d'école de l'offre (*supply side*), de *public choice*, mais toutes synonymes quant aux prescriptions de politiques économiques, d'où la négation du keynésianisme.

4.1.2. Les nouveaux courants

Dans son livre intitulé *Free to Choose*, Milton Friedman déclare :

> La liberté économique est un prérequis essentiel à la liberté politique. En permettant aux gens de coopérer sans coercition et sans une direction centrale, la liberté économique réduit le domaine sur lequel le pouvoir politique s'exerce. En plus, en dispersant le pouvoir, le marché libre contrebalance le pouvoir politique. La concentration du pouvoir économique et politique au sein des mêmes individus conduit tout droit à la tyrannie.

L'auteur explique abondamment et avec conviction que toute facilité de crédit aura des effets perturbateurs (inflation) sans impact sur les activités, surtout si l'on fait alterner les politiques de relance et de freinage (*stop and go*). Les agents économiques finissent par être troublés par l'inconsistance de cette politique (voir chapitre 4). On en vient ainsi à limiter le rôle de l'État à celui d'État-arbitre pour le règlement des litiges, et de contrôle des monopoles.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

L'école du *public choice*, dont James Buchanan et Gordon Tullock sont les véritables fondateurs, a développé une analyse tendant à mettre en évidence les effets pervers de l'intervention de l'État, en situant son analyse non pas au niveau des effets des politiques économiques, ce que nombre d'analyses économiques avaient déjà fait, mais plutôt au niveau même de la nature des relations entre l'État et ses électeurs contribuables et du comportement de l'État. Ils démontrent que l'intervention publique est marquée d'une forte inefficacité par le fait que les hommes publics et les fonctionnaires maximisent avant tout leur propre utilité personnelle. Enfin, ils insistent sur les déficiences potentielles du mécanisme de décision collective, donc du système démocratique en tant que tel, et des impacts négatifs sur les mécanismes de prise de décisions à nature économique. La pensée de l'école de l'offre est assez bien résumée par Carello et Naudet au point où nous la reprenons :

> Les économistes de l'offre dénoncent en priorité tous les obstacles qui se dressent sur la route des entreprises et des ménages et qui limitent leurs efforts productifs : c'est le cas des réglementations étatiques abusives et étouffantes (comme le blocage des prix et des revenus) et surtout de la pression fiscale. Les gouvernements ont été très longtemps sensibles aux sirènes keynésiennes, car elles leur donnaient l'illusion de manipuler facilement l'activité, en touchant à quelques grandeurs globales et en leur permettant, grâce aux déficits budgétaires, de dépenser plus qu'ils ne prélevaient.

Le lecteur remarquera que ces convictions de politiques se situent dans le prolongement des économistes classiques. En réalité, le point de vue de ces nouvelles écoles consiste à scruter les causes des problèmes économiques en vue d'une juste solution. Que le chômage soit d'ordre conjoncturel, on peut en convenir. Mais on ne saurait ignorer la composante structurelle due à un régime d'indemnisation particulièrement généreux, à des réglementations figées des corporations professionnelles ou à l'inadaptation des qualifications, pour ne citer que ces facteurs.

Que l'inflation soit de source externe, comme celle relancée par la flambée des prix pétroliers décrétée par les pays de l'OPEP en 1973-1974 et en 1979, on peut constater que les pays qui la maîtrisent sont nul autre que ceux dont les politiques monétaires sont les moins accommodantes. Qu'y a-t-il de naturel dans les politiques d'indexation salariale ou de relèvement des prix des biens et services au gré de l'inflation ? Et que dire des réglementations ou des subventions accordées à certaines industries sous la pression de quelques producteurs dont les consommateurs font les frais ? Dans l'industrie du transport, faut-il vraiment avoir une urgence centrale pour accorder les permis d'opération et décider de la route à emprunter, de la fréquence des services, des tarifs, du poids et de la longueur du véhicule à utiliser… ?

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Si l'histoire témoigne que tous les pays ont jusqu'ici bénéficié de la libéralisation des échanges, même incomplète, ne devrait-on pas attribuer la persistance du protectionnisme dans des industries ou selon des pays à des considérations purement électorales ou de défense des groupes particuliers ? La recherche de productivité ne passe-t-elle pas par l'adoption et la maîtrise des nouvelles technologies ? S'agissant tout particulièrement de l'adaptation aux nouvelles technologies, l'OCDE (1988) recommande :

> Nous insistons sur la nécessité de mettre au point une stratégie socio-économique à long terme pour les nouvelles technologies. Nous entendons par là un ensemble de mesures étroitement liées les unes aux autres, qui tiennent compte du fait que ni le potentiel technique ni le potentiel économique que recèlent les grandes technologies nouvelles ne pourront être pleinement réalisés sans que leur mise en œuvre s'accompagne, ou même soit précédée, de réformes sociales et institutionnelles à tous les niveaux de la collectivité. Étant donné que la diffusion internationale des meilleures pratiques en matière de productivité constitue un facteur important de croissance durable et harmonieuse de l'économie mondiale, nous recommandons qu'il soit procédé à un examen minutieux de la façon dont certains pays de l'OCDE ont réussi à adapter leurs institutions et les règles régissant leur marché du travail à l'innovation technologique, dans le but d'encourager les pays dotés d'un cadre institutionnel différent à effectuer des ajustements analogues.

Bien sûr, chaque fois que l'on fait référence à des « réformes sociales et institutionnelles », on a l'impression que l'État devrait se manifester davantage par la mise en place de programmes d'aide ou de subventions directes. Rarement le discours sur les réformes sociales voudrait signifier un désengagement partiel de l'État. Bref, nous pouvons multiplier des exemples de politiques qui heurtent le bon sens pour aboutir à la même conclusion : l'opportunité des ajustements structurels. Examinons à présent la mise en marche de ces programmes dans certains pays.

4.2. La mise en œuvre des programmes d'ajustement structurel

4.2.1. L'apprentissage de la Côte d'Ivoire

Les politiques d'ajustement suivies en Côte d'Ivoire dans le cadre d'accords avec le Fonds monétaire international et la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) visent à réduire les déficits budgétaires et extérieurs et à stabiliser progressivement le service de la dette extérieure. Ces politiques de redressement

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

comprennent à la fois des restrictions budgétaires et monétaires au niveau macroéconomique et des mesures visant certains secteurs ou plus spécifiquement certaines entreprises publiques.

Toutefois, il semble que ces ajustements n'ont pas permis de susciter, sans coûts sociaux importants, les réformes structurelles propres à assurer le développement de ce pays. La Côte d'Ivoire connaît une agitation politique sans précédent depuis le début de 1990. Une telle évolution conduit à s'interroger sur l'efficacité des programmes de redressement économique et financier installés dans ce pays depuis 1981. Le *package* préconisé en Côte d'Ivoire par la BIRD représente sans doute, de l'avis de Gilles Duruflé (1988), le plus élaboré de tous les programmes proposés par la Banque en Afrique Noire. Durant les années 1970 et au début des années 1980, la BIRD s'était livrée à une analyse approfondie des difficultés structurelles que rencontrait la Côte d'Ivoire. La BIRD ne s'attache pas seulement aux chocs extérieurs, mais aussi aux causes plus profondes qui font que la croissance ivoirienne est de plus en plus coûteuse. Pour la BIRD, ces causes sont de deux ordres :

- un secteur public hypertrophié, mal contrôlé et inefficace ;
- un système d'incitations qui a engendré de fortes distorsions de prix, en faveur d'un secteur d'import-substitution de biens de consommation hyperprotégé et peu efficace, au détriment d'industries d'exportation et de biens intermédiaires et de l'agriculture.

Ces analyses ont conduit à de grandes orientations des politiques d'ajustement structurel négociées avec le gouvernement ivoirien à l'occasion des prêts d'ajustement structurel dont voici brièvement la description :

Gestion macroéconomique et financière :

- amélioration de l'évaluation, la programmation, la gestion, le suivi et le contrôle des projets d'investissement ;
- récupération des coûts d'investissement et des charges récurrentes en matière d'éducation, de logement et de transports urbains ;
- réforme de la fonction publique ;
- renforcement des services et des outils de prévision macroéconomique et de gestion financière de l'économie.

Réorganisation du secteur parapublic :

- mise en place d'outils et procédures de contrôle financier ;
- audits des principales sociétés d'État afin de préparer la passation ou cession de certaines activités au secteur privé.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Politique industrielle :

- modification du système d'incitations de façon à restaurer la compétitivité des entreprises. Les principales mesures prises pour atteindre cet objectif sont : le tarif douanier et les primes à l'exportation.

Politique agricole :

- rétablissement des termes de l'échange au profit de l'agriculture.

Politique de l'habitat :

- l'objectif principal est de réduire la charge de ce secteur pour les finances publiques. Les principales mesures prises sont :
  - répercussion de la plus grande partie des coûts sur les usagers ;
  - révision des mécanismes de financement ;
  - réforme des entreprises publiques du secteur ;
  - réduction des charges liées au logement des fonctionnaires.

En fait, le premier PAS (1981) était essentiellement consacré à la gestion macroéconomique et financière, aux réformes administratives et à la restructuration des entreprises publiques ; le deuxième (1983), à la poursuite de la restructuration des entreprises publiques et à la mise en place de la politique industrielle ; le troisième (1986), enfin, vise le parachèvement de la politique industrielle, la poursuite de la restructuration des entreprises publiques et des banques de développement et la mise en place de la politique agricole (prix, incitations, poursuite des restructurations et des actions de modernisation, privatisations).

Les conséquences de cet ajustement ne se feront pas attendre. Au niveau du PIB réel, on a pu constater une stagnation en 1980-1981 et une baisse par la suite jusqu'en 1985. Avec une croissance annuelle de la population d'environ 4 % et une baisse du PIB réel, le PIB per capita aurait donc baissé régulièrement entre 1981 et 1984 d'environ 8 %. L'industrie semble le secteur le plus durement touché, car son taux de croissance annuel est négatif (–2,4 %) pour la période 1980-1987, tandis que pour l'agriculture et les services, les taux de croissance baissent de moitié, mais restent positifs. À l'intérieur du secteur industriel, le secteur minier et celui du textile enregistrent une croissance, mais entrent dans une période de déclin après 1983 et 1985 respectivement. Le secteur qui a été le plus affecté et le plus rapidement, c'est celui du bâtiment et des travaux publics. En termes réels, la valeur ajoutée y a diminué de 74 % entre 1979 et 1984.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Quatre raisons principales expliquent pourquoi le déficit du secteur public a persisté malgré les réductions des dépenses : les conditions du marché du café et du cacao restaient défavorables, limitant sérieusement les recettes de la Caisse de stabilisation et de soutien des prix et des productions agricoles (CSSPPA) ; le service de la dette extérieure s'alourdissait et atteignait 43 % des exportations en 1982 ; sous l'influence de la dépression, les recettes de taxes baissaient en pourcentage du PIB (22,3 % en 1981 et 18,4 % en 1984) malgré l'augmentation de certains taux ; enfin, les recettes supplémentaires que devait fournir la production pétrolière ne se réalisèrent pas (Schneider, 1992).

À partir de 1990, voilà que la situation change. Après un premier plan de stabilisation, la démocratisation engagée au milieu de 1990 et la mise en œuvre d'un nouveau plan de stabilisation des grands équilibres permettent d'enregistrer des succès concernant le déficit du budget de l'État et des entreprises para-étatiques. De 224 milliards de FCFA en 1989, celui-ci devait tomber à près de zéro en 1991. L'année suivante, malgré les rigueurs et les restrictions de la seconde partie du plan, le système productif fonctionne et la balance commerciale est toujours positive (+320 milliards de FCFA en 1990).

Cette performance ne doit cependant pas faire oublier d'autres aspects fort inquiétants ; la balance des paiements est toujours fortement négative essentiellement du fait de la dette extérieure. L'énorme montant de la dette intérieure continue à paralyser l'économie et les services publics de l'État ou des collectivités locales. Cette dette s'élèverait à environ 13 milliards de dollars en 1999.

On a pu également constater une amélioration des rentrées fiscales notamment en matière d'impôts fonciers. On peut dire que l'économie générale du pays est encore déprimée, puisque le revenu national per capita, évalué à près de 900 dollars américains vers la fin des années 1980, a par la suite continuellement chuté pour se retrouver à 670 en 1999.

Ghana : optimisme à l'horizon

En dépit du fardeau de la dette, l'économie s'améliore

Quand le capitaine Jerry Rawlings, à la suite d'un coup d'État en 1981, accéda au pouvoir, il aurait déclaré « qu'il ne faudrait rien de moins qu'une révolution pour changer le sort du Ghana ». Si révolution il y a eu, du moins sur le plan économique, c'est l'adoption par le Ghana, pour remédier au marasme économique, d'un plan de restructuration économique et d'austérité en 1983, après avoir suspendu les budgets de 1982 et 1983.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Ce plan de stabilisation avait été conçu ou à tout le moins inspiré par la Banque mondiale et le FMI. L'idée de base de ce plan de redressement de la Banque et du FMI était de stimuler les exportations. Ainsi, la première mesure aura été la dévaluation du cédi. De 2,75 cédis, le dollar après dévaluation s'est échangé à 30 cédis. Ensuite, après quelques années, d'autres dévaluations suivirent, le dollar s'échangeant contre 90 cédis en 1986 et contre 326 cédis en 1990.

Le gouvernement a aussi éliminé les subventions notamment à l'achat de carburant, mis au chômage un très grand nombre de fonctionnaires, augmenté les prix de certains produits de première nécessité, éliminé les obstacles à l'exportation des produits de base et procédé à un réalignement général des prix des biens et services. Ainsi, le prix du cacao au producteur est passé de 224 000 cédis la tonne à 251 200 cédis, soit un accroissement de 12,4 %. Les signes avant-coureurs se sont fait sentir très tôt, car l'économie du Ghana enregistrait une croissance réelle du PNB de 7,6 % en 1984 et de 5,3 % en 1985.

Le programme de redressement

En 1983, les recettes à l'exportation du Ghana s'élevaient à 471,6 millions de dollars américains contre 1,25 milliard quelques trois ans plus tôt. L'inflation en 1985 était de 125 %. La récolte de cacao, la principale ressource, était seulement de 159 000 tonnes, alors que le secteur minier, seconde principale source de revenu, et le caoutchouc donnaient de très faibles rendements. Depuis l'application du programme de redressement, le PNB s'est accru bon an mal an de 5 %, l'inflation a été ramenée aux environs de 1 % (12 % en 1991) et le déficit budgétaire a été éliminé. Les recettes d'exportation du Ghana avoisinent maintenant le milliard de dollars.

Pour les trois dernières années, la production de cacao du Ghana a atteint 300 000 tonnes, se plaçant ainsi au 3^{e} rang de la production mondiale. En 1990, les exportations de minéraux du Ghana, principalement l'or, mais aussi les diamants, le manganèse, la bauxite ont pu procurer au pays 234 millions de dollars américains, soit un accroissement de 23,2 % par rapport à 1989. Ainsi, entre 1986 et 1990, le Ghana, outre une croissance annuelle de 5 % sur le continent africain, où un taux de croissance de 2 % est la norme, a transformé son déficit budgétaire en surplus budgétaire.

En 1988, les obligations au titre du service de la dette, incluant les arriérés, équivalaient à 70 % des recettes d'exportation du Ghana. En 1991, après une baisse annuelle régulière, les obligations du

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

service de la dette sont tombées à 30 % des recettes d'exportation, laissant ainsi une plus grande part du revenu à l'investissement et à la croissance économique. Si la dette publique extérieure du Ghana atteint 4,1 milliards de dollars en 1992, le ratio du service de la dette passera de 30 % à 25 %. Mais à cause des incertitudes quant aux perspectives des termes de l'échange, notamment en ce qui concerne le redressement des prix du cacao, le gouvernement veut agir maintenant avec une grande prudence pour gérer la dette. En pourcentage du PNB, la dette extérieure représentait 61,9 % en 1988, 66,4 % en 1989 et 66,3 % en 1990. Ainsi l'économie s'améliore, mais la dette constitue toujours un lourd fardeau.

Les mesures budgétaires de 1992

En janvier 1992, le budget qui a été présenté était destiné à créer un meilleur climat d'investissement et à accélérer la réforme des structures économiques. Les dépenses du budget qui ont été envisagées pour 1992 se sont élevées à 526 milliards de cédis (1,34 milliards de dollars) et au niveau des revenus à 483 milliards de cédis (1,23 milliards de dollars) incluant les prêts étrangers qui sont de l'ordre de 83 milliards de cédis, soit environ 200 millions de dollars. Pour une seconde année consécutive, le gouvernement a annoncé une élimination des taxes dans le cadre d'une réforme fiscale à tous les niveaux.

Au niveau de la taxe sur le revenu personnel, la réduction a été accrue, atteignant 150 000 cédis, soit 383,78 dollars par an. Des réductions ont été accordées aux revenus les plus élevés et elles sont passées de 25 % à 35 % pour les salaires annuels ne dépassant pas 14 millions de cédis, soit 35 820 dollars. La taxe corporative sur le commerce, l'imprimerie et l'édition a aussi été réduite à 50 %, soit un taux standard de 35 %.

La taxe retenue sur les dividendes a été réduite de 15 % à 10 %. La taxe d'affaires appliquée au secteur financier est tombée de 50 % à 45 %. Il est à espérer que cette mesure constituera un stimulant pour les banques et les institutions financières prêteuses, les incitant à réduire les taux d'intérêt au niveau des dépôts et des prêts.

En général, les taxes d'accise et les taxes de vente restent inchangées mais la taxe sur les produits de luxe, « la super taxe de vente », qui avait été réduite dans le budget de 1991, a été abolie. Cependant, la taxe spéciale sur les importations a été maintenue, mais sa portée a été réduite de 10 à 40 % à un taux minimum de 10 %. Aux téléviseurs, noir et blanc et couleur, seront appliqués des droits de douane de 10 % et des taxes de ventes de 7,5 %.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Pour encourager l'industrie de la construction, les droits de douane et les taxes de vente sur les matériaux de construction ont été abolis. Pour les voitures, jusqu'à 1 800 cc, le nouveau budget appliquera un droit de douane de 5 % et une taxe de vente de 7,5 %. De 1 801 à 2 500 cc, ce sera un droit de douane de 25 %, une taxe de vente de 35 % et une autre taxe sur les véhicules de 10 %.

La structure des échanges extérieurs

Dans le budget de 1992, on s'attend à ce que le déficit du compte courant, excluant les transferts officiels s'abaisse, passant de 277 millions de dollars en 1991 à 238 millions de dollars en 1992. On s'attend également à ce que les recettes d'exportation s'accroissent passant de 1 294 millions de dollars à 1 356 millions de dollars en 1992, et à ce que la balance des paiements dans son ensemble dégage un surplus de 90 millions de dollars.

La politique de libéralisation du commerce extérieur du gouvernement depuis le début de la politique de redressement économique en 1983 a eu un impact considérable sur le mode et la structure des échanges commerciaux avec l'extérieur. Le volume du commerce extérieur du Ghana a continué de s'accroître grâce à l'introduction d'un marché de devises étrangères entre banques, à la rationalisation de la structure des droits et douane et autres taxes sur le commerce extérieur, et à la réduction de certaines taxes spéciales sur les importations.

Tout au long des années 1990, les principaux indicateurs économiques se sont vite dégradés. D'abord, la dette extérieure totale du Ghana, loin de diminuer s'est amplifiée, passant de près de quatre milliards de dollars en 1990 à environ sept milliards en 1998. Le service de la dette en pourcentage des recettes d'exportation demeure relativement élevé en s'échelonnant entre 25 % et 38 % sur cette période de comparaison. La dette extérieure totale en pourcentage du PIB connaît depuis une nette inflexion à la hausse pour franchir le cap de 100 % en 1994 et par après osciller autour de 93 %. Le compte courant demeure fortement déficitaire. Il n'en fallait pas plus pour que la revue *Jeune Afrique économique* (17 décembre 2001, p. 52-53) tire la conclusion suivante :

> Ancien « élève modèle » du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale, dans les années 1970-1980, le Ghana, alors présidé par Jerry John Rawling, n'a pas réussi à redresser son économie : ses principales productions à l'exportation ont subi de plein fouet la chute des cours mondiaux des matières premières, notamment l'or et le cacao. Exemple : le cacao, dont le Ghana est le deuxième producteur mondial, après la Côte d'Ivoire, avec plus de 400 000 tonnes produites,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

a vu son chiffre d'affaires tomber de 610,6 millions à 428,2 millions d'euros entre 1999 et 2000. Cette dégradation de l'économie ghanéenne est d'autant plus préoccupante que le pays avait pris toute une série de mesures pour l'éviter.

Source : *Marchés tropicaux*, 18 septembre 1992, p. 24-29.

4.2.2. Le Brésil, l'Argentine et le Chili face à l'endettement et l'inflation : la solution orthodoxe et la solution hétérodoxe

En 1992, lénorme dette extérieure brésilienne, de l'ordre de 120 milliards de dollars, ne semble toujours pas près de se résorber. Cette grave préoccupation est également partagée par la plupart des pays latino-américains, dont l'Argentine et le Chili. Ce problème lancinant se juxtapose à celui d'une inflation débridée qui afflige ces pays, laquelle s'accompagne parfois de poussées hyperinflationnistes. Ainsi, les prix ont augmenté de 6 500 % durant la seule année 1990 en Argentine[19].

Notre propos est d'examiner les remèdes ou du moins les amorces de solutions apportées par les dirigeants politiques de ces pays. Celles-ci sont axées autour de deux grandes écoles de pensée : l'approche orthodoxe et l'approche hétérodoxe. Ces deux théories ont largement inspiré les gouvernements successifs du Brésil, de l'Argentine et du Chili depuis une trentaine d'années dans leurs efforts visant à juguler l'inflation et à résorber la dette externe.

La solution orthodoxe dérive directement de la théorie monétariste préconisée par l'École de Chicago. Elle se fonde sur le postulat selon lequel tous les facteurs qui génèrent le déséquilibre de la balance des paiements extérieurs seraient liés d'une façon ou d'une autre à l'offre excessive de monnaie (voir chapitre 1). Ce modèle s'appuie sur trois types de mesures correctrices, à savoir :

- la limitation de la croissance de la monnaie et des divers moyens de paiement ;
- une politique fiscale restrictive consistant à réduire le déficit budgétaire par la contraction des dépenses publiques ;
- une modification des prix relatifs, c'est-à-dire du rapport entre les prix des produits importés et les prix des produits exportés, soit par une hausse des premiers, soit par une baisse des seconds.

19. *L'État du monde 1992*, édition La Découverte, Paris, p. 436.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Afin d'en accroître l'efficacité, ces dispositions s'accompagnent en général d'une politique de fixation du taux de change et de libéralisation des échanges cmmerciaux par la réduction ou l'abolition des barrières douanières. L'approche orthodoxe vise essentiellement à réduire progressivement et doucement l'inflation. Ce modèle orthodoxe est approprié à trois types de contextes économiques :

- les pays qui subissent une inflation faible ou modérée, avec des taux de l'ordre de 20 % à 40 % par année ;
- les pays qui connaissent normalement de faibles taux d'inflation, mais qui font face occasionnellement à de brusques poussées inflationnistes consécutives aux dévaluations entreprises pour réduire l'endettement (le cas du Costa Rica au début des années 1980) ;
- les pays aux prises avec l'hyperinflation (les cas de l'Allemagne de 1920 ou e l'Argentine de 1990)[20].

Bref, le modèle orthodoxe est non expansionniste et peu interventionniste ; il se fonde sur les préceptes du néolibéralisme. Contrairement à l'approche orthodoxe, « pure et conforme à la doctrine (libérale) », l'approche hétérodoxe peut être qualifiée de mixte, d'hybride. C'est une théorie qui concilie rigueur financière, comme dans le modèle précédent, et croissance économique. Elle s'inspire donc à la fois de Friedman et de Keynes.

Selon la définition donnée par Kiguel et Liviatan (1992), les programmes hétérodoxes combinent les politiques fiscales et monétaires restrictives proprement orthodoxes, incluant fixité du taux de change avec un contrôle temporaire des prix et des salaires, généralement sous forme de gel pur et simple, ainsi que des mesures de lutte au chômage. Sitôt ces buts atteints, le régime orthodoxe prévaut à nouveau. De façon plus générale, les politiques de stabilisation des prix et des salaires supposent l'intervention directe des pouvoirs publics et donc le rejet au moins ponctuel des mécanismes du libre marché[21]. Les politiques hétérodoxes portent également sur une réforme monétaire centrée sur la création d'une nouvelle unité monétaire (l'austral, en Argentine). Les programmes hétérodoxes visent essentiellement à mater l'inflation rapidement, souvent par la création d'un effet de surprise auprès des divers agents économiques. L'inflation est en effet considérée à la fois comme

20. Miguel Kiguel et Nissan Liviatan, « When Do Heterodox Stabilization Programs Work ? », *The World Bank Research Observer*, vol. 7 (1), janvier 1992, p. 35-57.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

la cause et la manifestation principale de l'instabilité économique. Si l'on parvient à la juguler, pensent les partisans de cette approche, la croissance économique reprendra. Les politiques hétérodoxes conviennent généralement aux pays aux prises avec une forte inflation chronique. En définitive, l'hétérodoxie se distingue de l'orthodoxie par son caractère interventionniste et expansionniste et par l'inclusion de préoccupations sociales. Examinons les politiques entamées au Brésil.

Expérience brésilienne

En 1985, dans la foulée du plan Baker, le Brésil se voit imposer un plan d'ajustement structurel par le FMI et les grandes banques internationales créditrices, soit une série de mesures draconiennes de redressement économique et d'assainissement financier dont l'application constitue une condition obligatoire pour bénéficier de nouveaux prêts et crédits. Il s'agit de politiques monétaires et fiscales très restrictives d'inspiration orthodoxe qui consacrent la dépendance économique du géant brésilien par rapport aux pays créditeurs, en particulier les États-Unis, dépendance jugée humiliante pour les Brésiliens. Ainsi, le Brésil a subi une mutation radicale en moins de 10 ans. Les perspectives économiques se sont considérablement assombries alors que le modèle orthodoxe s'est substitué au modèle hétérodoxe. Du moins une mutation radicale en apparence…

Alors qu'il effectue laborieusement sa transition vers le retour au régime démocratique, le Brésil, sous la gouverne du président Sarney, renoue avec l'approche hétérodoxe. En effet, celui-ci est déterminé à mater une fois pour toutes une inflation galopante sans toutefois provoquer la récession. C'est pourquoi il adopte le plan Cruzado (en fait, le premier plan Cruzado), ou plan Tropical. C'est le premier d'une série de programmes hétérodoxes de redressement de l'économie. Ce plan impose un gel immédiat des prix ainsi qu'un gel retardé des salaires précédé de substantielles augmentations. Il prévoit également une réduction du déficit budgétaire, la fixité du taux de change et l'expansion de l'offre monétaire par la création d'emprunts obligatoires à même l'épargne populaire. Mais, surtout, il institue une nouvelle unité monétaire ; le cruzado remplace l'ancienne monnaie, le cruzeiro.

21. Arthur Mac Evan, « La cessation de paiement : une solution pour les pays endettés d'Amérique latine ? », *Problèmes économiques*, n° 2006, 8 janvier 1987, p. 19-24.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Populaire à ses débuts, ce programme relance la consommation interne, au point de provoquer bientôt une surchauffe de l'économie. L'inflation s'emballe de nouveau, malgré la détermination du gouvernement d'y mettre fin. Le cruzado, la *monnaie miracle*, s'apprécie rapidement. Face au refus obstiné des banques internationales créditrices de négocier une réduction du montant de sa dette extérieure qui l'étrangle, le Brésil, résolu à tenir tête au FMI, annonce en février 1987 la suspension du service de la dette externe auprès des banques privées, soit les deux tiers de l'endettement total. Ce moratoire sera suspendu un an plus tard.

Entre-temps, une hyperinflation tenace contraint le gouvernement à adopter en juin 1987 un second plan Cruzado, plan anti-inflation de type également hétérodoxe, mais plus rigoureux que le précédent. Il impose en effet non seulement le gel immédiat des prix, mais aussi des salaires afin de réduire, cette fois-ci, le niveau de consommation intérieure. Malgré une réduction du déficit de la balance des paiements, la situation économique ne s'améliore guère… et l'inflation, qui atteint, pour la seule année 1987, 430 %, reprend de plus belle !

En janvier 1989, un nouveau programme de redressement économique, le plan d'Été, entre en vigueur. En plus d'imposer un nouveau gel des prix, celui-ci innove à deux chapitres. D'une part, il met un terme à l'indexation prix-salaires ; d'autre part, il s'attaque enfin à la réduction du niveau des dépenses publiques, source de gaspillages des fonds publics. Or, le manque de soutien du Congrès contribue à faire échouer une nouvelle fois ce plan. Il s'ensuit une hausse de l'offre monétaire responsable d'une nouvelle flambée inflationniste, ce qui fait avorter la désindexation instituée par le plan d'Été. La spéculation financière est intense.

C'est dans ce climat de décomposition économique que le premier président civil élu en 30 ans, Collor de Melo, entre en scène. Celui-ci annonce en grande pompe, en mars 1990, son programme pour un « nouveau Brésil » : le plan Collor. Celui-ci tranche effectivement avec les précédents à plusieurs titres. Il met d'abord fin à l'approche souple et modulée qui prévalait jusqu'alors et s'impose par sa rigueur et son caractère impératif, brutal. Il s'agit de plus d'un programme globalement orthodoxe, d'inspiration néolibérale, axé sur la lutte à l'interventionnisme de l'État et la privatisation de plusieurs grandes entreprises publiques. Sur le plan monétaire, concession à l'approche hétérodoxe, il institue la conversion des « nouveaux cruzados », qui ont eux-mêmes succédés aux cruzados, en « nouveaux cruzeiros » ! Les salaires, par ailleurs, sont réévalués au-delà du taux d'inflation, mesure plutôt hétérodoxe qui contribue à court terme à la popularité du plan.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Mais le volet le plus remarquable du plan Collor réside dans le gel de l'épargne populaire. Ainsi, 80 % des avoirs financiers et l'épargne des particuliers d'un montant supérieur à 1 000 $ par livret d'épargne sont bloqués pour 18 mois. Ce n'est que depuis septembre 1991 que ces sommes sont débloquées par tranches mensuelles égales sur 12 mois. Ces mesures visent à générer un surplus fiscal et à accroître la marge de manœuvre budgétaire du gouvernement. Les résultats sont spectaculaires, du moins à court terme. L'inflation est stoppée, au moins durant quelques mois. Par contre, la grave pénurie d'argent en circulation engendre une forte récession et une chute du commerce extérieur. Certains économistes prétendent que l'économie brésilienne a subi une surdose d'ajustement structurel.

Aussi, préoccupé par les effets jugés trop récessifs de ce remède de cheval que constitue le plan Collor, le gouvernement fait marche arrière. Il remplace celui-ci en janvier 1991 par un programme plus hétérodoxe de gel des prix et de désindexation des prix et des salaires, programme de nouveau amendé par la suite en faveur d'un dégel progressif, afin de tenter de relancer l'économie. Toutefois, ces mesures de stabilisation ne parvenaient toujours ni à juguler l'inflation ni même à réduire le fardeau de la dette externe. Du miracle brésilien au Brésil nouveau, du cruzeiro au cruzado, puis du novo cruzado au novo cruzeiro, de plans anti-inflationnistes aux moratoires sur le service de la dette, des politiques hétérodoxes aux politiques orthodoxes et vice versa, l'économie brésilienne semble décidément condamnée à tourner en rond !

En 1994, le Brésil serait le seul pays d'Amérique du Sud à être encore confronté à une hyperinflation persistante, avec un taux mensuel moyen d'inflation estimé à 40 %. C'est donc dans la perspective de stabiliser définitivement la spirale inflationniste que le gouvernement brésilien, après diverses tentatives qui se sont toutes révélées infructueuses, a créé une nouvelle unité monétaire devant servir de monnaie étalon désignée par son acronyme portugais : l'URV[22]. Instituée le 1er mars 1994, cette monnaie de référence a ceci de particulier qu'elle est alignée sur le dollar américain et qu'elle doit servir d'unité de référence pour la fixation des prix, des divers tarifs, des salaires ainsi que des taux d'intérêt. Ainsi, les prix libellés en cruzeiros continueront normalement à grimper, mais resteront stables en termes d'URV ou de dollars. Par ailleurs, les salaires seront fixés en URV à partir des prix et salaires moyens des quatre mois précédents, tandis que les autres prix continueront à fluctuer librement.

22. I. Vincent, « Brasil Aims New Weapon at Inflation », Report on Business, *The Globe and Mail*, 8 mars 1994, p. B6.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cette mesure suscite une vive inquiétude chez les salariés qui appréhendent une baisse de leur rémunération en termes réels, et engendre également une certaine confusion parmi certains analystes financiers. Ceux-ci soulignent le fait que l'URV est une unité artificielle créée par décret gouvernemental, dont la valeur ne tient aucunement compte des mécanismes de marché, et craignent que ceci ne favorise une relance de l'inflation, tout comme les dix précédents programmes de stabilisation économique. Ils saluent d'ailleurs la sagesse avec laquelle le gouvernement argentin a instauré, fin 1991, un peso entièrement convertible en dollar, en prenant soin d'attendre que cette nouvelle monnaie s'appuie sur des réserves monétaires fixes avant d'autoriser son émission sur le marché.

Cette politique d'ancrage sur le dollar américain accompagnée d'une politique monétaire restrictionniste ramène l'inflation de l'ordre de 2000 % du début 1990 à 4,9 % en 1999. La politique économique menée par Cardoso, à savoir une plus grande ouverture commerciale à la fois régionale (traité Mercosur) et multilatérale, ainsi qu'une privatisation suffisent pour relancer l'investissement direct étranger et dynamiser l'économie. Mais comme le précise la revue Cyclope (1999, p. 37-44), le talon d'Achille du plan Real est le laxisme budgétaire des administrations locales et centrales qui créé un déséquilibre des finances publiques et un alourdissement continuel de la dette extérieure. La politique du réal fort et l'endettement conduisirent à de hauts taux d'intérêts, de l'ordre de 30 % – 45 % vers la fin des années 1990, ce qui accula de nombreuses entreprises à la faillite et créa un haut taux de chômage. Incapable de défendre le réal, le gouvernement décide dès 1999, de dévaluer sa devise et de la laisser flotter, ce qui se traduit aussitôt par une chute libre. Le retour prévisible d'une inflation débridée risque d'amener le Brésil sur la voie d'une austérité budgétaire sans précédent.

L'expérience argentine

Le retour au pouvoir des civils avec l'élection d'Alfonsin, en 1983, s'effectue en pleine débâcle économique. En effet, les militaires ont légué à leurs successeurs une dette extérieure cinq fois plus élevée que celle de 1976 et qui atteint alors 45,6 milliards de dollars ainsi qu'un régime hyperinflationniste, avec un taux d'inflation de 434 % pour l'année 1983. Afin de stopper les anticipations inflationnistes sans compromettre la relance économique, le président Alfonsin instaure en 1985 le plan Austral, précurseur des programmes de stabilisation hétérodoxes en Amérique du Sud. Ce plan impose en effet un gel immédiat de tous les prix et des salaires, en escomptant tirer parti de l'effet de surprise. Il vise également une forte réduction du déficit budgétaire, déficit financé

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

par les seules ressources financières disponibles, sans recours à l'émission de nouvelle monnaie, ce en quoi il se conforme aux directives du FMI. Il institue également une nouvelle unité monétaire, l'austral, aligné sur le dollar. Un tel programme n'est pas sans rappeler le plan Cruzado de 1986 au Brésil, qui s'en est vraisemblablement inspiré.

Ce plan ne s'attaque toutefois à aucun des problèmes structurels de l'économie et n'enraye donc pas la stagnation économique. Il permet néanmoins de stopper l'inflation durant plus d'un an, ce à quoi il doit sa grande popularité. Mais les pressions inflationnistes se font à nouveau sentir peu à peu et forcent le gouvernement à remplacer le gel des prix par un système des « prix administrés » en avril 1986, autre forme de contrôle, plus souple et plus modulé, des prix. Cette mesure n'empêche pas l'inflation de réapparaître, puis de s'accentuer et l'austral de se déprécier rapidement dans un contexte de stagnation économique persistante. Après d'autres tentatives de stabilisation des prix, toutes aussi vaines les unes que les autres, le plan Primavera est adopté en août 1988. Celui-ci vise le contrôle de l'inflation par l'imposition de taux d'intérêt réels élevés et cherche à stimuler les exportations et à restreindre les importations par la dévaluation de l'austral.

C'est au cœur d'une crise économique quasi sans précédent que les Péronistes sont portés au pouvoir en 1989 avec à leur tête le président Menem. L'hyperinflation atteint des sommets sans précédent, avec un taux record de 200 % par mois, tandis que l'austral se déprécie à vive allure, soit de 515 % durant les quatre premiers mois de 1989[23]. Après une courte période de grâce postélectorale, le nouveau président est confronté à son tour à une débâcle économique. Il confie alors à une importante firme agro-alimentaire, Bunge y Borne, le soin de préparer un programme radical de redressement économique destiné à réduire de façon brutale l'imposant déficit budgétaire : « la chirurgie sans anesthésie », selon les mots d'un ministre de l'Économie. Ce plan impose en effet une discipline fiscale extrêmement rigoureuse caractérisée par une réduction considérable des dépenses publiques, par des privatisations massives d'entreprises d'État, par de substantielles hausses de tarifs publics et par une dévaluation de 160 % de l'austral. C'est avec l'aval du FMI que le président Menem adopte cette politique nettement néolibérale, d'inspiration orthodoxe. Par rapport à l'idéologie péroniste traditionnelle, très nationaliste et anti-FMI des années 1950, il s'agit d'un virage à 180 degrés, voire d'une hérésie aux yeux des fidèles de Peron qui désavouent leur président.

23. *L'État du monde 1989-1990*, édition La Découverte, Paris, p. 139.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Aussi, ces derniers ne tardent-ils pas à exploiter le mécontentement populaire causé par l'austérité, de sorte que l'instabilité sociale réapparaît assez rapidement. De même, après une courte accalmie, l'inflation reprend au galop tandis que l'austral continue de se déprécier. Afin d'enrayer cette dépréciation et de favoriser les exportations par un taux de change avantageux, le gouvernement amorce une « dollarisation » de l'économie argentine : le dollar est amené à concurrencer de plus en plus la devise nationale sur le marché domestique. Menem escompte ainsi liquider peu à peu une dette externe qui poursuit toujours sa progression.

Préoccupé par la dégringolade du cours de l'austral, le gouvernement adopte, en mars 1991, le plan de convertibilité de la monnaie, ou plan Cavallo. Celui-ci instaure l'entière convertibilité de l'austral, dont le taux de change est fixé à 10 000 A pour 1 $, ainsi qu'une politique monétaire restrictive : la Banque centrale n'est plus autorisée à imprimer de billets en vue de financer le déficit. Cette politique orthodoxe donne des résultats très encourageants durant l'année 1991 : une inflation considérablement réduite avec des taux mensuels de 2 % à 3 % ; un rapatriement des capitaux nationaux placés à l'étranger, signe d'une nouvelle confiance en l'avenir économique du pays ; une reprise de la croissance économique avec un PIB en hausse de 5 %, estime-t-on. Toutefois, en janvier 1992, alors que le peso, aligné sur le dollar, remplace l'austral, des hausses de prix de services publics et de denrées de base sont annoncées.

L'Argentine a finalement pu maîtriser la crise inflationniste depuis l'instauration du plan de convertibilité monétaire. Elle jouit en effet d'un taux annuel d'inflation inférieur à 10 % depuis lors, amélioration radicale par rapport aux années précédentes, d'un budget équilibré et d'un taux de croissance annuel de 8 %[24]. Cependant, la contrepartie de cette politique économique réside en un coût social très élevé. En effet, il n'existe guère en Argentine de politique de sécurité sociale à l'échelle nationale. Par ailleurs, tandis qu'une minorité de privilégiés jouissent d'un niveau de vie très élevé (le *jet set* argentin), 18 % de la main-d'œuvre nationale est sous-employée ou au chômage, victime de la réduction de la taille de l'appareil gouvernemental et des privatisations massives d'entreprises d'État, et croupit dans la pauvreté. Les salaires des fonctionnaires sont versés avec beaucoup de retard, et parfois non intégralement, ce qui a provoqué en décembre 1993 de très violentes émeutes à Santiago del Estero, dans la région la plus déshéritée du pays. Cette

24. *The Economist,* « Argentina, The Other Side of the Halo », 12 février 1994, p. 38.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales,* Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

explosion de violence a contraint le gouvernement, depuis lors, à se préoccuper enfin, quoique timidement, du problème endémique du chômage.

Mais la dette extérieure de l'Argentine ne fait que s'allourdir pour atteindre 148 milliards en 1999, soit environ 50 % du PNB. Le ratio du service de la dette sur les recettes d'exportation de 37,1 % en 1990 baisse légèrement par après pour fluctuer autour de 30 % jusqu'en 1995 et pour se relancer de nouveau et dépasser le seuil de 58 % en 1998. Le compte courant est fortement déficitaire de plus de 10 milliards de dollars vers la fin des année 1990 doublé aussi d'un niveau élevé de déficit budgétaire sur les quatre années de 1995, 1996, 1997 et 1998. La suite des événements devient difficile, voire tragique pour l'Argentine. En effet, en décembre 2001, le naufrage Argentin survient, caractérisé à la fois par une faillite économique et une crise politique sans précédent. Quelles sont les causes de ce marasme ?

Comme il est mentionné un peu plus haut, suite à une longue période d'hyperinflation éprouvante, l'Argentine décide au début des années 1990 de lier sa devise peso sur le dollar américain selon la parité de un pour un. Cette politique d'ancrage sur le dollar a permis de régler le problème d'inflation, mais les taux d'intérêt demeurent encore relativement élevés dans ce pays. Comme le dollar américain s'est sensiblement apprécié vers la fin des années 1990, le peso Argentin le devient par le fait même, rendant ses exportations moins compétitives, d'autant plus que cette appréciation n'est pas compensée par une hausse de productivité d'où la stagnation économique et une forte remontée du taux de chômage. Parallèlement, le gouvernement central et celui des provinces ne fait qu'accumuler des déficits pour le financement des programmes publics, de paiement de salaires et de pensions des employés du secteur public, tout en empruntant massivement sur les marchés étrangers.

Aussitôt que l'économie plonge en récession au début de 2001, les revenus chutent, les taux d'intérêt grimpent et le gouvernement se voit dans l'incapacité de répondre à ses obligations de service de la dette extérieure. Les voies pour la « pesofication » de l'économie argentine s'avèrent ainsi bien tracées. Le 3 février 2002, le gouvernement argentin a rendu public son plan anti-crise, dans lequel il abandonne le dollar comme devise de référence et laisse donc flotter le peso. Aussi, un nouveau budget est par après présenté, visant pour l'essentiel à une réduction du déficit sans néanmoins sabrer dans les dépenses sociales.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

L'expérience chilienne

L'histoire politique récente du Chili se confond ni plus ni moins avec celle des 16 ans de dictature de Pinochet, dont l'idéologie farouchement anticommuniste a joué un rôle déterminant dans le choix des orientations économiques et des politiques de stabilisation des prix et de l'endettement. Au moment où la junte militaire dirigée par Pinochet s'empare du pouvoir en 1973, le Chili subit une grave stagflation (stagnation économique et inflation combinées) largement provoquée par des facteurs externes, à savoir la chute brutale des cours mondiaux du cuivre, principal produit d'exportation du pays, et par la déstabilisation du prix d'autres matières premières[25]. De plus, l'inflation, favorisée par l'incertitude politique et par les anticipations inflationnistes, fait des ravages. Elle est causée par une demande excédentaire, fruit des dépenses publiques excessives et de salaires trop élevés. Tel est du moins le diagnostic posé par Pinochet à son arrivée au pouvoir, diagnostic posé de façon doctrinaire et trop absolue selon certains économistes, mais qui justifie aux yeux du nouveau régime l'instauration d'une politique monétaire restrictive rigoureuse destinée à combattre l'inflation.

Il s'agit d'une approche tout à fait orthodoxe. Ces mesures restrictives portent sur une diminution radicale des dépenses publiques et sur une libération prolongée et continue des prix, ce qui accroît les anticipations inflationnistes et engendre une chute de plus de la moitié du pouvoir d'achat des Chiliens et donc une réduction de la demande intérieure. Ceci provoque une baisse considérable de la production de biens durables. De plus, le commerce extérieur est libéralisé, les subventions gouvernementales sont abolies, ce qui stimule les exportations et fait croître la demande extérieure. On assiste donc à un transfert de la consommation interne à la consommation externe ainsi qu'à un transfert des avoirs de l'État vers le secteur privé. La mise en place simultanée et rapide de cette double politique, restrictive sur le plan interne et expansionniste, d'ouverture, sur le plan externe ne permet guère d'enrayer la stagflation avant 1977.

Préoccupé par le poids considérable de la dette externe, Pinochet se fixe comme objectif le rétablissement coûte que coûte de l'équilibre budgétaire, objectif qu'il atteindra en 1988. Il rembourse même par anticipation une partie de la dette extérieure, permettant à celle-ci de décroître de 21,5 milliards à 17,5 milliards de dollars de 1987 à 1989. Il privatise partiellement la Banque de l'État et accélère la vente d'entre-

25. Alejandro Foxley, « Stabilization Policies and Stagflation : The Cases of Brazil and Chile », *World Development*, vol. 8, 1980, p. 894 sqq.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

prises nationales. Cette politique ultra-orthodoxe, si elle satisfait le FMI, comporte néanmoins un coût social démesuré pour la majorité des Chiliens, dont 80 % voient leur revenu décroître au cours des années 1980. Les grèves se multiplient.

Par contre, la reprise des exportations consécutives à la dévaluation d'un peso surapprécié favorise la relance de l'économie à partir de 1984, malgré la persistance du chômage. D'autres dévaluations du peso suivent et visent un ajustement des prix domestiques sur ceux du libre marché. Depuis lors, le Chili bénéficie d'un taux de croissance économique soutenu, taux grimpant à 10 % en 1989. Les barrières tarifaires à l'importation sont éliminées. L'investissement privé est fortement stimulé. Le capitalisme populaire, caractérisé par la vente massive d'actions au grand public est valorisé. Cette croissance soutenue engendre toutefois une certaine surchauffe de l'économie et donc un risque de reprise inflationniste. Celle-ci est contenue par la limitation de la croissance de la masse monétaire et des divers moyens de paiements ainsi que par la hausse des taux d'intérêt décrétée par le gouvernement. Avec des taux annuels inférieurs à 20 %, l'inflation reste dans l'ensemble modérée depuis 1982.

Au moment où Pinochet quitte le pouvoir, fin 1989, le Chili affiche la meilleure performance économique (ou la moins pire…) d'Amérique du Sud, du moins si l'on ne se fie qu'aux seuls indicateurs macroéconomiques. L'approche orthodoxe et ultralibérale privilégiée par celui-ci n'a toutefois pas toujours donné des résultats économiques aussi brillants, tant s'en faut, notamment durant les premières années du régime. Quant au bilan de celui-ci, en matière sociale et de respect des droits démocratiques, le constat est évidemment très… discutable, mais là n'est pas notre propos.

En 1989, les forces d'opposition démocratique à Pinochet, regroupées au sein de la Concertation présentent un programme électoral hétérodoxe, plus souple et moins doctrinaire, en matière économique. Soucieux de concilier le maintien de la bonne performance de l'économie des dernières années avec une certaine justice redistributive, celui-ci vise une croissance économique à la fois stable et équitable. Il préconise, d'une part, la progression de l'emploi et de la productivité ainsi qu'une diversification des exportations dont la structure est trop axée sur le secteur primaire (minerais, produits agro-alimentaires). Mais il prévoit, d'autre part, une réforme fiscale basée sur une hausse des impôts aux entreprises ainsi qu'une hausse des salaires réels.

Une fois portée au pouvoir en décembre 1989, la Concertation, dirigée par le président Aylwin, applique pour l'essentiel ce programme, du moins les premières étapes. Depuis lors, le nouveau président a réussi

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

à redresser la balance des paiements, laquelle affiche un excédent en 1991, grâce à l'afflux de capitaux et des investissements. Ainsi, le Chili maintient toujours sa bonne performance économique, tant et si bien qu'il offre les perspectives les plus favorables du continent sud-américain.

Enfin, cité souvent en exemple, le Chili poursuit sa trajectoire expansionniste, basée sur une forte stimulation des exportations, mais est par contre confronté à de sérieux déséquilibres sociaux et à un grave problème de pauvreté, comme pour l'Argentine.

4.3. Synthèse

Ni le recours à la solution orthodoxe, ni le recours à la solution hétérodoxe, même appliquées avec le maximum de rigueur, ne suffisent à résorber de façon définitive l'inflation chronique et à réduire le fardeau de la dette externe. Ainsi, partisan généralement du régime hétérodoxe, le Brésil, qui a pourtant connu son heure de gloire « miraculeuse », subit une inflation démesurée et croule sous le fardeau d'une dette extérieure considérable. Même bilan lamentable, malgré un certain répit de l'inflation, en ce qui concerne l'Argentine qui, après avoir autrefois connu la prospérité, a expérimenté à la fois des politiques hétérodoxes et orthodoxes. Par contre, le Chili, « élève modèle » pro-orthodoxe du FMI, affiche désormais, après avoir connu bien des déboires, la performance économique la moins sombre d'Amérique du Sud, malgré toutefois un endettement très élevé et un bilan social très lourd. Cette performance se maintient par ailleurs sous l'actuel régime hétérodoxe.

Quelle que soit l'approche macroéconomique considérée, aucune des politiques adoptées par ces trois pays, qui disposent pourtant de multiples atouts, ne s'est attaqué à fond aux problèmes structurels de leur économie. En fait, une reprise économique durable n'y est envisageable, pensons-nous, que par une libéralisation accrue du commerce international, par une stabilisation des cours des matières premières, mais, d'abord et avant tout, par une réduction considérable, voire un effacement pur et simple de la dette externe des PVD.

Cependant, il faut reconnaître que le FMI n'a pas les facilités financières suffisantes pour prêter à court ou à moyen terme aux pays membres. L'objectif du Fonds consistant à « *fournir la possibilité de corriger les déséquilibres de la balance des paiements sans recours à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale* » devient dès lors illusoire. Ni la création des DTS, ni celle des facilités élargies, des facilités d'ajustement structurel, des facilités d'ajustement structurel renforcé, des facilités de financement compensatoire et pour

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

les imprévus et des facilités pour la transformation systémique, l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE renforcé), et la facilité pour la réduction de la pauvreté (FRPC) ne parviennent véritablement à corriger les déséquilibres de paiements internationaux. En effet, la dette extérieure des PVD, d'un montant de près de 600 milliards en 1980, ne fait que s'accroître année après année, dépassant la barre des 2500 milliards en 1995. Bien qu'importants en valeur absolue, les crédits du Fonds ne représentent qu'une fraction marginale de la dette totale des PVD (1,7 % en 1998) [La Banque mondiale (1999)].

Par ailleurs, les évaluations d'impact des facilités de crédit du FMI ne sont guère concluantes. Rapportons ici les propos de Fieleke (1994) :

> les évaluations des tentatives qui sont réalisées donnent des verdicts mitigés et douteux. Par exemple, deux des plus sophistiqués rapports faits par des économistes du Fonds lui-même aboutissent à des conclusions contradictoires. L'un trouve que les programmes du prêt du Fonds ne produisent aucun effet significatif sur la balance des paiements du prêteur, son taux d'inflation, sa croissance économique (Goldstein et Montiel – 1986). L'autre trouve une amélioration de la balance des paiements, aucun effet sur l'inflation et une certaine baisse du taux de croissance économique (Khan, 1990, p. 222).

Il semble même que ses patients, que ce soient le Mexique, la Corée, la Thaïlande, le Ghana, trouvent les remèdes du FMI amers et particulièrement indigestes, d'où l'impopularité du FMI avec ses programmes d'ajustement structurel. Quel que soit l'état de cette controverse, le plus qu'on puisse en dire est que les facilités de crédit du FMI, couplées à d'autres mesures arrêtés au Club de Paris ou de Londres, ont permis d'empêcher la défaillance immédiate du système financier international en aidant à résoudre temporairement les problèmes de liquidités des PVD. Mais la crise de l'endettement extérieur de ces pays, déclenchée dès le début des années 1980, n'a pas jusqu'ici trouvé une solution satisfaisante. Les DTS, créés pour éviter des déséquilibres importants dans les balances des paiements, n'ont toujours pas gagné leurs lettres de noblesse en raison notamment de l'évolution des marchés financiers privés qui ont pu se substituer au rôle qu'auraient pu jouer les DTS.

Les PAS ont sans aucun doute un biais systématique vers l'économie de marché. Mais il est difficile d'envisager d'autres avenues de politiques dans un environnement dominé par la dette extérieure. En effet, on ne saurait demander aux banques commerciales privées d'accorder des lignes de crédit à des pays qui font peu de cas de l'allocation efficace des ressources surtout que les pays créditeurs sont eux-mêmes contraints d'opérer le virage vers des politiques de nature

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

restrictive. Il n'y a que deux ombres dans les PAS des PVD : l'insuffisance d'apports directs de capitaux et la lenteur du processus de démocratisation de ces pays.

Achille Mbembe (1993), professeur d'histoire à l'Université de Pennsylvanie, a livré sa perception des programmes d'ajustement structurel appliqués en Afrique. C'est un vrai réquisitoire contre cette politique économique, mais qui, à l'image de toutes les autres critiques, laisse le lecteur sur son appétit quant aux solutions à envisager. L'auteur, pour reprendre ses propres termes, affirme :

> En s'acharnant à démanteler toutes les interventions étatiques dans l'économie sans pour autant rendre l'État lui-même plus efficace et sans parvenir à lui assigner de nouvelles fonctions, on a sapé ses bases matérielles (déjà très fragiles), perturbé […] les logiques de constitution de clientèles et les coalitions, amoindri ses capacités de reproduction et ouvert la voie à son dépérissement. Comme on le sait, les contrôles subventionnés et les protections ne comportaient pas seulement une dimension fiscale et administrative. Ils avaient ainsi un caractère distributif et productif, le tout combiné rendait possible une certaine cohésion sociale et politique, faite de coercition, il est vrai, mais aussi d'échanges, de transferts, de réciprocité et d'obligations.

Les imperfections de jugement du professeur Mbembe paraissent évidentes. D'abord, on aurait souhaité que le professeur se préoccupe davantage des causes de l'endettement des PVD et des modalités de son règlement. Ensuite, il est facile de démontrer que les mesures de contrôle tant sur les biens importés que sur les biens exportés ont une incidence négative sur le bien-être de la collectivité. Le caractère distributif de ces protections, auquel l'auteur fait référence, a tout au contraire favorisé l'appauvrissement de la population paysanne des PVD et un enrichissement d'une partie infime de la population, disons bureaucratique et intellectuelle. Bref, les propos de Mbembe sont purement théoriques et ne collent pas aux réalités observables. Certes, on assiste aujourd'hui à un éclatement de violences, à une coercition privatisée, à une forme d'organisation du pouvoir, dont le centre de gravité est au cœur des forces armées.

Ce désordre social, loin d'être attribué aux programmes d'ajustement structurel, reflète l'état de la complaisance bienveillante, trop longtemps entretenue, envers des régimes établis depuis l'indépendance et qui confondent leur intérêt personnel et celui du peuple. On ne s'étonne pas de constater que la voie pour l'accumulation de richesse personnelle passe par le *politique*. De toute façon, les élus ou les prétendants aux fonctions d'État ne peuvent procéder à une allocation optimale des ressources. Ni la soi-disant dictature du prolétariat, qui est une flagrante contradiction dans son appellation, ni le despotisme éclairé qui est syno-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

nyme de tyrannie, ne peuvent servir de modèle d'organisation socio-économique conciliable aux réalités nouvelles. Il faut également se méfier des discours apparemment cohérents et systémiques, appelant à un désengagement complet de l'État. Le PAS doit être conçu de façon à redonner au secteur privé les activités où il peut être le plus efficace.

5. CONCLUSION

Le débat sur les programmes d'ajustement structurel mérite d'être situé dans un contexte historique d'évolution de la pensée économique. En cela, les réalités d'aujourd'hui ne constituent pas des faits isolés, mais trouvent leurs explications dans les vagues successives d'idéologies politiques, elles-mêmes développées pour répondre à des préoccupations particulières des agents économiques. Ainsi, face à la crise économique des années 1930 et aux velléités de la guerre, l'économie de marché, jusqu'alors érigée en principe, a perdu beaucoup de sa saveur, pour laisser place à l'État, sans doute mieux placé pour dénouer l'impasse. Mais depuis la fin des hostilités, les gouvernements se sont résolument appliqués à la mise en œuvre du volet expansionniste de l'École keynésienne avec comme conséquence que l'environnement économique des années 1980 et 1990 se caractérise par une stagflation, un déficit et une dette publique alourdissante, et par-dessus tout, l'échec du modèle soi-disant socialiste. Qui plus est, au principe de la main invisible des initiatives privées s'est progressivement substituée la main invisible du gouvernement. L'espoir de remise en marche de chacune des économies passe par le maintien d'un certain équilibre entre le marché et un organisme central de planification.

Les nouvelles prescriptions de politiques économiques reprennent à leur compte l'économie classique, c'est-à-dire voir à déréglementer, assurer une vérité des prix, libéraliser, contrôler l'inflation, privatiser et promouvoir la liberté des agents économiques. C'est l'essence des programmes d'ajustement structurel devant être appliqués non seulement dans les pays industrialisés, mais aussi dans les PVD. Ces derniers, aux prises avec une dette extérieure qui est loin de se résorber, disposent de peu de marge de manœuvre face aux bailleurs de fonds dont les exigences pêchent par le manque de liquidité.

Bien que les critiques des PAS s'avèrent fondées, il convient à ce niveau d'analyse de distinguer l'essence de cette politique et ses modalités d'application. Comme dans toute mesure d'austérité, le fardeau est rarement supporté par les mieux nantis de la société, mais plutôt par les groupes défavorisés qui sont aussi les moins organisés. L'allocation des ressources, au lieu d'être canalisée vers les investissements productifs,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

peut dériver davantage sous le pseudo PAS. On comprend aisément l'approche de démocratisation du système politique dans les PVD, juxtaposée au PAS. C'est dans cette perspective de revitalisation de l'économie que Duane (1990) évoque la nécessité pour les pays africains d'adapter les principes de la perestroïka. Aussi, autant il est difficile d'attribuer exclusivement la crise d'endettement des PVD à des causes structurelles internes, autant il est hors de propos d'ignorer cette source. Qui plus est, même un programme de sauvetage du type plan Marshall ne peut être envisagé, à moins d'être soutenu par des mesures de redressement spécifiquement internes aux pays visés. En aucun cas, cette orientation de politiques économiques ne vise un désengagement complet de l'État, mais plutôt de le ramener à des dimensions acceptables et compatibles avec la liberté des agents économiques.

En dernière analyse, il appert que le véritable handicap du PAS et des autres mesures de rééchelonnement de la dette des pays en développement est que ces mesures ne sont pas soutenues par une stratégie des apports directs de capitaux et que la démocratisation des régimes du tiers-monde tarde toujours à s'actualiser.

C'est pour ces diverses raisons que des voix s'élèvent pour une annulation totale de la dette. Par exemple, l'association d'organisations non gouvernementales « Jubilé 2000 » affirme clairement que la dette est « meurtrière » et empêche tout développement. Le secrétaire général des Nations Unies, M. Kofi Annan (2000, p. 18-19) déclare :

> Dans bien des pays pauvres, le fardeau écrasant de la dette extérieure est une entrave à la croissance économique. Comme ils doivent régler le service de la dette en devises fortes, ces pays n'ont plus les moyens de réaliser les investissements nécessaires dans les domaines de l'éducation et de la santé et de faire face aux catastrophes naturelles et autres situations d'urgence. L'allégement de la dette des pays très endettés doit, par conséquent, faire partie intégrante de la contribution de la communauté internationale au développement.
>
> Les rééchelonnements successifs de leur dette bilatérale n'ont pas vraiment réduit l'endettement global de ces pays. C'est pourquoi, en 1996, la communauté internationale des donateurs a lancé un initiative visant à ramener leur dette à des niveaux gérables – c'est la fameuse Initiative en faveur des pays pauvres très endettés. Toutefois, depuis son adoption, il y a trois ans, quatre pays seulement ont rempli les conditions nécessaires à son application. Neuf autres pays sont en voie de qualification, tandis que cinq ont entamé les discussions préliminaires. La situation n'évolue cependant que très lentement.
>
> J'engage les pays donateurs et les institutions financières internationales à envisager d'annuler toute la dette publique des pays pauvres très endettés, contre un engagement clair de leur part à lutter contre la pauvreté.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

> J'irai plus loin en proposant qu'à l'avenir nous envisagions la problème de la dette sous un angle entièrement nouveau. Il s'agirait essentiellement d'annuler immédiatement la dette des pays touchés par des catastrophes naturelles ou des conflits majeurs, d'étendre l'Initiative à un plus grand nombre de pays et les admettant sur la base du seul critère de la pauvreté, de fixer un pourcentage maximum du remboursement en devises, et de mettre en place un processus d'arbitrage pour concilier les intérêts des créanciers et des débiteurs, qui sont, les uns et les autres, souverains, et à mettre de l'ordre dans leurs relations.

Mais la gestion de la dette extérieure des PVD pose de sérieux problèmes, qu'une politique d'annulation pure et simple ne saurait vraiment résoudre. Des auteurs se penchent de plus en plus sur les effets d'une annulation de dette. Krugman (1988), Lancaster (1999) Sachs *et al.* (1999), Bridsall *et al.* (2000), Alesina et dollar (1998), Andrew *et al.* (1999). Raffinot (2000) parle même d' « un cadeau empoisonné de l'annulation de la dette ». Raffinot nous rappelle les propos de G. Akerlof sur le sens du mot « gift », signifiant en anglais « don », mais « poison » en allemand. En effet, le danger d'une annulation de dette serait d'amener les États créanciers à réduire les autres composantes de leur aide au développement ou d'entraîner des nouveaux emprunts même à des taux d'intérêt élevés, d'autant plus, pour reprendre l'expression même de Raffinot, que « le comportement des marchés financiers surprend parfois par l'absence de mémoire ». Le cadeau empoisonné serait alors qu'on risque de rendre les PVD encore plus dépendants de l'aide extérieure.

RÉSUMÉ : L'ENDETTEMENT EXTÉRIEUR

Ce chapitre a traité spécifiquement de la dette des PVD, de ses causes, des solutions qui jusqu'ici y ont été apportées ainsi que des perspectives possibles. Voici brièvement les faits qui en découlent.

1. L'appareil statistique est suffisamment rodé pour que l'on puisse tirer de ses données une image objective de la crise d'endettement. La dette totale des PVD, évaluée à 639 milliards de dollars en 1980, passe à 739 milliards de dollars en 1981, dépasse le cap des mille milliards en 1985 et n'arrête pas d'augmenter. Par contre, les indicateurs d'intensité de la dette (ratio de dette sur le PNB ou les exportations) ont légèrement reculé en raison, notamment, des facilités de rééchelonnement.
2. Les causes du surendettement des PVD sont multiples, mais elles peuvent se ramener à trois composantes : historique, conjoncturelle et structurelle.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

- Les faits historiques expliquent que la crise actuelle de la dette des PVD remonte aux années 1950 et 1960, lors de leur accession à l'indépendance ; n'oublions pas non plus que ces pays n'ont pas véritablement profité du plan Marshall qui a permis la reconstruction de l'Europe et du Japon après la Deuxième Guerre.
- Les causes conjoncturelles relient la crise aux revers économiques des années 1970 et 1980, alimentés par les chocs pétroliers et les politiques monétaires restrictives du Federal Reserve System. Le laxisme des institutions financières dans leurs activités de prêts aux PVD est aussi mis en cause. On ne se surprend guère que la flambée de la dette ne se soit pas limitée à un ou quelques pays, mais plutôt à l'ensemble des PVD et au même moment.
- Les causes structurelles expliquent le phénomène de la dette des PVD par la déroute des politiques macroéconomiques, lesquelles sont résolument inflationnistes, par une présence excessive et inefficace de l'État dans l'économie, par une structure d'exportation trop dépendante de quelques produits primaires et par la fuite des capitaux, elle-même générée par des réglementations excessives.

3. Les programmes de réduction de la dette sous le leadership du gouvernement américain, du Club de Paris et assisté par le FMI, ont certes permis de stopper le dérapage du système monétaire international. Les facilités de nouveaux crédits, jumelées aux politiques de rééchelonnement, ainsi que la vente à rabais des dettes sur le marché secondaire par les principales banques créditrices, ont enlevé le risque de défaut de paiement ou de répudiation de la dette. La situation budgétaire des PVD s'est donc améliorée au cours des dernières années, mais ces pays s'endettent davantage à long terme. C'est alors que les programmes d'ajustement structurel (PAS) sont élaborés comme politique active de réduction de la dette par la croissance économique. L'espoir suscité par les PAS s'annonce vain pour la simple raison qu'ils ne sont pas suffisamment supportés par un apport de capitaux ni par une démocratisation des régimes politiques dans la plupart des PVD. Une annulation pure et simple de la dette peut aussi devenir un cadeau empoisonné.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

MOTS CLÉS

accord de Houston
accord de Toronto
accord de Trinidad
ajustement structurel
Banque mondiale
cause conjoncturelle
cause structurelle
clause de bonne volonté
Club de Londres
Club de Paris
concessionnalité
conditions de Naples
conditions de Cologne
conditions de Lyon
dette concessionnelle
dette non concessionnelle
endettement
facilité pour la réduction de la pauvreté (FRPC)
FMI
grâce (période)
Jubilé 2000
marché secondaire
pays pauvres très endettés (PPTE)
perspective historique
plan Baker
plan Brady
plan Marshall / Dodge
politiques hétérodoxes
politiques orthodoxes
prêt involontaire
procès-verbal agréé
ratio de dette
recyclage des pétrodollars
rééchelonnement
répudiation
service de la dette
swap
taux d'intérêt moratoire
transfert net
VAN

PROBLÈMES DE RÉVISION

1. Énumérez et évaluez le contenu des programmes d'ajustement structurel tout en identifiant le rôle des principaux acteurs.
2. Lequel des énoncés suivants explique le mieux la situation de la crise d'endettement (une seule réponse est la bonne) ?
   a) la dette des PVD est le résultat des dépenses publiques pour soutenir les investissements productifs ;
   b) la dette des PVD est uniquement de source externe, à savoir la politique monétaire restrictive du Federal Reserve System du début des années 1980 ;
   c) la dette des PVD est le reflet d'une crise de liquidité du FMI ;
   d) la dette des PVD s'explique par le comportement des marchés financiers locaux et étrangers et par une réglementation excessive dans ces pays.
3. Le marché secondaire de disposition de la dette des PVD est particulièrement actif au cours des dernières années. Pour illustrer le fonctionnement dynamique de ce marché, vous vous référez au cas hypothétique d'un pays dont la dette extérieure s'élève à 90 milliards de dollars. Les institutions financières

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

évaluent à 1/4 la probabilité que le pays rembourse en totalité le montant et à 3/4 qu'il ne rembourse que 30 milliards de dollars. Dans ce contexte, vous répondez aux questions suivantes.

a) À quelle valeur va se transiger la dette du pays sur le marché secondaire ainsi que l'équivalent de 1 dollar de cette dette ?

b) Le pays « A » rembourse 30 milliards de dollars. À partir de cet instant, à combien s'élève sa dette sur le marché et son équivalent de 1 dollar ?

c) Suite aux pressions exercées par le plan Baker, repris plus tard par Brady, certaines institutions financières, de façon concertée, décident d'annuler une partie de la dette originale du pays « A » (soit environ 25 milliards de dollars). Évaluez l'effet de cette politique de grâce sur la valeur de la dette du pays sur le marché secondaire ainsi que le coût supporté par les institutions financières.

d) Que pouvez-vous conclure quant aux perspectives d'allégement de la dette par la loi du marché ? Dégagez, selon votre point de vue, les solutions appropriées, tout en situant le concept de « prêts concertés ».

4. Si le phénomène récent d'endettement ne constitue pas une nouveauté par rapport à la situation du défaut de paiement de bon nombre de pays à la fin du siècle dernier (Égypte en 1876, Argentine en 1891…) ou de celui des années 1930, que faut-il conclure sur le processus de règlement de ces crises financières actuelles ?

5. Soit les statistiques suivantes sur la dette extérieures des PVD (données publiées par la Banque mondiale et en milliards de dollars).

	1980	**1990**	**2000**
Total	587	1 460	2 527
Dette à long terme	436	1 180	2 061
Dette/PNB	18 %	31 %	37 %
Service dette/Export.	13 %	18 %	17 %

Commentez ce tableau et dégagez les perspectives d'effacement de la dette d'ici les 10 prochaines années.

6. Définissez les options des accords de Houston, de Toronto et de Trinidad, et relevez les similitudes et les caractéristiques distinctives.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

7. Définissez les termes suivants : dette concessionnelle, non concessionnelle ; période de grâce ; taux d'intérêt moratoire.

8. Le Club de Paris ne se prononce que sur des cas urgents et ajoute à son procès-verbal une clause de bonne volonté. Expliquez les raisons de cette procédure du Club de Paris ainsi que les marges de manœuvre du pays débiteur face à ses créanciers.

9. Le plan Brady d'allégement de la dette des PVD est souvent qualifié de « trop peu ou trop tard ». Commentez.

10. La théorie keynésienne s'est révélée un échec dès la seconde moitié des années 1970 parce que, d'une part, il y a eu une mauvaise interprétation de cette théorie et, d'autre part, parce qu'il y a eu un changement structurel de l'économie. Dans ce contexte, les programmes d'ajustement structurel s'imposent comme politiques de stabilisation macroéconomiques et de disposition de la dette des PVD. Expliquez cette conclusion en vous appuyant sur des faits et relevez les incohérences s'il y a lieu.

11. L'application du PAS dans bon nombre de PVD résulte en un échec économique. À qui incombe la responsabilité de cet échec ? Précisez les conditions qui justifieraient la mise en œuvre d'un plan Marshall en faveur des PVD.

12. La montée des innovations financières, dont l'usage accru des swaps, permettra éventuellement de venir à bout du problème de la dette. Commentez.

13. Tout au long des années 1980 et 1990, la communauté financière internationale a cherché à alléger la dette extérieure des pays en développement, soit par le biais du Club de Paris ou par des actions bilatérales des créanciers. Vers la fin de 1990, la banque mondiale et le FMI ont lancé l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC). Dégagez les principales caractéristiques de ces programmes, leur mise en œuvre, les résultats déjà obtenus et évaluez s'ils sont susceptibles d'atteindre les objectifs espérés (référez-vous au texte du FMI sur le sujet à savoir : « Allégement de la dette des pays à faible revenu, l'initiative renforcée en faveur des pays pauvres très endettés », série des brochures, n° 51-F, Washington, 1999).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

14. Soient les données économiques suivantes sur le Brésil :

	1980	1985	1990	1995	1998	1999
Balance de paiements (en milliards de dollars US)						
Exportations, biens, services et revenus	23,3	29,3	36,3	56,0	63,7	59,7
Importations, biens, services et revenus	36,2	29,7	41,0	78,0	99,0	86,4
Compte courant – balance	–13,0	–0,3	–3,9	–18,1	–33,8	–25,1
Compte capital net	0,02	0,007	0,03	0,3	0,3	0,3
Investissement direct	1,54	1,36	0,32	3,47	29,2	31,0
Investissement portefeuille	0,35	–0,24	0,51	9,74	18,4	1,9
Réserves internationales (stocks)	7,0	11,6	9,2	51,65	43,9	35,3
Pour mémoire : real par dollar US	1,92x10	2,2x10	2,48x10	0,918	1,161	1,27
Dette extérieure (en milliards de dollars US)						
Dette totale	71,5	103,6	120,0	159,0	245,0	245
Long terme	58,0	89,0	94,3	128,4	210,0	206
Crédit du FMI	0,0	4,6	1,8	0,14	4,8	–25,1
Service de la dette / Exportation	63,3	38,6	22,2	36,8	74,1	–
Autres indicateurs						
Déficit budgétaire (en milliards de réals)	1,82x10	$4,2x10^9$	–2,19x10	–24,9	–2,4	–
Indice du PIB (1995 = 100)	73,5	77,6	85,7	100	109,2	121
IPC (1995 = 100)	9,9x10	8,8x10	2,4x10	100	127,7	133,3
Monnaie et quasi monnaie (stock) en milliards de dollars	5,35x10	6,8x10	2,9x10	192	280	301

Source : Banque mondiale : *World Development Indicators*

a) Parmi les diverses explications sur l'état de déséquilibre de la balance des paiements d'un pays, précisez laquelle (ou lesquelles) s'applique le mieux à la situation du Brésil présentée plus haut (soyez explicite).

b) Commentez brièvement l'état de la dette extérieure du Brésil et dégagez les perspectives de sa résorption.

c) Évaluez si l'inflation est de source monétaire dans ce pays et discutez si une politique d'ancrage sur le dollar américain (la dollarisation) n'est par une condition suffisante pour relever les taux d'intérêts et à miner la compétitivité des industries exportatrices du Brésil.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

BIBLIOGRAPHIE

Aaronson, Susan (1986). « The Marketing and Message of the Baker Plan », *The Bankers Magazine*, juillet/août.

AQOCI (1990). *L'ajustement structurel : appui aux pays en développement*, Association québécoise des organismes de coopération internationale.

Alesina, Alberto et Dollar, David (1998). « Who Gives foreign aid and why ? », *NBER Working paper 6612*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, mars.

Atlaseco (1988). *Atlas économique mondial*, Paris.

Andrews, David ; Anthony, R Boote ; Syed S. Rizavi et Sukhwinder Singh (1999). Allégement de la dette des pays à faible revenu ; l'initiative renforcée en faveur des pays pauvres très endettés », série des brochures, n° 51-F, FMI, Washington.

Annan, Kofi (2000). *Nous les peuples : Le rôle des Nations Unies au 21e siècle*, www.un.org/french/millénaire/sg/report/cover.htm.

Banque mondiale (1986). *Les besoins financiers de l'ajustement dans la croissance en Afrique Subsaharienne, 1986-1990*, Washington.

Banque mondiale (2001). *Global development finance ; Analysis and summary tables* : chapitre 4. Making international Aid and debt relief more effective ; p. 85-104, Washington, D.C.

Banque mondiale, *Global development Finance*, vols. I et II, divers numéros, Washington (D.C.)

Banque mondiale, « World Debt Tables : External Debt of Developing Countries », vol. 1, Washington (D.C.), divers numéros.

Barthélemy, J.C. (1990). *L'endettement du tiers-monde*, Presses universitaires de France.

Bergsten, C.F., W.R. Cline et J. Williamson (1985). *Bank Lending to Developing Countries : The Policy Alternatives*, Institute for International Economics, Washington D.C.

Bienefeld, Manfred (1990). « L'ajustement structurel, vieilles recettes, nouvelle rhétorique », dans *L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ?*, *Inter-mondes*, vol. 5, n° 5, mars, p. 17.

Bridsall, Nancy, Stijn Claessens et Ishac Dirwan (2000). *Debt Reduction, in Africa : Understanding the Credits*, Washington, Banque mondiale.

Bulletin du FMI (1988). « La dette des pays en développement », *Problèmes économiques*, no 2-080, 22 juin.

Bullow, Jeremy et Kenneth Rogoff (1989). « A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 97, février, p. 155-178.

Bureau international du travail (1989). *L'ajustement : un défi pour l'Afrique*, Colloque tripartite sur l'adaptation structurelle et l'emploi en Afrique, Genève.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Caplan, Basil (1986). « Le Brésil et le plan Cruzado : premier bilan et perspectives », *Problèmes économiques*, nº 1995, 22 octobre, p. 6-11.

Cardoso, Eliana A. et Rudiger Dornbusch (1989). « Brazilian Debt Crises : Past and Present » dans B. Eichengreen et P.H. Lindert (dir.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, The MIT Press.

Carello, Jacques et Jean-Yves Naudet (1991). *Abécédaire des sciences économiques*, Éditions Albatros, Paris.

Cassen, Bernard (1993). « L'idéologie du libre-échange, machine à détruire les solidarités : vivre sans le GATT », *Le monde diplomatique*, mai.

Centre Europe tiers-monde (1988). *La dette ou la vie : Manuel de campagne*, Genève, CETIM.

Centre international de solidarité ouvrière (1987). « La dette extérieure : un carcan ! », Actes du colloque de mai 1987, CISO.

Centre international de solidarité ouvrière (1988). « La dette de l'Afrique : un frein au développement », décembre, CISO.

Cline, William (1983). *International Debt and the Stability of the World Economy*, Cambridge, MIT Press.

Cohen, Ariel (1995). « The purpose of Russian Aid : supporting democratic capitalism », publié sur les site : www.heritage.org, 22 juin.

Collier, Paul et David Dollar (1999). *Aid Allocation and Poverty Reduction*, Washington, (D.C.), Banque mondiale.

Collier, Paul et David Dollar (2000). « Can the world cut Poverty in half ? How policy reform and effective aid can meet international development goals ? », *Policy research, Working paper 2403I*, Washington, Banque mondiale.

Cornette, Joël (1991). « L'Amérique a-t-elle été une bonne affaire pour l'Europe ? », *L'Histoire*, nº 146, juillet/août, p. 110-117.

Cornia, Andrea, Richard Jolly et Frances Stewart (1987). *L'ajustement à visage humain*, Paris, Economica.

Country Profile 1991-1992, Argentina. Economic Intelligence Unit.

Country Profile 1991-1992, Brazil. Economic Intelligence Unit.

Country Profile 1991-1992, Chile. Economic Intelligence Unit.

Culpeper, Roy (1987). *Au-delà du plan Baker : l'inexorable crise de l'endettement*, Institut Nord-Sud, mai.

Culpeper, Roy (1990). « L'année du plan Brady », in « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », *Inter-mondes*, vol. 5, n° 5, mars, p. 7.

Cyclope (1999). *Les marchés mondiaux*, Economica, Paris.

Dauvergne, Alain (1988). *Le FMI, un monde sous influences*, Éditions Alain Moreau, Paris.

Debrie, Christian (1993). « Les trois plaies de l'économie », *Le monde diplomatique*, mai.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dembinski, P.H. (1989). *L'endettement international*, première édition, Édition Que sais-je ?

Diaz-Alejandro, Carlos F. (1984). « Latin American Debt : I Don't Think We Are in Kansas Anymore », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, p. 335-389.

Dollar, David et Jacob Svensson (2000). « What explains the success or failure of structural adjustment programs ! », *Economic Journal*, octobre.

Dornbusch, R.R. (1985). « Policy and Performance Links Between LDC Debtors and Industrial Nations », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 303-356.

Duane, Habib (1990). « La Perestroïka et l'économie africaine », *Problèmes économiques*, nº 2-187, 22 août.

Duruflé, Gilles (1988). *L'ajustement structurel en Afrique*, Édition Karthala.

Eaton, Jonathan et Mark Gersovitz (1981). « Debt with Potential Repudiation : Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, n° 48, avril, p. 289-309.

Eichengreen, B. et R. Portes (1986). « Debt and Default in the 1930s : Causes and Consequences », *European Economic Review*, n° 30, p. 599-640.

Epstein, Gerald (1985). « The Triple Debt Crisis », *World Policy*, vol. 2, n° 4, automne.

Fieleke, Norman (1994). « The International Monetary fund 50 years after Bretton Woods », *New England Economic Review*, sept./oct.

Fonds monétaire international (1992). *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre, Washington (D.C.), FMI.

Fonds monétaire international, *Rapports annuels*, divers numéros.

Fonds monétaire international, *Statistiques financières*, divers numéros.

Foxley, Alejandro, *Stabilization Policies and Stagflation : The Cases of Brazil and Chile*, World Development, vol. 8, p. 887-912.

Friedman, Milton (1990). *Free to Choose, a Personal Statement*, Harcourt Brace Yovanoviche Publishers, San Diego, New York.

Galbraith, John K. (1987). *L'économie en perspective : une histoire critique*, Éditions du Seuil, Paris.

Gazzo, Yves (1990). *L'endettement dans le monde. De l'euphorie à l'inquiétude*, La Documentation française.

George, Susan (1988). *Jusqu'au cou*, Édition La Découverte, Paris.

George, Susan (1989). *La dette du tiers-monde, un état de guerre,* L'État du tiers-monde. Éditions La Découverte, Paris.

Goldstein, Morris et Peter Montiel (1986). « Evaluating Fund Stabilization Programs with Multicountry Data : Some Methodological Pitfalls », *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 33, Washington (D.C.), juin, p. 304-344.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Grégoire, Luc-Joël (1991). « L'Afrique et les plans de réduction de la dette : 1990-1991 », *Marchés tropicaux*, nº 2392, 13 septembre.

Inter-mondes (1989). « Sortir de l'impasse par de nouvelles solidarités, une enquête d'Intermondes », vol. 4, n° 5, mars.

Inter-mondes (1990). « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », vol. 5, n° 5.

Khan, Mohshin S. (1990). « The Macroeconomic effects of Fund-supported adjustment programs », *IMF staff papers*, vol. 37, Washington, FMI, juin, p. 195-231.

Kiguel, Miguel et Nissan Liviatan (1992). « When Do Heterodox Stabilization Programs Work ? », *The World Bank Research Observer*, vol. 7, n° 1, janvier, p. 35-57.

Krugman, Paul (1988). « Financing vs Forgiving a debt overhang », *Journal of development economies*, vol. 29, p. 253-68

Krugman, Paul et Maurice Obstfeld (1991). *International Economics, Theory and Policy*, second edition, Harper Collins, chapitre 21, p. 630-672.

Kyle, S. et J. Sachs (1984). « Developing Country Debt and the Market Value of large Commercial Banks », *NEBER Working Paper*, nº 1470, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Lafleur, Guy (1989). « Qui doit à qui en fin de compte ? », dans « Sortir de l'impasse par de nouvelles solidarités, une enquête d'Intermondes », *Inter-mondes*, vol. 4, n° 5, mars, p. 3.

Lafleur, Guy (1990a). « L'ajustement structurel, un fardeau pire que la dette ? », dans « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », *Inter-mondes*, vol. 5, n° 5, mars, p. 4.

Lafleur, Guy (1990b). « Ajustement structurel et vie démocratique, un ménage difficile », dans « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », *Inter-mondes*, vol. 5, n° 5, mars, p. 25.

Lafleur, Guy (1990c). « Le cadre africain de référence pour les PAS », dans « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », *Inter-mondes*, vol. 5, n° 5, mars, p. 39.

Lafond, Michel Rémy (1992). « L'Amérique du Sud ou les stigmates de la dictature : 1) Argentine, trouble passé » ; « 2) Chili, la Revolucion silenciosa », *Le Devoir*, 3 avril.

Lancaster, Carol (1999). « Aid effectiveness in Africa : the Unfinished agenda » *Journal of African Economies*, vol. 8, n° 4, p. 487-503.

Lancaster, Carol (2000). « Redesigning Foreign Aid », *Foreign Affairs*, sept.-oct., p. 74-88.

Leguil, E. (1992). « Côte d'Ivoire : situation et perspectives économiques », *Marchés tropicaux et méditerranéens*, nº 2431.

Leroux, François (1988). *Marchés internationaux des capitaux*, Presses de l'Université du Québec.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Loxley, John (1986). « Debt and Disorder », *Institut Nord-Sud*, Westview Press.

Mac Evan, Arthur (1987). « La cessation de paiement : une solution pour les pays endettés d'Amérique latine ? », *Problèmes économiques*, nº 2006, 8 janvier, p. 19-24.

Mantha, Chantal (1990). « Face aux politiques de la Banque mondiale, les ONG se concertent au niveau international », dans « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », *Inter-mondes*, vol. 5, n° 5, mars, p. 28.

Marchés tropicaux (1990). « Côte d'Ivoire : d'un ajustement à l'autre », *Problèmes économiques*, nº 2-187, 22 août.

Marchés tropicaux (1991). « FMI, l'inégale performance des programmes d'ajustement », nº 2389, 23 avril.

Marchés tropicaux (1991). « Dette : débat à l'ONU sur la dette extérieure africaine », nº 2399, 1er novembre.

Marchés tropicaux (1991a). « OCDE : les ressources financières mises à la disposition de PVD en 1990 », nº 2396, 11 octobre.

Marchés tropicaux (1991b). « Le poids de la dette et de son service », nº 2391, 6 septembre.

Marchés tropicaux et méditerranéens (1992). « Pour la Banque mondiale, il est impératif de régler le problème démographique », nº 2457, p. 3272-3273.

Mbembe, Achille (1993), « Déconfiture de l'État et risque de la transition démocratique », *Le monde diplomatique*, mai.

Melandri, Pierre (1992). « Bienvenu M. Marshall ! », *L'Histoire*, nº 151, janvier.

Miller, Steven (1988). « Coping with the LDC Debt Crisis », *The Bankers Magazine*, mai/juin.

Moran, Christian (1989). « Les leçons de l'expérience chilienne, 1973-1987 », *Problèmes économiques*, nº 2147, 1er novembre, p. 11-18.

Norel, Philippe (1989). « La dette du tiers-monde, ce qui bouge », dans « Sortir de l'impasse par de nouvelles solidarités : une enquête d'Inter-mondes », AQOCI, *Inter-mondes*, vol. 4, n° 5, mars, p. 5.

Norel, Philippe (1990). « Dette : les banques prises à leur propre piège », dans *L'État du monde 1991*, Montréal, Édition Du Boréal/La Découverte.

OCDE Paris (1988). *L'endettement international : définition, couverture statistique et méthodologie*, édition de l'OCDE selon un rapport de groupe composé de la Banque mondiale, du FMI, du BRI et de l'OCDE.

OCDE (1988). *Nouvelles technologies : une stratégie socio-économique pour les années 1990* », Conclusions et recommandations d'un groupe d'experts sur les aspects sociaux des technologies nouvelles, Paris, p. 1534-1535.

OCDE (1992a). *Statistiques rétrospectives 1960-1990*, Paris.

OCDE (1992b). *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris, 52, décembre.

Paquot, Elizabeth (1989). *À quoi sert le FMI ?*, L'État du tiers-monde. Éditions La Découverte, Paris, p. 289-294.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Pool, John C. et Steve Stamos (1987). *The ABCs of International Finance*, Boston, Lexington Books.

Raffinot, Marc (2000). « Un cadeau empoisonné de l'annulation de la dette », *Problèmes économiques*, n° 2-664, 10 mai, p. 4-8.

Regling, Klaus (1988). « Les nouveaux modes de financement de la dette », *Problèmes économiques*, n° 2-080, 22 juin.

Reisen, H. et A. von Trotsenburg (1988). *La dette des pays en développement ; le problème budgétaire et la question du transfert*, OCDE, Paris.

Robert, Maryse (1990). « Aux pays endettés, les banques offrent un menu à la carte » dans « L'ajustement structurel, appui ou obstacle au développement ? », *Inter-mondes*, vol. 5 n° 5.

Sachs, Jeffrey (1982). « LDC Debt in the 1980s : Problems and Prospects », dans P. Wachtel (dir.), *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington, (Mass.), Lexington Books.

Sachs, Jeffrey (1986). « Managing the LDC Debt Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, p. 397-440.

Sachs, Jeffrey (1988). « International Policy Coordination : The Case of the Developing Country Debt Crisis », dans Martin Feldstein (dir.), *International Economic Cooperation*, BVBER, Chicago, The University of Chicago Press.

Sachs, Jeffrey, Botchway Kwesi, Cuchra Maciej et Sara Sivers (1999). « Implementing debt relief for the HIPCS », Cambridge, (Mass.), Harvard University, Center for International Development (www.cid.harvard.edu/cidsocialpolicy/hipc5.pdf).

Saul, John (1993). *Les bâtards de Voltaire*, Paris, Essais Payot, p. 434-435.

Saunier, André (1990). « Y a-t-il moyen de sortir de la crise de la dette ? », dans « L'ajustement structurel : appui ou obstacle au développement ? », *Intermondes*, vol. 5, n° 5.

The Economist (1990). « Mexico : The New Model Debtor », 317(7675), 6 octobre.

The Economist (1993). « Aid to Africa », 1er mai, p. 44.

Tremblay, Emmanuelle (2000). « Le FMI et la Russie : quand les enjeux politiques l'emportent sur la rationalité économique », *Revue sources-ENAP*, vol. 15, n° 4.

Vanhecke, Charles (1987). « Conséquence de l'échec du plan Cruzado. Le Brésil décide de suspendre le paiement des intérêts de la dette extérieure », *Le Monde*, 24 février.

Vourc'h, Ann (1992). « L'allégement de la dette au club de Paris : les évolutions récentes en perspective », *Document technique*, n° 71, Paris, OCDE.

Wachtel, Howard (1986). *The Money Mandarins : The Making of a Supranational Economic Order*, New York, Pantheon.

Wexler, Immanuel (1983). *The Marshall Plan Revisited*, Wesport (Conn.), Greenwood Press.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Glossaire

Absorption	dépenses des ménages et du secteur public en consommation, en investissement. La théorie de l'absorption a été développée par A. Sidney, employé au FMI, et indique qu'une dévaluation a un impact à deux niveaux : sur le revenu national et par l'effet revenu, sur les dépenses. L'absorption diffère du PNB parce que ce dernier comprend les exportations d'un pays et exclut les importations, l'absorption effectue le contraire.
Accord de Bâle 1988	sur l'adéquation des fonds propres définie par le Comité de Bâle en 1988. Cet accord ne traite explicitement que du risque de crédit, définit une cible d'un ratio capital/actif de 8 % avec différentes pondérations des risques applicables à diverses catégories d'actifs.
Accord de confirmation	une des principales formes d'aide financière qu'accorde le FMI aux pays membres aux prises avec des difficultés de balance de paiements. L'accord subordonne l'aide à l'adoption et à la mise en œuvre d'un programme de politiques d'ajustement macroéconomique pour résorber les difficultés de balance de paiements sur une période préétablie.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Accord de Houston — programme adopté par le G-7 à sa réunion de Houston (Sommet économique) en septembre 1990 et approuvé par le Club de Paris, visant à répondre aux besoins des pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (de 610 $ à 2 645 $US /année, en 1989), laissés pour compte par l'initiative Brady.

Accord de Maastricht — accord créé par l'Union européenne qui s'articule autour de trois principales dispositions : l'Union économique et monétaire (UEM), une politique étrangère commune et une coopération en matière de police et de justice. Ce traité a été ratifié *in extremis* à la suite du rapport Delors en 1989 et en réaction aux nombreux bouleversements que connaît l'Europe (chute du mur de Berlin, fin des régimes communistes…).

Accord de Toronto — propositions adoptées lors du Sommet économique de juin 1988 à Toronto par le G-7 (et plus tard par le FMI et la Banque mondiale) en vue de réduire les dettes publiques (rééchelonnement, périodes de grâce, annulation, réduction des taux d'intérêt…) des pays d'Afrique (bénéficiant d'une garantie publique) admissibles au Club de Paris. L'accord fut par la suite étendu à d'autres pays à partir de 1990.

Accord de Trinidad — (ou conditions améliorées de Toronto) sous ce programme, approuvé par le Club de Paris, en 1991, les créanciers (s'agissant de la dette non concessionnelle) ont trois options différentes qui assurent au débiteur le même pourcentage de réduction de la valeur présente nette du service de la dette.

Accord Smithsonian — accord signé le 18 décembre 1971 entre le G-10 et qui dévaluait le dollar de 8 % par rapport aux monnaies étrangères en conséquence de la taxe de 10 % imposée par Nixon sur les produits importés en vue de forcer les autres pays à réévaluer leur monnaie par rapport au dollar.

Accord du Louvre — accord signé en 1987 par les gouvernements des pays membres du G-7 qui vise à maintenir leur taux de change à l'intérieur d'une bande de fluctuations par rapport à la devise américaine.

Accord du Plaza — accord signé en 1985 par les pays membres du G-5 dans le but d'en arriver à une coordination afin de baisser la valeur du taux de change de la devise américaine.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Accord de Venise	accord signé en juin 1987 par les pays membres du G-7 et consacrant la surveillance des économies nationales par le FMI à l'aide des indicateurs appropriés.
Actif financier	ce que l'on possède (en terme financier, pécuniaire : monnaie, fonds, biens meubles, immeubles…). On peut le concevoir également par opposition à ce que l'on doit.
Action internationale	actions des firmes étrangères qui s'échangent à la Bourse d'un pays. Par exemple, les actions de la firme British Telecom transigées à la Bourse de New York.
Activités hors bilan	part des activités des institutions financières qu'il n'est pas nécessaire de porter à l'actif ou au passif du bilan. Ces activités créent généralement un passif éventuel pour l'institution.
Aide publique au développement (APD)	Selon la définition qu'en donne l'OCDE et reprise par le FMI, il s'agit des dons ou des prêts concessionnels qu'un gouvernement accorde aux pays en voie de développement dans le but de promouvoir le développement et le bien-être économique. L'élément de don est de 25 % sur la base d'un taux d'actualisation de 10 %.
Ajustement structurel	(programme d') « menu » de programmes économiques à saveur restrictive pour les PVD établi et surveillé par le FMI. Il concerne les politiques budgétaires, monétaires, la réglementation, les investissements, etc.
« À parité »	se dit d'une option si le prix d'exercice est identique au prix comptant (« spot ») du contrat de base.
Allocation	émission totale de DTS pour une période donnée allouée aux pays membres participants. Ces allocations sont en principe proportionnelles aux quotas desdits pays membres du FMI.
Analyse fondamentale	analyse faite à partir des données économiques et financières relatives à une société ou une économie entière en vue d'expliquer l'évolution du cours des actions ou celles des taux de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Analyse technique	(approche de l') ne vise pas à expliquer, mais à prévoir l'évolution future des taux de change. Cette analyse est basée sur un postulat d'existence d'une tendance dans les variations de taux de change qu'il importe de décrire et de projeter. À cet égard, plusieurs techniques ont été mises au point pour la classification des graphiques de même que le recours à des calculs de moyennes mobiles arithmétiques ou pondérées.
Anticipation rationnelle	meilleures prévisions possibles à partir des informations disponibles. Par exemple, l'anticipation rationnelle relative à la valeur du taux de change pour une période ultérieure (t + 1) s'effectue, compte tenu de l'information disponible au temps présent t (situation politique, politique monétaire et fiscale…).
Appréciation	une augmentation de la valeur d'une devise sur le marché des changes, ce qui permet d'avoir une plus grande quantité de devises étrangères.
Arbitrage couvert	activité d'un type de participants sur le marché des changes qui vise à dégager un bénéfice en tirant partie des seules imperfections du marché et n'en assumant aucun risque. Ces participants profitent de la divergence des prix sur divers marchés.
Arbitrage de taux d'intérêt	stratégie commerciale qui consiste à acheter un élément d'actif sur le marché A et, simultanément, à le revendre sur le marché B afin de profiter d'un écart de prix (taux d'intérêt, de change) entre les deux marchés.
Avantage comparatif	un pays détient un avantage comparatif sur un autre, pour la production d'un bien, service précis, par rapport aux autres biens, services qu'il peut produire, s'il détient un avantage donné (ou acquis) qui lui permet de produire à moindre coût. Par exemple, le Québec (Alcan) détient un avantage comparatif pour la production d'aluminium à cause du bas coût de son électricité (requis en grande quantité dans la production de l'aluminium).
Balance commerciale	le solde des exportations et des importations de marchandises. On exclut notamment les services, les revenus de placements et les transferts.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Balance des invisibles	(ou compte des invisibles) l'ensemble du solde des services, des placements et des transferts. C'est une des deux composantes du compte courant, l'autre étant la balance commerciale qui ne comprend que l'échange de marchandises (appareils ménagers, électriques, automobiles…).
Balance de paiements	état comptable de toutes les transactions monétaires entre les résidents d'un pays avec ceux des autres pays du monde au cours d'une période donnée. Elle emprunte l'écriture comptable en partie double.
Banque centrale	organisme détenant le privilège de l'émission des billets de banque dans un pays et en assure la convertibilité. Elle est responsable de la politique monétaire du pays et de promouvoir la stabilité du système bancaire dans son ensemble.
Banque des règlements internationaux (BRI)	organisation internationale de banques centrales créée en 1930 pour faciliter le règlement des réparations consécutives à la Première Guerre mondiale. La BRI fournit des liquidités à court terme aux banques centrales qui en ont besoin, gère le système privé de compensation et de règlement et agit comme mandataire de plusieurs organismes de la Communauté européenne. La BRI est un important forum de coopération entre les banques centrales et d'autres organisations internationales.
Banque mondiale	(International Bank for Reconstruction and Development) organisme du FMI qui effectue des prêts aux PVD en des termes stricts. Il accorde également des prêts à travers ses organismes « associés » tels l'International Development Association (IDA) et l'International Finance Corporation (IFC). Il obtient des capitaux des souscriptions des membres du FMI et en émettant des titres gouvernementaux garantis. La Banque mondiale publie régulièrement des données sur l'endettement (p. ex. Global Development Finance) de nombreux pays.
Biens non échangeables	biens et services qui n'entrent pas ordinairement dans le commerce international à cause des coûts de transport ou autres facteurs (p. ex. service public, école, hôpitaux…)

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Bourse internationale	(International Stock Exchange, ISE) place où se transigent des actions internationales de firmes. Londres est le « leader » dans ces échanges.
Bretton Woods	(Accords de) conférence qui s'est tenu dans une petite ville du New Hampshire (É.-U.) du même nom en juillet 1944 et réunissant les représentants de 44 pays. Ces accords instituaient un nouvel ordre monétaire se traduisant par un système de parité fixe entre les devises. Chaque pays devait fixer la valeur de sa devise en fonction du dollar américain d'où le nom du régime étalon-dollar.
Broker	mot anglais issu de brokerage désignant un intermédiaire sur les bourses opérant pour le compte d'un tiers.
Cause conjoncturelle	source, cause extérieure de l'endettement des PVD : dépend de la conjoncture internationale. La crise du pétrole de 1973-1974 en est un exemple (le baril passe de 5 $ à 10 $), elle a eu un effet désastreux sur le déficit courant des PVD.
Cause structurelle	(à l'endettement) source plus spécifiquement intérieure selon laquelle la dette des pays du tiers-monde tire son origine d'une mauvaise gestion économique : politiques budgétaire et monétaire inconsidérées, structures des exportations (pays producteurs de matières premières), fragilité de leurs marchés financiers (corollaire à la présence excessive de l'État) issue de la faiblesse de l'épargne intérieure, politique de taux d'intérêt bas et de nombreuses mesures de contrôle (interdiction d'acheter des actifs étangers…).
Centre offshore	désigne un pays ou un territoire dans lequel coexiste une réglementation générale dite onshore (territoriale) pour les activités financières nationales et une réglementation d'exception dite offshore (extraterritoriale) pour les activités financières tournées principalement vers l'international. La majorité des centres offshore sont localisés dans les Caraïbes, en Asie, dans le Pacifique et dans l'Océan Indien.
Chef de file	l'intermédiaire financier qui a obtenu le mandat de l'emprunteur pour former le groupe ou le syndicat chargé de l'émission et du placement des titres qui seront émis. Ce chef lance des invitations, précise les conditions de prêt à l'emprunteur ainsi que celles de la répartition des commissions.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Clause de bonne volonté	clause incluse dans le procès-verbal agréé (Club de Paris) par laquelle les créditeurs consentent à considérer un allégement subséquent de la dette du pays lors d'une nouvelle réunion, si le pays débiteur satisfait certaines conditions particulières.
Comité de Bâle	comité formé des représentants des banques centrales des pays les plus industrialisés qui se réunissent à tous les 3 mois à la Banque des règlements internationaux située à Bâle. Il s'agit de représentants d'Allemagne, Belgique, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.
Conditions de Cologne	conditions mises en place en 1999 pour permettre un rééchelonnement jusqu'à 90 % de la VAN (valeur actualisée nette du ratio dette/exportation) ou davantage si cela est nécessaire pour ramener la dette d'un pays très endetté à un niveau soutenable.
Conditions de Lyon	conditions pour un rééchelonnement de la dette par le biais du Club de Paris pouvant aller jusqu'à 80 % de la VAN (valeur actualisée nette du ratio dette/exportation).
Conditions de Naples	conditions appliquées depuis 1994 permettant une réduction jusqu'à 67 % de la valeur actualisée nette de ratio de la dette/exportation (VAN) d'un pays en développement, par le biais du Club de Paris.
Créanciers multilatéraux	il s'agit des institutions multilatérales telles le FMI, la banque mondiale, ainsi que d'autres banques de développement multilatérales régionales, comme la Banque africaine de développement, la banque asiatique de développement.
Crise financière (oscillation de grande amplitude)	situation de perturbation généralisée telle que les marchés financiers sont dans l'incapacité d'allouer efficacement les fonds vers les agents de bonne cote de crédit et susceptibles de réaliser les investissements productifs. L'asymétrie d'information est souvent citée comme la cause des crises financières.
Critères de Maastricht	ensemble des cinq critères énoncés par le Projet Maastricht pour la qualification d'un pays à faire partie de l'Union monétaire européenne.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Club de Londres	constitué de comités *ad hoc* réunissant les principales banques créditrices et le pays débiteur. Il vise surtout à restructurer la dette du secteur privé. Un comité conseil de banques composé d'environ une dizaine de représentants des banquiers et présidé par le représentant du plus gros créancier, négocie un accord de principe avec le pays débiteur. Accord qui, une fois conclu, doit être signé par chacune des banques créancières.
Club de Paris	formé en 1956 en réponse aux difficultés de paiements de l'Argentine, il a pour but de rééchelonner les dettes des pays débiteurs. Il constitue un forum où le pays débiteur et ses créanciers se rencontrent sous la supervision du Trésor français. Le recours au Club de Paris s'est intensifié au fil des années, eurent lieu 26 réunions entre 1956 et 1978 comparativement à 68, entre 1984 et 1987.
Compte capital	élément du bilan de la balance des paiements qui mesure tous les flux de capitaux à court terme et à long terme. Toute transaction permettant d'avoir un droit monétaire sur un pays étranger est créditée et vice versa. On inclut dans le compte capital les obligations et les actions en circulation, les investissements directs à l'étranger, les prêts bancaires et ceux consentis par les gouvernements.
Compte courant	élément du bilan de la balance des paiements qui mesure les transactions de biens et services, de revenus de placements et de transferts courants. Les services comprennent les voyages, les expéditions et transport de marchandises et autres (génie-conseil, architecture, informatique, conseiller en gestion…). Les revenus de placements sont des intérêts, des dividendes et autres revenus provenant des investissements effectués à l'étranger ou que les étrangers tirent du pays. Les transferts courants comprennent les successions et capitaux des immigrants, des versements des particuliers et des institutions, de l'impôt retenu à la source et des contributions officielles.
Concordat de Bâle	accord défini par le Comité de Bâle portant sur les principes directeurs de la répartition des responsabilités entre les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil pour le contrôle des institutions bancaires à l'étranger.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Conditionnalité	terme (critère) employé par le FMI et qui stipule que les emprunteurs auprès du FMI doivent accepter les restrictions imposées par ce dernier afin d'être admissible au prêt. Aussi, ils doivent rester fidèles à ces restrictions afin de recevoir le montant total de prêt autorisé par le FMI.
Congestion	zone de fluctuations d'une devise sans une indication précise de trajectoire ou de tendance ; facteur important dans l'interprétation d'un graphique (analyse technique). La congestion se situe au début et à la fin d'une tendance. Différentes formes de congestion peuvent s'observer : rectangulaires, triangulaires, « tête et épaules »…
Contrat à terme	accord entre deux parties qui conviennent d'échanger une quantité et un type précis d'une marchandise ou d'un instrument financier à une date future et à un prix déterminé d'avance.
Contrat à terme normalisé *(futures)*	contrat, habituellement transigé sur une Bourse organisée, qui confère le droit et l'obligation d'acheter ou de vendre un actif ou une devise à une date fixe et à un prix préétabli.
Contrat à terme sur taux d'intérêt	entente en vertu de laquelle les parties, habituellement une banque et son client, fixent un taux d'intérêt sur un montant hypothétique de capital pour une date future préétablie.
Contrôle des changes	lois ou réglementations qui empêchent la conversion d'une devise en devises étrangères ou qui limitent son transfert d'un endroit à un autre.
Convertibilité	actif financier (monnaie, or) qui peut se traduire, s'exprimer, s'échanger en fonction d'un autre actif (monnaie, or). Ainsi, la convertibilité de la monnaie nationale en or implique que la masse monétaire en circulation est équivalente au stock d'or.
Coordination (politiques macroéconomiques)	effort de concertation entre les pays industrialisés (G-5, G-7, G-10) dans le but de stabiliser les taux de change, d'assurer une croissance économique mondiale non inflationniste et de parvenir à des modalités d'ajustement des déséquilibres de la balance des paiements.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Courbe de Phillips	graphique indiquant le taux de chômage sur l'axe horizontal et le taux d'inflation ou le taux de croissance des salariés sur l'axe vertical. Cette courbe est généralement de pente négative, ce qui montre qu'un taux d'inflation élevé va de pair avec un bas taux de chômage et vice versa. On parle de déplacement de la courbe de Phillips vers le haut pour souligner une situation de haut taux de chômage et de haut taux d'inflation.
Courbe en J	hypothèse qui introduit la notion de rigidité des prix et selon laquelle une dévaluation a pour effet immédiat de détériorer la balance commerciale (à cause des contrats fixes d'exportation, les exportations n'augmentent pas en valeur et les importations deviennent plus coûteuses) pour ne s'améliorer qu'à moyen et long termes (contrats renégociés). L'expérience des pays qui ont eu recours à des politiques de dévaluation pour corriger les déséquilibres de leur compte courant est peu reluisante.
Cours-pivot	cours (prix) d'une monnaie, valeur de référence qui fixe le cours de chacune des monnaies dans un mécanisme de changes (par exemples, dans le cadre du SME). Une marge de fluctuation de 2,25 % est définie de part et d'autre du cours-pivot, au sein de laquelle la devise nationale est théoriquement autorisée à fluctuer. La lire italienne, la peseta espagnole et l'escudo portugais avaient une marge de fluctuation de 6 %.
Couverture (opération)	le fait de prendre une position pour réduire les risques inhérents à une fluctuation des taux du marché, dans l'immédiat ou à l'avenir.
Créances internationales (avoirs extérieurs)	prêts internationaux consentis par une banque, aussi considérés commes des avoirs bancaires internationaux.
Crédits consortiaux	crédits à échéance initiale d'au moins 1 an consentis par un groupe de banques commerciales. Ces crédits comprennent les eurocrédits consortiaux et les crédits étrangers syndiqués.
Crédits étrangers syndiqués	prêts d'une échéance d'au moins 1 an libellés dans la monnaie du créancier, octroyés par une banque ou un groupe de banques d'un pays donné à un emprunteur non résident. C'est également ce qu'on dénomme par position étrangère traditionnelle.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

« Dans le cours »	se dit d'une option de vente (achat) si le prix d'exercice est plus élevé (moins élevé) que le prix « spot ».
Date-butoir (*cut-off date*)	date limite de prise en considération des prêts. Les prêts accordés après cette date ne sont pas considérés par le Club de Paris.
Décloisonnement	action de se débarrasser des entraves à la communication, à la libre circulation (ici, des flux financiers). Enlever les obstacles qui isolent des activités les unes des autres (comme la Loi de Glass-Steagall qui séparait les banques des maisons de courtage).
Déficit	ce qui manque aux recettes pour équilibrer les dépenses. On parle de déficit budgétaire : le solde négatif entre les revenus et les dépenses d'un gouvernement dans une année, par opposition à un excédent. On parle également du déficit de la balance des paiements.
Dépôts bancaires	somme d'argent mis à la disposition des banques par les particuliers, les entreprises et autres pour une période de temps et moyennant un taux d'intérêt payé par les banques (pas pour tous les dépôts, notamment les dépôts dans certains comptes à opérations).
Dépréciation	une baisse de la valeur d'une devise sur le marché des changes qui rend l'acquisition des autres devises étrangères plus dispendieuses.
Déréglementation	le fait d'alléger la réglementation d'un secteur économique, en l'occurrence financier. Le Big Bang britannique du 27 octobre 1986 en est un exemple ; il abolit la distinction entre les « brokers » et les « joblers », autorisant les banques à posséder à 100 % ou à créer de nouvelles sociétés de bourses. La législation américaine Gramm-Leach-Bliley Act, émise en 1999, vise à déréglementer le secteur financier.
Désintermédiation	phénomène sur les marchés financiers caractérisé par l'absence d'intermédiaire (institution). Les entreprises ou individus procèdent directement à l'achat ou à la vente des instruments financiers. Avec l'avènement des technologies de communication, nous remarquons de plus en plus ce phénomène.
Dette concessionnelle	dette contractée et détenue par le secteur public dans le cadre de l'aide publique au développement (APD).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dette non concessionnelle	dette contractée par le secteur privé et officiellement garantie, aussi dénommée dette commerciale.
Dette	somme d'argent que l'on doit à quelqu'un, à un organisme (une banque). La dette publique (de l'État) représente l'ensemble des engagements (des déficits budgétaires antérieurs) à la charge de l'État (dette consolidée, à court terme, à long terme…).
Dévaluation	opération technique consistant à modifier le taux de change d'une monnaie, soit en vue d'enregistrer légalement une dépréciation monétaire antérieure, soit à la suite des prix intérieurs. En somme, c'est la baisse du prix d'une monnaie par rapport à d'autres monnaies. Par exemple, une dévaluation du dollar canadien par rapport au yen entraîne une baisse du prix des produits exportés sur le marché japonais.
Devise étrangère	(ou monnaie étrangère) terme donné aux titres permettant d'effectuer des paiements avec l'étranger par voie de compensation. C'est en somme une monnaie exprimée en fonction de la valeur d'une autre monnaie.
Dilemme de Triffin	le « règne » du dollar, suite aux accords de Bretton Woods, connaît des difficultés au début des années 1960 avec la perte de confiance dans la Federal Reserve quant à sa capacité de rembourser l'or pour le dollar. La surabondance de dollars sur les marchés par l'utilisation de la « planche à billets » afin de financer la balance des paiements américaine introduit le dilemme suivant (du nom de celui qui l'a formulé, R. Triffin) : soit que les États-Unis adoptent des politiques monétaires restrictives pour fins d'ajustement de leur balance des paiements créant ainsi une crise de liquidités, soit qu'ils persistent alors dans cette politique de facilités de crédits, engendrant une crise de confiance.
Discipline monétaire	politique monétaire non inflationniste. Un des arguments contre le régime de taux de change flexibles qui se base sur le fait que les banques centrales, n'ayant plus l'obligation de maintenir un taux fixe, vont s'embarquer dans un processus inflationniste : elles seront tentées de recourir à des dévaluations pour un ajustement de la balance des paiements. Il faut, d'autre part, nuancer cet argument parce que les

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	banques centrales ne sont pas les seules à intervenir sur les marchés de sorte que leurs actions peuvent s'avérer nulles.
Dollar	unité monétaire (monnaie) de divers pays dont : États-Unis, Canada, Hong Kong, Australie, Liberia, Zimbabwe, Nouvelle-Zélande, Bahamas, Jamaïque, Trinidad et Tobago, etc.
Droit de tirage (ordinaire)	un pays effectue un tirage sur le FMI en augmentant ses avoirs en sa monnaie auprès du Fonds tout en réduisant ses avoirs en la monnaie achetée. Le pays doit plus tard racheter sa propre monnaie. Le montant maximum de ce tirage est lié aux quotes-parts du pays membre.
DTS (droits de tirage spéciaux)	unité monétaire composite servant de réserve et de crédit aux États membres et émise par le Fonds monétaire international (unité de compte du FMI). Issus d'une formule approuvée par le Conseil des gouverneurs du FMI en septembre 1967, les DTS ne résultent pas des contributions des États, à la différence des droits spéciaux ordinaires. Les droits de tirage spéciaux sont considérés comme la création d'une nouvelle monnaie internationale, définie au départ par son poids d'or, mais non gagée sur l'or ni sur les monnaies nationales. Le principe fondamental est l'utilisation des DTS pour acquérir d'autres unités monétaires.
Économie d'échelle	principe d'économie qui discute des variations de coûts par unité d'output en termes de changements dans le niveau d'output. Puisqu'il existe des coûts de transactions (frais et commissions) impliqués dans l'achat et la vente de titres, il s'ensuit que des économies d'échelle sont possibles par le fait que, plus le montant total des transactions est élevé, plus les coûts de transactions par dollar échangé seront bas. Par exemple, le fardeau des coûts de transactions est plus élevé pour quelqu'un qui investit 1 000 $ que pour quelqu'un qui investit 100 000 $.
Économie de marché	système d'organisation économique dans lequel les mécanismes naturels assurent seuls l'équilibre permanent de l'offre et de la demande.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Écu	(European Currency Unit, unité monétaire européenne) monnaie de compte (artificielle) définie par la somme pondérée des montants des monnaies des États membres du Système monétaire européen ; la pondération se fait en fonction de l'importance de la part du commerce européen que détient un pays. C'est une volonté d'échapper aux fluctuations et à l'emprise du dollar et une recherche de stabilité qui ont conduit à l'émergence de l'écu, lequel s'est transformé en euro, monnaie unique de l'Union européenne.
Effet de Fisher	proposition qui relie positivement l'inflation et le taux d'intérêt. Ainsi cet effet de Fisher implique qu'une monnaie se déprécie lorsque son taux d'intérêt augmente, puisque cette hausse de taux d'intérêt ne reflète que les anticipations inflationnistes.
Efficience du marché	hypothèse du modèle du même nom qui vise à expliquer les variations du taux de change. Cette école de pensée considère qu'un marché efficient est un marché de concurrence pure où l'information courante est disponible pour tous les participants sans coûts additionnels. Plus précisément, un marché est efficient lorsque les prix reflètent toutes les informations disponibles. Dans ce cas, les prix sont les variables explicatives du taux de change où les valeurs du taux de change courant (ou à terme) déterminent le taux de change futur.
Élasticité	sensibilité de variation de quantité en rapport aux variations de prix. On peut dire, par exemple, que l'élasticité de la demande pour les cigarettes est forte puisque des hausses de prix font diminuer sa consommation. Par contre, l'élasticité de la demande de pommes de terre se trouve à être plus faible puisqu'une augmentation de son prix n'entraîne pas une variation significative de sa quantité demandée.
Élasticité (approche)	modèle économique qui détermine les conditions dans lesquelles une dévaluation a un impact positif sur la balance commerciale. Voir condition Marshall-Lerner.
Endettement	le fait de contracter des dettes, de se charger de dettes. C'est l'accumulation d'engagements contractuels donnant lieu à des versements des résidents d'un pays, par exemple, vis-à-vis des non-résidents (dette

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	extérieure), comportant obligation de remboursement du principal avec ou sans paiements d'intérêts, ou de paiements d'intérêts avec ou sans remboursement du principal.
Engagements bancaires	(internationaux) dépôts de non-résidents auprès des banques.
Enregistrement (en partie double)	processus comptable stipulant que toute transaction du compte de la balance des paiements doit donner lieu à deux inscriptions de montants égaux, l'un inscrit au crédit avec un signe positif et l'autre au débit affecté d'un signe négatif.
Équilibre externe	équilibre des comptes extérieurs ou de la balance des paiements.
Équilibre interne	objectif de plein-emploi et de stabilité des prix. Les instruments à cet effet sont les politiques budgétaire et monétaire en vue de contrôler l'inflation et le chômage.
Erreur statistique	(omissions ou divergence) reflètent le caractère difficilement estimable des comptes. Ces erreurs de comptabilisation de la balance de paiements peuvent atteindre des dizaines de milliards comme aux États-Unis et en Allemagne. Le compte courant mondial devrait égaler zéro puisqu'à un surplus d'un pays est associé le déficit d'un autre mais ce n'est jamais le cas. Il y a divergence statistique. Cela peut s'expliquer, en partie, par la rapidité et la complexité des échanges de biens, services et capitaux et qui échappent aux statistiques nationales. Mentionnons que la plus grande part des erreurs se retrouvent chez le compte des invisibles (placements, transferts…) où les données sont plus volatiles.
Escompte à terme	écart entre le taux comptant et le taux à terme. Par exemple, le taux à 30 jours, fixé maintenant (à terme), n'est pas nécessairement équivalent au taux de change qui prévaudra au 30^{e} jour (comptant). Plus précisément, une devise est négociée à escompte, lorsque le taux de change à terme est inférieur au taux comptant.
Étalon de change-or	régime institué en 1922 à la conférence de Gênes. La livre sterling et le dollar américain deviennent les deux devises de référence. Ce régime fut institué afin

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	de remédier partiellement au problème de disponibilité de l'or. En vertu de ce système, des petits pays peuvent détenir en réserve, au lieu de l'or, de la monnaie des deux pays (États-Unis et Royaume-Uni).
Étalon-or	régime de change en vigueur durant la période 1870-1914 selon lequel chaque pays définit la valeur de sa monnaie par rapport à l'or et s'engage à maintenir ce taux fixe. On parle ainsi d'un régime de change fixe où l'or est la référence de base et qui est remboursable à tout détenteur de monnaies nationales. Ce régime s'écroule dès l'apparition de la Première Guerre mondiale parce que le financement des dépenses militaires, par impression de monnaie, contraste avec les réserves limitées d'or.
Euro	terme générique utilisé pour signifier les opérations de dépôts et de prêts auprès des banques situées à l'extérieur du système monétaire de la devise considérée. Depuis janvier 1999, l'euro est aussi la monnaie de l'Union monétaire européenne.
Euro-action	actions échangées simultanément sur les marchés intérieurs de plusieurs pays autres que le pays d'émission. Les euro-actions offrent à l'investisseur l'occasion d'investir dans des sociétés étrangères, élargissent l'actionnariat des sociétés et permettent de mobiliser des fonds.
Eurobank	jadis, code de télex des soviétiques pour le suivi de leurs opérations bancaires à Paris : le commerce soviétique avec les pays occidentaux se règle généralement en dollars. Les Russes achètent des dollars en vendant de l'or, déposent ces dollars en Europe et en dehors des États-Unis afin d'empêcher Washington de les confisquer en cas de conflit. Le terme aujourd'hui signifie l'engagement international des banques.
Eurocrédit	terme employé pour signifier des emprunts bancaires sur le marché international.
Eurocrédits consortiaux	Prêts bancaires internationaux de moyen et long termes financés en totalité par des ressources en eurodevises, indépendamment de la question de savoir si la contrepartie est résidente ou non résidente du pays en question.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Eurodépôt	dépôt libellé dans la devise d'un pays et inscrit dans un autre pays. Voir eurodevise.
Eurodevise	(*eurocurrencies* ou *offshore currency*) dépôts en monnaie convertible effectués dans des banques situées à l'extérieur du système de la devise considérée. Par exemple, des dollars américains peuvent se retrouver dans des banques à Londres, à Paris ou à Rome, tout comme la livre sterling à Montréal, à New York et à Milan.
Eurodollar	désigne l'ensemble des dollars détenus en dehors des États-Unis. À noter que le terme « euro » ne signifie pas que le dollar (ou autre devise) est détenu uniquement en Europe, il comprend tout aussi bien les dollars déposés à Tokyo, à Montréal ou à Kingston. Ils ont débuté à la fin des années 1950 au moment où le volume du commerce mondial prend de l'ampleur et que les firmes européennes ont besoin de dollars pour régler leurs transactions (règne du dollar américain).
Euromarché	marché international sur lequel sont négociés divers instruments financiers libellés dans des devises différentes. Les instruments de dépôt et les obligations, qui étaient au début libellés en dollars américains, le sont maintenant dans diverses devises, notamment l'euro, le yen, le dollar australien, le dollar canadien…
Euronote	titres de court terme émis sur l'euromarché et qui peuvent faire l'objet de prise ferme par les intermédiaires au cas où ces titres ne peuvent pas trouver placement.
Euro-obligation	obligations placées simultanément dans plus d'un pays (dans une monnaie autre que la monnaie de l'emprunteur ou du créancier). Un des principaux indices de l'internationalisation des marchés financiers.
Europapier commercial (EPC)	titre de créance à court terme émis directement par une société sur l'euromarché et portant une échéance de 7 à 360 jours. L'europapier commercial est émis en valeurs nominales élevées (100 000 $ et plus) et sans l'objet de prise ferme par les intermédiaires bancaires.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Facilité d'émission d'effets (FEE)	engagement obligatoire à moyen terme (5 à 7 ans) en vertu duquel un emprunteur peut émettre, en son propre nom, du papier à court terme portant une échéance de 3 à 6 mois. La facilité est généralement souscrite par une banque, un groupe de banques ou un consortium.
Facilité de crédit	monnaie créée par une caisse centrale et permettant aux pays adhérents de se procurer les crédits nécessaires (sous certaines conditions) à leurs échanges et à la correction de leurs déséquilibres. Ces crédits sont gérés, par exemple, par le FMI qui se veut une banque internationale prêtant aux pays membres et facilitant les règlements internationaux.
Facilités d'emprunt (cautionnées)	facilités d'émission en appui à l'émission des instruments financiers tels les billets de Trésorerie, les certificats de dépôts, les acceptations bancaires, les lignes de crédit de sécurité dans le cas d'offre publique d'achat.
Facilités non cautionnées	désigne des programmes d'émission d'eurobillets de Trésorerie et des programmes d'émission d'euronotes à moyen terme.
Facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC)	programme adopté en 1999 par le FMI en remplacement des facilités d'ajustement structurel renforcé (FASR) de 1987 à 1993 et qui s'adresse aux PVD à faible revenu avec des difficultés persistantes de balance de paiements et qui a pour but de faire reculer la pauvreté. La nouvelle approche de FRPC repose sur l'approbation d'un document, cadre de stratégie pour la réduction de la pauvreté (DSRP), préparé par le pays membre avec le concours de la société civile ; ledit programme propose des mesures macroéconomiques et structurelles de lutte contre la pauvreté et mise sur une bonne gestion des affaires publiques.
FECOM	(Fonds européen de coopération monétaire) Fonds créé par le SME en cas de problème de liquidité des banques centrales. Ce Fonds est alimenté par le dépôt des membres équivalent à 20 % de leurs réserves d'or et un autre 20 % de leurs réserves en dollars. En contrepartie, chaque membre reçoit des écus lui permettant d'intervenir sur le marché des changes, lui donnant également accès à des crédits additionnels du Fonds.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Fibonacci	(nombres de) du nom du mathématicien italien du XIII[e] siècle, Leonardo Fibonacci. Contribue à l'adoption en Europe du système de numérotation arabe et de la mise au point d'une série où chaque nombre de la série est égal à la somme des deux précédents et à l'exception des quatre premiers nombres, chaque nombre de la série divisé par celui qui le précède donne un ratio approximatif de 1,618. Ce ratio est connu sous le nom de ratio d'or, appliqué depuis les Grecs et les Égyptiens, sert maintenant dans l'analyse des activités boursières. Les nombres de Fibonacci servent pour les choix arbitraires de périodes dans le calcul de la moyenne mobile.
Filiale étrangère	entité séparée (incorporée) d'une corporation parente située dans un pays différent. La filiale peut appartenir totalement ou partiellement à la corporation parente et ses activités peuvent différer de cette dernière.
FMI	(Fonds monétaire international) issu de la conférence de Bretton Woods de 1944, cette organisation est surtout concernée par l'assistance aux PVD dans leurs problèmes de paiements (internationaux) et par la promotion de la coopération internationale en matière de politique de taux de change et de stabilité du système monétaire. Elle voit aussi à l'utilisation des DTS par les pays membres.
Fondamentaux	Voir Analyse fondamentale.
Fuite de capitaux	un transfert soudain et élevé de richesse à l'extérieur d'un pays pour des raisons diverses de contrôle de capitaux, de risques politiques et économiques. C'est un terme péjoratif et souvent utilisé pour signifier un malaise dans le système financier du pays éprouvé. Par exemple, de 1976 à 1985, on estime que près de 200 milliards de dollars ont fui les pays en voie de développement.
Futures	(contrat) contrat à terme normalisé avec peu de dates d'échéance (3[e] mercredi de mars, juin, septembre et décembre) et plus souvent honoré avant la date d'échéance.
GATT	(*General Agreement on Tariffs and Trade*) arrangement multilatéral afin de négocier des réductions réciproques quant aux barrières tarifaires et non tarifaires.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Globalisation	(des marchés financiers) trouve son origine dans le choc de la balance des paiements, la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change et surtout dans l'assouplissement des réglementations favorisant la libre disposition des fonds sans frontières géographiques. La révolution technologique agit comme un autre facteur d'internationalisation des services financiers.
Grâce	(période) remise ou dispense d'un engagement accordée par les créditeurs à un pays débiteur, par exemple. Il peut s'agir aussi d'accorder un délai supplémentaire dans le remboursement d'une dette.
Gresham (loi)	« La mauvaise monnaie chasse la bonne monnaie ». La loi inverse de Gresham se lit : « La bonne monnaie chasse la mauvaise monnaie ».
Groupe des 5 (G-5)	association informelle des gouvernements de la France, de l'Allemagne, du Japon, des États-Unis et de la Grande-Bretagne afin de promouvoir la coopération concernant les politiques de taux de change et autres questions de nature économique.
Groupe des 7 (G-7)	similaire pour les buts au G-5, le G-7 comprend le G-5, le Canada et l'Italie.
Groupe des 10 (G-10)	similaire pour les buts aux G-5 et G-7, le G-10 comprend le G-7, la Belgique, les Pays-Bas et la Suède.
« Hors du cours »	se dit d'une option de vente (achat) si le prix d'exercice est inférieur (supérieur) au prix « spot ».
Hypothèse d'instabilité	(marché de change) théorie selon laquelle dans un régime de flexibilité des taux de change, une concurrence entre les devises augmente le risque de volatilité des taux de change et génère des spéculations déstabilisantes.
Information asymétrique (théorie)	Théorie économique qui explique les causes des crises financières par le problème de sélection adverse et de risque moral conduisant à une politique de rationnalisation de crédit par les institutions bancaires.
Inflation	hausse généralisée des prix. La forte corrélation qui existe entre l'indice des prix et la masse monétaire indique que les pays les plus inflationnistes sont également ceux où la masse monétaire augmente de façon démesurée.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Initiative en faveur des PPTE	programme adopté en 1996 par le FMI et la banque mondiale pour résoudre les problèmes d'endettement des pays pauvres très endettés. Il s'agit de rendre plus viable l'endettement de ces pays en autant que ceux-ci établissent de solides antécédents économiques.
Innovations financières	dégroupage et réaménagement des caractéristiques des instruments financiers, notamment le rendement à maturité, le prix, les risques de crédit, les échéances, le mécanisme d'arbitrage. Une des caractéristiques de l'innovation financière est l'absence de brevet ou de barrière significative à l'entrée. L'arrivée de ces nouveaux produits développés par les institutions financières correspond à l'intensification de la mondialisation des marchés financiers. Les swaps de devises et de taux d'intérêt sont des exemples d'innovations financières.
Jubilé 2000	mouvement international parti de la base et présent dans plus de quarante pays. Cette organisation non gouvernementale réclame une annulation pure et simple de la dette des pays pauvres.
Liquidités internationales	voir réserves officielles.
Lettre de crédit	engagement pris par une banque ou une autre institution financière de payer une certaine somme sur demande pour le compte d'un client qui lui paie une commission pour cette garantie.
LIBID	(*London Interbank Bid Rate*) le taux payé sur les dépôts interbancaires à Londres dans le marché de l'eurodevise. Il est légèrement en deçà du LIBOR et est utilisé moins fréquemment que ce dernier comme référence.
LIBOR	(*London Interbank Offered Rate*) (ou TIOL : Taux interbancaire offert à Londres) taux d'intérêt offert par les banques de Londres pour les grands eurodépôts interbancaires.
Loi du prix unique	voir PPA (parité des pouvoirs d'achat).
Loi Glass-Steagall	loi bancaire américaine adoptée en 1933 qui établissait notamment le principe de la séparation entre les activités bancaires et les opérations de courtage.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Marché au comptant	marché où les instruments négociés sont immédiatement exigibles.
Marchés dérivés	marchés financiers où les instruments transigés aident les participants à mieux gérer le risque de volatilité des taux d'intérêt des taux de change… Les contrats à terme, les options, les futures, les swaps constituent les produits types de marchés dérivés.
Marché des capitaux	marché d'échange des actions, des obligations ou d'actifs financiers d'une maturité de long terme.
Marché efficient	un marché dans lequel l'accès à l'information sur les conditions du marché circule suffisamment afin que les nouvelles informations soient assimilées rapidement, éliminant ainsi les possibilés d'arbitrage ou de spéculation extraordinaire.
Marché financier	ensemble des opérations de ventes et d'achats de titres et d'actifs financiers dans un pays (domestique) ou mondialement (international).
Marché monétaire	terme pour désigner les opérations des prêts bancaires et d'émission des titres de court terme.
Marché secondaire	vente à rabais des créances (dettes) ou échange de dettes pour des obligations, des actions (swaps).
Marge (ou *spread*)	différence entre le prix offert par une banque pour des devises américaines, par exemple, et le prix que l'on doit débourser à cette même banque pour les acheter. C'est aussi la différence entre les taux d'intérêt offerts sur les dépôts et les taux exigés sur les prêts par la même institution.
Marketmaker	intermédiaire financier qui fournit des liquidités au marché en faisant simultanément des offres d'achat et de vente.
Marshall-Lerner (condition)	production mathématique des conditions qui font qu'une dévaluation a un impact positif sur la balance commerciale. Plus précisément, une dévaluation n'est favorable que si en valeur absolue la somme des élasticités de demande d'exportation et d'importation est supérieure à l'unité.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Masse monétaire — ensemble de la monnaie (sous toutes ses formes : espèces, dépôts, placements…) circulant dans un pays, par exemple. Ce sont les banques centrales qui en contrôlent l'émission (billets). On distingue trois catégories : M_1, M_2, M_3. M_1 comprend les pièces et billets en circulation et l'ensemble des dépôts à vue dans les banques à charte. M_2 est la définition élargie et la somme de M_1 et des dépôts personnels à terme auprès des banques à charte. M_3 comprend M_2 plus les dépôts à terme des entreprises ainsi que les dépôts en devises étrangères.

Maturité — période déterminée et fixée pour le remboursement d'un prêt contracté, par exemple (l'échéance). Ainsi, les différents prêts contractés par les pays du tiers-monde peuvent avoir plusieurs maturités (dates d'échéance), cinq ans, dix ans, vingt-cinq ans, etc.

Mécanisme des prix et du flux des espèces métalliques — voir Prix et flux d'espèces métalliques.

Modèle de portefeuille — (ou des actifs) modèle qui vise à expliquer les variations des taux de change en considérant que ces dernières sont issues des décisions des détenteurs de capitaux qui ajustent leur portefeuille constitué de titres domestiques et étrangers en fonction des primes de risque. Plus précisément, le taux de change représente ici le prix que les résidents nationaux sont prêts à payer pour détenir les actifs étrangers et domestiques. Avec la forte mobilité des capitaux, cette théorie semble appropriée afin d'expliquer les variations de court terme des taux de change.

Modèle économétrique — formulation mathématique de relations théoriques qui incorpore des données statistiques afin d'effectuer des prévisions économiques. Elle diffère de l'analyse technique en ce que cette dernière se base seulement sur des *patterns* de corrélation statistique présumés se répéter.

Modèle keynésien — théorie du célèbre John Maynard Keynes (1883-1946) qui explique que les cycles économiques sont principalement engendrés par l'instabilité de l'investissement des entreprises et que l'hypothèse classique de plein-emploi et de flexibilité relève de l'illusion. Elle souligne ainsi l'incompatibilité des objectifs internes (inflation, chômage…) et externes (balance des paiements) de la gestion économique.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Modèle monétaire de la balance des paiements	(ou approche monétaire) modèle selon lequel la monnaie constitue la source fondamentale du déséquilibre sur les marchés (et ici de la balance des paiements) et que ce sont les politiques monétaires inappropriées qui engendrent les cycles économiques. L'approche monétaire indique une relation inverse entre les avoirs extérieurs et l'expansion du crédit domestique de sorte que toute politique monétaire expansionniste amène une contraction des avoirs extérieurs.
Modèle monétaire du taux de change	une des nombreuses théories qui visent à expliquer les comportements des taux de change. Le modèle monétaire relie les variations du taux de change à long terme à la performance relative du pays au chapitre de la croissance économique, de la masse monétaire et des anticipations des agents sur la prime à terme, lesquelles peuvent se refléter par l'écart inflationniste. Selon cette théorie, l'offre de devises (taux de change) dépend du stock disponible plutôt que du flux annuel.
Momentum	le momentum s'exprime par la différence entre deux observations à deux périodes différentes : c'est le taux de variation des prix. On parle, par exemple, de momentum à n périodes, soit 30 jours, 60 jours… indiquant la vitesse de croissance des prix (ou la vélocité).
Monétarisme	modèle d'analyse économique qui dit que la détermination des ajustements de la balance des paiements et du taux de change sont fonction des changements de l'offre et de la demande pour la monnaie domestique. La demande de monnaie est déterminée par la vitesse de circulation de la monnaie (k), le niveau des prix et la production réelle. L'offre de monnaie est déterminée principalement par le gouvernement. Cette théorie évalue que les problèmes économiques sont issus d'une mauvaise gestion monétaire par les autorités gouvernementales. Son auteur le plus connu est Milton Friedman (École de Chicago). Selon cette École, la banque centrale, connaissant l'évolution de la vélocité, peut contrôler le PNB nominal en contrôlant la masse monétaire.
Monétisation du déficit	se dit d'un déficit budgétaire financé par la banque centrale qui achète les obligations du gouvernement émises à cet effet.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Monnaie	désigne l'objet normalisé utilisé pour échanger des biens et des services. Elle est également une unité de compte qui sert à exprimer le prix des biens et des services. Puis elle représente une réserve de valeur parce qu'elle sert à conserver la richesse pendant une certaine période de temps.
Monnaie de support	devise dans laquelle est libellé un titre financier (action, obligation), un emprunt bancaire où s'effectuent des opérations de swap.
Monnaie fiduciaire	système de monnaie-papier dont la valeur n'est certifiée que par la signature de l'émetteur. On l'appelle aussi monnaie crédit.
Monnaie-marchandise	comme son nom l'indique, il s'agit d'utiliser une marchandise comme véhicule de change. Cependant, pour servir de monnaie, une marchandise doit assurer trois fonctions : unité de compte (acceptable socialement) ; moyen d'échange (mobile, divisible et homogène) et réserve de valeur (rare, durable, peu de risque de détérioration). L'or et l'argent ont jadis servi de monnaie (monnaie métallique).
Moratoire	déclaration officielle d'un gouvernement suspendant le paiement d'une dette ou d'une partie de dette pour une période donnée.
Moyenne mobile	consiste à effectuer la moyenne d'une série d'observations en tenant compte de la nouvelle donnée et en retranchant la plus ancienne donnée. L'objet de la moyenne mobile est d'annoncer et de confirmer la poursuite d'une tendance (à la hausse, à la baisse). Mais il faut noter que ce signal ne donne pas l'amplitude de variation et encore moins le moment exact du début de la tendance.
NIEO	(*New International Economic Order*) à cause de l'instabilité qui sévit sur les marchés financiers et un alourdissement du fardeau de la dette des PVD, une Assemblée spéciale des Nations Unies est convoquée, en mai 1974, à la demande des pays du tiers-monde. Un vote majoritaire s'exprime pour la mise en place d'un nouvel ordre économique international (NIEO). Ce dernier serait basé sur l'interdépendance et la coopération entre États sans égards aux systèmes socio-économiques.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Nouvel accord de Bâle	Nouveau dispositif du Comité de Bâle défini en 2001 et appelé à s'appliquer en 2004 (en remplacement de l'accord de Bâle de 1988). Le nouvel accord traite à la fois du risque de crédit, du risque d'opération et du risque de marché et s'appuie sur trois piliers (voir Pilier 1, Pilier 2 et Pilier 3). La cible de 8 % est maintenue mais avec des pondérations de risques dans les actifs plus variées ; on a recours à l'évaluation externe des agences de cotation de crédit.
Obligations à coupon zéro	obligations qui ne portent pas d'intérêt et dont la valeur nominale est le prix remboursé à l'échéance.
Obligations à taux flottants	obligations à taux d'intérêt variable (en général par référence au taux LIBOR).
Obligations classiques	obligations à taux d'intérêt fixe avec des coupons d'échéance prédéterminée. C'est de loin le plus populaire sur l'euromarché parmi les divers types d'obligations.
Obligations convertibles	obligations pouvant être transformées en actions.
Obligations étrangères	obligations émises sur le marché domestique par des emprunteurs étrangers et dans la monnaie nationale du pays concerné. Par exemple, IBM qui émet des obligations en marks sur le marché allemand.
Obligations internationales	comprend les euro-obligations (obligations émises dans une monnaie autre que la monnaie du pays d'émission) et les obligations étrangères (obligations émises sur le marché domestique par des emprunteurs étrangers).
OCDE	(Organisation pour la coopération et le développement économiques) arrangement coopératif entre les gouvernements de tous les pays développés économiquement, y compris ceux moins développés comme la Turquie afin de promouvoir la coopération et l'investissement entre ces pays.
Offre de monnaie	ensemble des éléments qui entrent dans le calcul de la masse monétaire. On distingue trois catégories : M_1, M_2 et M_3. M_1 comprend les pièces et billets en circulation et l'ensemble des dépôts à vue dans les banques à charte. M_2 est la définition élargie et la somme de M_1 et des dépôts personnels à terme auprès des

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	banques à charte. M_3 comprend M_2 plus les dépôts à terme des entreprises ainsi que les dépôts en devises étrangères.
Option	contrat qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une quantité spécifiée d'une marchandise, d'un élément d'actif financier ou d'une devise à un prix prédéterminé ou, dans le cas d'une option sur taux d'intérêt, de fixer le taux d'intérêt à une date future spécifiée sur un montant hypothétique.
Or	métal précieux dont la valeur dépend des facilités d'extraction et de production et aussi des fluctuations de la demande et de la spéculation sur le marché (cours de l'or). L'or a servi de référence monétaire (étalon) pendant la période 1870-1914.
Oscillateur	(approche de l') développée à partir de la méthode de la moyenne mobile afin de mieux prévoir l'évolution des prix dans une phase de congestion et plus particulièrement durant les phases de fluctuations latérales. L'oscillateur est une représentation graphique du mouvement des prix dans un système cartésien et il a pour objet de donner le signal d'un marché surévalué ou sous-évalué. Par exemple, on achète (une devise) lorsque le point maximum inférieur est atteint (vend, au point supérieur maximum).
Panier monétaire	ensemble composé de monnaies nationales. Par exemple, une unité monétaire artificielle (DTS, écu) est un panier monétaire composé de monnaies nationales.
Papier commercial	titre de créance à court terme émis par une société et dont l'échéance est habituellement de 30, 90 ou 180 jours et ne faisant pas l'objet de prise ferme par les intermédiaires chargés de son placement.
Parité de taux d'intérêt	condition qui existe lorsque le différentiel de taux d'intérêt entre deux devises est exactement ou approximativement égal à l'escompte ou à la prime à terme entre les deux mêmes devises. Le différentiel de taux d'intérêt explique l'écart entre le taux de change (à terme) et le taux comptant.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Parité fixe	équivalence fixe de la valeur d'échange entre deux actifs, une monnaie et l'or ou entre deux monnaies. Si une monnaie est à parité fixe avec l'or, cela veut dire que sa valeur de convertibilité est établie par les autorités monétaires concernées et non par le jeu du marché.
Parité flexible	valeur d'échange qui peut fluctuer librement ou à l'intérieur d'une bande entre deux actifs ou entre devises.
Pays hors zone	pays en dehors de la zone déclarante. Les pays d'Afrique et la plupart de ceux d'Amérique latine, du Moyen-Orient et de l'Asie du Sud-Est ne faisaient pas partie de la zone déclarante. (Voir pour plus de détails, zone déclarante.)
Pays pauvres très endettés (PPTE) selon la définition du FMI	les PPTE regroupaient initialement, à des fins analytiques, quarante et un pays en développement – notamment trente-deux pays dont le PIB par habitant (en chiffres de 1993) est égal ou inférieur à 695 $US et dont la VAN (en chiffres de 1993) de la dette par rapport aux exportations dépasse 220 % ou le ratio VAN de la dette/PNB est supérieur à 80 %. Ce groupe comprenait aussi neuf pays ayant bénéficié de rééchelonnements concessionnels des créanciers du Club de Paris (ou pouvant être admis à en bénéficier). Cependant, cette définition a évolué au fur et à mesure de la mise en œuvre de l'initiative, pour couvrir tous les pays non membres de l'IDA (association internationale de développement) et admissibles aux ressources de la FASR (facilité d'ajustement structurel renforcé) qui sont confrontés à une situation d'endettement intolérable même après l'épuisement de tous les dispositifs classiques d'allégement. Les pays sont également tenus de mettre en œuvre des programmes d'ajustement soutenus par le FMI et la Banque mondiale.
Pénurie de dollar	caractérise la première décennie d'existence du FMI (1944-1954) et résulte de l'afflux massif de capitaux des États-Unis (plan Marshall) vers les pays d'Europe ravagés par la guerre. Ainsi, cet afflux, sous la poussée du commerce international, entraîne une trop forte demande pour le dollar.
Périodicité	(analyse technique) caractère de ce qui revient à intervalles fixes (fréquence). Par exemple, le taux d'escompte de la Banque du Canada est fixé à chaque mardi, sa périodicité est hebdomadaire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Pilier 1	règles du Comité de Bâle qui définissent le ratio minimum de capital et la pondération des risques des actifs.
Pilier 2	règles du Comité de Bâle qui définissent le processus de supervision des opérations bancaires.
Pilier 3	règles du Comité de Bâle en regard à la discipline de marché pour la fourniture d'informations fiables, régulières et parvenant juste à temps.
Plan Baker	du nom du secrétaire du Trésor américain, James Baker. Programme adopté en 1985 visant à alléger le fardeau de la dette des PVD. L'approche vise trois aspects : promotion d'ajustements structurels, place privilégiée accordée au FMI, invite les banques commerciales à prêter davantage aux PVD.
Plan Brady	du nom du secrétaire du Trésor américain, Nicholas Brady. Approche américaine annoncée le 10 mars 1989 concernant la dette du tiers-monde. Cette approche consiste à reconnaître d'emblée que le paiement complet de la dette des pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure n'est pas un objectif réalisable. Le plan Brady vise deux objectifs : forcer les banques commerciales à négocier avec les pays endettés une période de grâce et appeler le FMI et la Banque mondiale à garantir l'émission de nouvelles obligations en échange des dettes existantes ou en accordant de nouveaux prêts.
Plan Marshall	plan de sauvetage mis en place par les États-Unis afin d'aider l'Europe et le Japon d'après-guerre. La répartition de l'aide Marshall fut de 24,4 % pour le Royaume-Uni, 20,3 % pour la France, 11 % pour l'Italie, 10,1 % pour l'ancienne RFA, 8,3 % pour les Pays-Bas et 25,9 % pour les autres pays.
Pléthore de dollars (*dollar glut*)	avec la mise en place du régime étalon-dollar (Bretton Woods), la Federal Reserve imprime plus de billets verts que ne le permettent ses réserves d'or (à cause de la convertibilité). Ces dernières connaissent une baisse dramatique de 1950 à 1970 pendant que l'étranger détient beaucoup de dollars toujours convertibles. Le monde passe alors d'une pénurie de dollars à une situation d'offre excédentaire de dollars sur le marché (surabondance).

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Poids économique	(d'un pays) importance de la part du commerce mondial que détient un pays. Par exemple, l'Allemagne possède un grand poids économique dans l'Union économique européenne.
Politique fiscale	politique qui constitue les choix du gouvernement en matière de fiscalité et de dépenses. Elle est conçue pour orienter la demande globale dans la direction désirée.
Politique hétérodoxe	approche mixte qui concilie rigueur financière, comme dans le modèle monétariste (orthodoxe), et croissance économique. Les principaux éléments de différenciation avec l'approche orthodoxe sont le rejet temporaire du libre marché avec l'intervention directe de l'État pour la stabilisation des prix et salaires, l'engagement de ce dernier pour limiter l'impact des programmes d'austérité sur les plus démunis et une politique monétaire centrée sur la création d'une nouvelle unité monétaire. Les politiques hétérodoxes conviennent généralement aux pays aux prises avec une forte inflation chronique.
Politique monétaire	ensemble des opérations d'une banque centrale, en vue de modifier l'équilibre du marché monétaire, par le biais d'une variation de la masse monétaire, des taux d'intérêt et/ou des taux de change.
Politique orthodoxe	une des deux théories (l'autre, hétérodoxe) qui vise à juguler l'inflation et à résorber la dette externe. Elle dérive directement de la théorie monétariste et se fonde sur le postulat que tous les facteurs qui génèrent le déséquilibre de la balance des paiements extérieurs seraient liés à l'offre excessive de monnaie. Le type de mesures qu'elle préconise : politique monétaire et fiscale restrictives, modification à la hausse du rapport entre les prix des produits importés et ceux exportés. Ce type de politique convient généralement à des pays aux prises avec une inflation faible à modérée (20 % à 40 % par année), à ceux qui subissent de brusques poussées consécutives ou à ceux qui connaissent de l'hyperinflation (l'Allemagne de 1920 ou l'Argentine de 1990).
Position courte	situation dans laquelle un agent doit une quantité d'un titre, en l'occurrence une devise, et peut subir une perte advenant la hausse du prix du titre.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Position de réserve (FMI) désigne le montant que chaque pays membre détient au compte des ressources générales du FMI et traduit les fluctuations de ses tirages. Elle correspond à la différence entre les quotes-parts et les avoirs du FMI dans la devise du pays, augmentée des prêts octroyés par le FMI.

Position domestique avoirs ou engagements des banques en monnaie nationale vis-à-vis des résidents.

Position en devises avoirs ou engagements des banques en devises vis-à-vis des résidents et des non-résidents ; aussi appelée l'euromarché.

Position étrangère avoirs ou engagements des banques en monnaie nationale vis-à-vis des non-résidents.

Position extérieure avoirs ou engagements des banques en monnaie nationale et en devises étrangères vis-à-vis des non-résidents. Aussi appelé marché étranger.

Position extérieure globale désigne le bilan des investissements internationaux qui mesure la détention par des résidents d'une économie des actifs financiers étrangers ainsi que la détention par des étrangers des actifs financiers de cette économie dans une période donnée.

Position internationale avoirs ou engagements des banques en monnaie nationale vis-à-vis des non-résidents et en devises vis-à-vis des résidents et des non-résidents ; aussi appelée prêts (dépôts) internationaux ou marché international.

Position longue situation dans laquelle un agent détient une quantité positive d'un titre, en l'occurrence une devise, et peut en tirer profit si le prix des titres vient à augmenter.

PPA (théorie de la parité des pouvoirs d'achat) conception selon laquelle les monnaies nationales ont des pouvoirs d'achat, en termes de biens et services réels, qui tendent à s'égaliser. Il y a ainsi une relation prévisible entre les niveaux des prix (inflation) et les variations des taux de change. Cette théorie, quoique imparfaite, constitue un puissant facteur explicatif des taux de change.

Problème de liquidité rareté de devises pour le financement du commerce international. Ce problème est évoqué dans le cadre du système de Bretton Woods, dès que les États-Unis

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	adoptent une politique monétaire restrictive visant une diminution du stock de dollars (monnaie internationale).
Prêts adossés	prêts mutuels à taux de change prédéterminé avec promesse de remboursement à une date future.
Prêts bancaires	somme d'argent que les banques mettent à la disposition d'un individu ou d'une entreprise pour un certain temps et moyennant un taux d'intérêt (loyer de l'argent).
Prêts bilatéraux	il s'agit des prêts accordés par des gouvernements et de leurs agences dont les banques centrales ou des organismes officiels tels les établissements de crédit à l'exportation. Aussi appelés créances bilatérales.
Prêts internationaux	désignent les crédits consortiaux et autres facilités d'emprunt comme les facilités d'émission non cautionnées. Voir aussi Position internationale.
Prêts involontaires	(prêts concertés) initiatives pour régler les crises d'endettement : prêts consentis par les banques commerciales et qui visent à ce que chaque banque octroie de nouveaux prêts en proportion de ses prêts au pays au moment du déclenchement de la crise. Plus la banque est exposée, plus il lui est demandé d'ouvrir de nouvelles lignes de crédit.
Prêts parallèles	prêts mutuels de deux sociétés pour le compte de leurs filiales respectives à l'étranger dans deux pays différents dans le but de passer outre les mesures de contrôle instaurées dans ces pays.
Prime à terme	même principe que l'escompte à terme mais dans ce cas-ci, la prime exprime une devise négociée lorsque le taux de change à terme est supérieur au taux comptant.
Prime de risque	compensation nécessaire pour un agent ayant une aversion du risque de s'engager dans un contrat à terme à cause de l'incertitude associée à la valeur future du taux de rendement, du taux de change, etc. Ainsi, face à un risque plus élevé, les investisseurs auront une préférence pour les actifs domestiques.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Prix d'exercice	prix auquel le détenteur d'une option a le droit de vendre ou d'acheter son titre ; est également appelé cours de l'option.
Prix et flux d'espèces métalliques	mécanisme de correction automatique des déséquilibres de la balance des paiements par le marché (ne requiert pas d'intervention des banques centrales). Les hausses et les baisses de prix ajustent les déséquilibres (surplus ou déficits) dus aux mouvements dans la masse monétaire (augmentation ou baisse des réserves selon un surplus ou un déficit). On suppose dans ce cas que les prix sont flexibles, qu'il y a concurrence parfaite et qu'il n'y a pas d'entraves au commerce.
Problème de confiance	perte de confiance dans une monnaie, un système parce que ce dernier ne répond plus aux exigences des participants. Ainsi, le fait d'imprimer des dollars, afin de financer le déficit américain, déclenche des spéculations quant à la capacité des États-Unis d'assurer la convertibilité avec de l'or.
Produits dérivés	ce sont notamment des contrats à terme, des options, des swaps, des « futures » ayant pour objectif de gérer les risques associés au marché financier.
Prêts internationaux	voir créances internationales.
Problème N – 1	(problème de redondance, de consistance) problème selon lequel, dans un monde de N pays (ou N balance des paiements), il n'y a que N – 1 degré de liberté. En effet, lorsque N – 1 pays auraient adopté des politiques de paiements et d'ajustements, celles du énième pays devraient être résiduelles. Chaque pays peut accumuler des réserves et enrayer l'inflation et le chômage, mais pas tous les pays du monde entier à la fois. Il indique l'interdépendance des mesures d'ajustements dans un système monétaire.
Procès-verbal agréé	(*agreed minute*) résultat final (écrit) des négociations au sein du Club de Paris où figurent les termes généraux du rééchelonnement de la dette et les recommandations des participants concernant les accords bilatéraux qui sont négociés dans un second temps.
Propension marginale à importer	ratio de la variation des importations sur la variation du revenu national. Cette propension est considérée fixe dans l'approche monétaire du taux de change.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Quote-part	part que chaque membre doit payer ou recevoir quand on répartit une somme totale, comme dans le cas des allocations (émission de DTS) du FMI, par exemple.
Ratio capital/actif (banques)	rapport entre le capital sur l'actif des banques. Selon l'accord de Bâle, ce ratio est fixé à 8 % dans le cadre du contrôle international des banques.
Ratio de dette	indicateur important du fardeau de la dette et qui relativise le phénomène d'endettement des pays. Il existe plusieurs ratios tel le fardeau de la dette extérieure par rapport au PNB, par rapport aux exportations, etc.
Ratio d'or	le nombre 1,618 obtenu en divisant chaque nombre de la série de Fibonacci par le précédent à l'exception des quatre premiers chiffres. Ce ratio est utilisé dans l'analyse technique prévisionnelle.
Ratio VAN de la dette/exportations	il s'agit de la valeur actualisée nette de l'encours de la dette extérieure publique ou garantie par l'État en fin de période, exprimée en pourcentage des exportations de biens et de services.
Recyclage des pétrodollars	destination nouvelle donnée aux dollars provenant d'un pays exportateur de pétrole, placé (le plus souvent à court terme) par l'entremise du système bancaire international. Pendant la crise de 1981-1982, le recyclage des pétrodollars a soutenu le redéploiement des prêts bancaires vers les PVD.
Rééchelonnement	(d'une dette) allongement de la durée de remboursement d'une dette, notamment d'une dette internationale. Par exemple, selon une procédure particulière, le Club de Paris s'occupe de rééchelonner les dettes de pays débiteurs au prise avec de sérieuses difficultés de paiement.
Règle ABC	proposition du Federal Reserve System de New York visant à tenir compte des actifs risqués dans la mesure du ratio capital/actif des banques. Le sigle ABC exprime, *Analysis of Bank Capital*.
Réglementations	lois, normes (nationales) qui encadrent les activités du secteur financier sur son territoire. Par exemple, la séparation des fonctions de maisons de titres et des banques est maintenue aux États-Unis (loi Glass-

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	Steagall) et au Canada. L'étendue et l'ampleur des réglementations touchant le secteur financier constituent un facteur important dans l'internationalisation des services financiers.
Réglementation VFCR	de l'anglais *Voluntary Foreign Credit Restraint*, législation passée par le gouvernement américain en 1965, visant à empêcher la sortie de capitaux de leur pays par des firmes américaines désireuses de financer leurs activités outre-mer.
Règles du jeu	terme utilisé qui réfère aux pratiques que les gouvernements participants au régime étalon-or étaient obligés de suivre afin de faciliter l'opération des mécanismes d'ajustement du régime.
Réglementation Q	une régulation du Federal Reserve System qui établit un taux d'intérêt maximal payé sur les dépôts domestiques. Cela constitue un facteur important dans le développement du marché des eurodollars.
Répudiation	renonciation à quelque chose, un engagement : remboursement d'une dette. Par exemple, en 1891, l'Argentine décidait de répudier sa dette dont le service accaparait près de 40 % de ses recettes d'exportations.
Réserves obligatoires	montant minimal de réserve, souvent exprimé en proportion des dépôts que les banques sont tenues de maintenir. Les réserves obligatoires sur les eurodevises varient d'un pays à un autre.
Réserves officielles	(ou liquidités internationales, réserves internationales, compte des réserves) c'est le compte qui, théoriquement, équilibre la balance des paiements. En fait chaque pays est tenu de détenir un stock de devises devant lui servir à payer les fournisseurs étrangers. Les réserves officielles sont, notamment, constituées de l'or, des avoirs du pays en DTS ou des devises étrangères fortes et disponibles pour ajustement de la balance des paiements. En cas de déficit du compte courant et du compte capital, le pays puise dans ses réserves pour effectuer les paiements requis.
Résistance (ligne)	concept dans l'analyse technique : ligne qui unit deux sommets-pivots dont le deuxième est plus bas.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Risque de change	possibilité de perte due aux fluctuations des taux de change.
Risque de crédit	risque qu'une contrepartie à un contrat (l'emprunteur, par exemple) ne puisse respecter les modalités de celui-ci, habituellement en ce qui concerne le paiement des intérêts ou le remboursement du capital, ou les deux.
Risque de liquidité	risque que la détention d'un actif ne puisse être maintenue sans une importante baisse de prix.
Risque de marché	possibilité de perte due à une variation inattendue des cours du marché ou des taux d'intérêt.
Risque de position	(risque de prix) risque que la position financière d'un intervenant du marché soit affectée négativement par une fluctuation des taux d'intérêt ou de change si son actif et son passif ne sont pas équilibrés en ce qui concerne les taux d'intérêt ou le panier de devises.
Risque moral	apparaît lorsque le fait d'être couvert (par une assurance, par exemple) contre un événement augmente effectivement la valeur de la perte anticipée. Cela est dû en partie au fait que l'achat de la protection (couverture) change la probabilité que l'événement se produise.
Risque opérationnel	possibilité de perte due à une erreur humaine, un acte frauduleux ou à l'absence de contrôle interne.
Risque politique	le risque que les actions d'un gouvernement vont avoir sur la valeur d'une entreprise, par exemple, les nationalisations, les guerres, etc.
Risque-pays	(ou risque de non-transfert) risque qu'un emprunteur ne puisse, à cause d'un problème de change ou tout autre problème dans son pays, rembourser un prêt libellé en devises étrangères.
Sécurisation	(ou titrisation) tendance à l'émission des titres négociables tels l'europapier commercial, l'euronote… afin d'élargir la base de financement autre que ceux des crédits bancaires.
Sélection adverse (antisélection)	Problème qui survient dans les transactions financières lorsqu'un emprunteur de mauvaise foi et à haut risque est choisi pour bénéficier des prêts d'une institution bancaire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N
Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Service de la dette	paiements des intérêts et du capital d'une dette.
SME	système monétaire européen institué le 13 mars 1979, à la suite de l'effrondement du régime étalon-dollar, qui vise à renforcer la coopération monétaire entre les pays membres afin de promouvoir la stabilité des monnaies. Ce système fonctionne en créant une unité de compte, l'écu, formé d'un panier pondéré de devises des pays membres. Le taux de change officiel entre les diverses monnaies est fixé par le fait que chaque monnaie détermine sa parité par rapport à l'écu. Les membres s'entendent sur une certaine variabilité (bande de fluctuation) entre les monnaies. Les banques centrales interviennent pour prévenir le dépassement de ces marges (ventes et achats). Depuis janvier 1990, l'euro remplace l'écu.
Spéculation	opération financière ou commerciale dont on espère tirer un bénéfice par le seul fait de la variation des cours et des prix. C'est en fait un jeu à somme nulle : le gain de l'un est la perte de l'autre, la spéculation ne crée donc pas de richesse et n'entraîne aucun effet multiplicateur. Mais elle se situe toujours au centre du débat à savoir si elle est stabilisante (réduit les amplitudes de variations des devises, par exemple) ou déstabilisante (renforce les amplitudes de variations des devises).
Succursale étrangère	unité bancaire dépositaire qui, légalement, fait partie d'une maison-mère (siège social) établie dans un pays autre que celui dans lequel elle opère.
Support (ligne)	concept d'analyse technique : ligne qui unit deux bas pivots dont le deuxième est plus haut que le premier.
Surajustement (*overshooting*)	issu d'un déséquilibre de portefeuille causé par un choc monétaire. Ce dernier introduit un mouvement de dépréciation de la monnaie, mouvement qui se résorbe de lui-même sans pour autant ramener la devise à sa position initiale, d'où le surajustement.
Surplus	situation où les recettes dépassent les dépenses. On parle de surplus budgétaire : solde positif entre les revenus et les dépenses par opposition à un déficit. On parle également de surplus ou d'excédent de la balance des paiements.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Surveillance (FMI)	consultations annuelles effectuées par le Fonds monétaire international auprès de chaque membre où il procède à une évaluation de la situation économique du pays, en vue d'un rapport de performance et de suggestion des politiques d'ajustement. Le FMI prône la discipline dans les politiques macroéconomiques et une ouverture des marchés.
Swap	opération financière par laquelle deux parties conviennent d'échanger des paiements dans le temps selon une règle prédéterminée. Nous retrouvons principalement les swaps de devises (échange de paiement d'intérêts en une devise contre un paiement d'intérêts dans une autre et/ou échange du montant du capital à un taux de change négocié) et les swaps de taux d'intérêt (échange des paiements d'intérêts sur un montant de capital hypothétique suivant des types *mix* de taux de change variables et/ou fixes).
Swap de dette	technique utilisée pour réduire la dette des pays très lourdement endettés (PVD). Dans ce cas, le créditeur, habituellement une banque, échange à rabais quelques-unes des dettes du gouvernement en échange de droits de propriété dans une entreprise antérieurement contrôlée par l'État.
Swap entre banques centrales	opération par lesquelles les banques centrales s'échangent des devises nationales avec promesse de retourner ces transactions à une date future. Ainsi la réserve fédérale peut racheter des dollars auprès de la Bundesbank contre des marks et s'engage à effectuer l'opération inverse plus tard. Entre-temps, les réserves en dollars de la Bundesbank diminuent.
Taux de change	prix de vente ou d'achat d'une devise par rapport à une autre devise.
Taux de change à terme (*forward rate*)	taux exprimé par le marché d'échanges de devises livrables à une date ultérieure, mais déterminé et accepté à l'avance. Les échéances standard sont de 30, 60, 90, 180 jours et d'un an.
Taux de change courant (*spot* ou au comptant)	taux exprimé par le marché d'échanges de devises livrables deux jours ouvrables après les transactions. Les banques centrales se réfèrent plus souvent à ce taux pour intervenir sur les marchés.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Taux de change effectif	rapport entre l'indice du taux de change moyen et la moyenne géométrique pondérée des taux de change des monnaies des principaux partenaires commerciaux.
Taux de change effectif réel	se dit du rapport entre l'indice du taux de change moyen d'une monnaie et la moyenne géométrique pondérée des taux de change des monnaies des principaux partenaires commerciaux ajustés des variations des prix ou des coûts de main-d'œuvre par rapport à ceux des principaux partenaires. Le FMI publie régulièrement cet indice à partir de son modèle multilatéral des taux de change.
Taux de change fixe	régime de change en vertu duquel les taux de change sont fixés à un niveau donné et maintenus par la banque centrale du pays.
Taux de change flexible	régime de change en vertu duquel les taux de change sont déterminés par le marché selon la loi de l'offre et de la demande avec ou sans une intervention de la banque centrale.
Taux d'intérêt moratoire	taux d'intérêt appliqué à une dette rééchelonnée. Principale variable qui n'est pas déterminée par le procès-verbal agréé (du Club de Paris) et qui fait l'objet de chaque négociation bilatérale. Il s'explique par le fait que le coût du refinancement diffère selon chaque pays créancier.
Tendance	dans l'analyse technique, orientation indiquée par une série de faits, un comportement durable pouvant être expliqué graphiquement. Par exemple, on peut noter une tendance à la hausse (à la baisse) de certains produits agricoles.
Terme américain (option)	lorsqu'une option peut être en tout temps exercée avant la date d'échéance. Le « terme américain » est également utilisé pour la cotation du dollar en une unité de devise étrangère.
Terme européen (option)	lorsqu'une option n'est exercée qu'à la date d'échéance. Le « terme européen » tout court est aussi utilisé pour la cotation des devises par unité de dollar américain.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Tête et épaules	(*head and shoulder*) forme de congestion de la technique prévisionniste (analyse technique). Les hauts et les bas forment une figure représentant la tête et les épaules d'une personne.
Théorie du flux	théorie selon laquelle la mobilité des capitaux est déterminée par l'écart des taux d'intérêt (keynésien) entre les pays. Une hausse relative des taux d'intérêt dans un pays y attire les capitaux alors qu'une baisse provoque l'effet contraire (sortie).
Théorie du stock	aussi dénommée sous l'acronyme d'actif ou de portefeuille, établit que le mouvement des capitaux est le résultat des décisions des investisseurs qui répartissent leurs richesses (stock de monnaie, obligations, actions…) sur des portefeuilles de façon à maximiser leur utilité. Les investisseurs placeront leurs richesses dans un pays s'ils évaluent favorablement la stabilité politique, la croissance économique, la capacité de payer de ce pays et en fonction d'un arbitrage de taux d'intérêt.
Théorie psychologique	théorie qui explique les variations des taux de change par l'effet des nouvelles et des anticipations. Selon cette théorie, si les nouvelles sont bonnes, une devise s'apprécie ; mauvaises, la devise se déprécie. Elle stipule également que les gens vont dans la même direction que les autres.
Titres à taux flottants	titres dont les taux d'intérêt sont référés à un taux bancaire, communément le taux du LIBOR à 6 mois. Quelquefois, le taux est déterminé postérieurement et il peut être sujet à un plafond ou un plancher.
Titres étrangers	titres émis et échangés dans le marché domestique des capitaux par des emprunteurs étrangers. Normalement émis dans la devise du pays émetteur.
Titres internationaux	titres émis et distribués par les emprunteurs non résidents. Les obligations étrangères et les euro-obligations sont par exemple des types de titres internationaux.
Titrisation	mise au point des instruments permettant à un emprunteur de se passer des institutions financières et d'aller directement aux investisseurs. Le terme regroupe également les prêts hypothécaires, les soldes

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

	de carte de crédit ou de prêts pour achats d'automobiles en fonds de créances, qui sont ensuite fractionnés en unités vendues aux investisseurs sous forme de titres. Dans le premier cas, le terme désigne l'utilisation accrue de titres traditionnels (obligations…). Dans le deuxième cas, il désigne la conversion de prêts ou de créances en instruments négociables qui sont alors offerts à des investisseurs.
Transfert net	(de ressources de pays vers d'autres) indicateur d'importance du phénomène de l'endettement des pays du tiers-monde. Il est équivalent aux lignes de crédits obtenues durant une période, soustraction faite du service de la dette (principal et intérêt).
Triangle	(analyse technique) forme de congestion. L'ensemble des fluctuations représente des triangles : isocèle, rectangle…
Troc	un système d'échange d'un bien ou service contre un autre bien ou service sans utilisation de monnaie.
UEM	Union économique et monétaire de la CEE établie par l'accord de Maastricht qui devait se réaliser en trois étapes et qui s'est concrétisée en 1999.
Unité monétaire	monnaie d'un pays, par exemple, prise comme terme de comparaison avec d'autres monnaies nationales et comme moyen d'échange pour des biens, services et autres devises. Elle constitue également une réserve de valeur. Le dollar canadien est l'unité monétaire du Canada et il est émis par la Banque centrale.
Valeur actualisée nette (VAN) de la dette (selon le FMI)	somme de toutes les obligations futures du service de la dette (intérêts et principal) existante, actualisée au taux d'intérêt du marché. Lorsque le taux d'intérêt d'un prêt est inférieur à celui du marché, la valeur actualisée nette qui en résulte est inférieure à la valeur nominale de la dette, la différence constituant ainsi l'élément de don.
Vélocité	vitesse de circulation de la monnaie qui désigne, plus précisément, le nombre de fois par année qu'une devise est utilisée à l'achat de biens ou de services. Il s'agit du ratio du PNB nominal à la masse monétaire.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Viabilité de la dette	le FMI fixe des objectifs de viabilité de la dette, selon le pays, à un niveau situé entre 200 et 250 % pour le ratio VAN de la dette/exportations. Dans le cas des économies très ouvertes (avec un ratio exportations/PIB d'au moins 40 %), dont les recettes représentent plus de 20 % du PIB, l'objectif pourrait être abaissé à un niveau égal à 280 % pour le ratio VAN de la dette/recettes. Dans le cadre de l'Initiative renforcée, un objectif unique de 150 % pour le ratio VAN de la dette/exportations remplace la fourchette-objectif précédente, tandis que l'objectif visé pour le ratio VAN de la dette/recettes a été abaissé à 250 % et les seuils d'admissibilité à 30 % pour le ratio exportations/PIB et à 15 % pour le ratio recettes/PIB.
Zone déclarante	limites géographiques considérées par la BRI pour l'évaluation des avoirs et des engagements extérieurs des banques. Cette zone évolue d'année en année. Pour l'année 2000, la zone déclarante de la BRI est constituée des pays industrialisées (Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suise) ainsi que les centres offshore des Bahamas, du Bahreïn, des Îles Caïmans, de Hong Kong, des îles néerlandaises et de Singapour.
Zone optimale de devise	région géographique dans laquelle l'efficacité économique s'accroît s'il y a une seule devise ou un taux de change fixe.

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Lexique anglais

Anglais	Français
ABC Rule	Règle ABC
Absorption	Absorption
Agreed minute	Procès-verbal agréé
Allocation	Allocation
American term	Terme américain
Appreciation	Appréciation
Back to back loans	Prêts réciproques, prêts adossés
Baker Initiative	Plan Baker
Balance of international indebtness	Balance d'endettement internationale
Balance of merchandise trade	Balance commerciale
Balance of payments	Balance des paiements
Balance on services, transfers and flows of investments income	Balance des invisibles
Bank deposits	Dépôts bancaires
Bank for International Settlements (BIS)	Banque des règlements internationaux (BRI)
Bank loans	Prêts bancaires
Barter	Troc
Basle Accord	Accord de Bâle
Brady Initiative	Plan Brady
Broker	Courtier

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Call option	Option d'achat
Capital accounts	Compte capital
Capital flight	Fuite des capitaux
Capital market	Marché des capitaux
Capital ratio	Ratio de capital/actif
Central bank	Banque centrale
Central bank swap	Swap de banques centrales
Central rate	Cours-pivot
Chicago Board of Trade (CBOT)	Chambre de commerce de Chicago
Chicago Mercantile Exchange (CME)	Bourse de Chicago
Clause of good will	Clause de bonne volonté
Clearing house interbank payments system	Chips
Commercial paper	Papier commercial
Comparative advantage	Avantage comparatif
Concessionary debt	Dette concessionnelle
Conditionnality	Conditionnalité
Congestion	Congestion
Conjonctural or external cause	Cause conjoncturelle
Convertibility	Convertibilié
Convertibles bonds	Obligations convertibles
Covered arbitrage	Arbitrage couvert
Covering	Couverture
Credit facility	Facilité de crédit
Credit risk	Risque de crédit
Currency position	Position en devise
Current account	Compte courant
Cut-off date	Date-butoir
Dealer	Négociant
Debt	Dette
Debt ratio	Ratio de dette
Debt servicing	Service de la dette
Debt-equity swap	Swap d'équité de dette
Deficit	Déficit
Depreciation	Dépréciation
Devaluation	Dévaluation
Discount market	Marché au comptant
Disimpediment	Décloisonnement
Disintermediation	Désintermédiation
Dollar	Dollar
Dollar glut	Pléthore de dollars
Dollar shortage	Pénurie de dollars
Dow Theory	Théorie de Dow
Econometric models	Modèles économétriques
Economic and Monetary Union (EMU)	Union économique et monétaire (UEM)
Economic Organization for Cooperation and Development	OCDE
Economies of scale	Économie d'échelle
Effective exchange rate	Taux de change effectif réel
EFMC (European Fund for Monetary Cooperation)	FECOM

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Elasticity	Élasticité
Euro	Euro
Eurobank	Eurobank
Eurobonds	Euro-obligations
Eurocommercial paper	Europapier commercial
Eurocredit	Eurocrédit
Eurocurrency	Eurodevise
Eurodeposit	Eurodépôt
Eurodollar	Eurodollar
Euro-equities	Euroaction
Euromarket	Euromarché
Euronote	Euronote
European currency unit	Écu
European Monetary System (EMS)	Système monétaire européen (SME)
European term	Terme européen
Exchange rate	Taux de change
Exchange rate mechanism	Mécanisme de taux de change
Exchange risk	Risque de change
External balance	Balance extérieure
External equilibrium	Équilibre externe
External position	Position externe
Financial asset	Actif financier
Financial innovations	Innovations financières
Financial market	Marché financier
Fiscal policy	Politique fiscale
Fisher effect	Effet de Fisher
Fixed exchange rate	Taux de change fixe
Fixed parity	Parité fixe
Flexible exchange rate	Taux de change flexible
Flexible parity	Parité flexible
Floating rate notes (FRN)	Obligations à taux flottants
Flow Theory	Théorie du flux
Foreign assets (Bank)	Avoirs bancaires internationaux
Foreign bonds	Obligations étrangères
Foreign branch	Succursale étrangère
Foreign currency	Devise étrangère
Foreign liabilities (Bank)	Engagements bancaires internationaux
Foreign subsidiary	Filiale étrangère
Forward contract	Contrat à terme
Forward discount	Escompte à terme
Forward exchange rate	Taux de change à terme
Forward interest rate contract	Contrat à terme sur taux d'intérêt
Forward premium	Prime à terme
Futures contract	Contrat à terme normalisé
Futures exchange rate	Taux de change futur
General Agreement on Tariffs and Trade	GATT
Glass-Steagall Act	Loi Glass-Steagall
Globalization	Globalisation
Gold	Or
Gold exchange standard	Étalon de change-or
Gold standard	Étalon-or

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Gold standard adjustment mechanism	Mécanisme d'ajustement de l'étalon-or
Golden ratio	Ratio d'or
Grace	Grâce
Gresham Law	Loi de Gresham
Group of Five	Groupe des 5
Group of Seven	Groupe des 7
Group of Ten	Groupe des 10
Head and shoulder	Tête et épaules
Heterodox policy	Politique hétérodoxe
Houston Accord	Accord de Houston
Indebtness	Endettement
Index of relative strength	Indice de force relative
Inflation	Inflation
Interest arbitrage	Arbitrage de taux d'intérêt
Interest equalization tax (IET)	Taxe d'égalisation des intérêts
Interest rate	Taux d'intérêt
Interest rate parity	Parité de taux d'intérêt
Internal equilibrium	Équilibre interne
International asset	Créances internationales
International bonds	Obligations internationales
International equities	Actions internationales
International Fisher effect	Effet international de Fisher
International Monetary Fund (IMF)	Fonds monétaire international (FMI)
International Monetary Market (IMM)	Marché monétaire international
International Stock Exchange (ISE)	Bourse internationale
Intervention	Intervention
Issuance facility	Facilité d'émission d'effets (FEE)
J Curve	Courbe en J
Japan Offshore Market	Marché outre-mer japonais
Keynesian models, approach or theory	Modèle keynésien
Lead manager	Chef de file
Letter of credit	Lettre de crédit
Liquidity problem	Problème de liquidité
Local position	Position locale
London Interbank Bid Rate	LIBID
London Interbank Offered Rate	LIBOR
Long Position	Position longue
Louvre Accord	Accord du Louvre
Maastricht Accord	Accord de Maastricht
Managed float or dirty float	Taux de change semi-flexible
Marginal propensity to import	Propension marginale à importer
Market economy	Économie de marché
Market efficiency	Efficience du marché
Marshall Plan	Plan Marshall
Marshall-Lerner Condition	Condition de Marshall-Lerner
Maturity	Maturité
Momentum	Momentum

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Monetarism	Monétarisme
Monetary base	Base monétaire
Monetary discipline	Discipline monétaire
Monetary market	Marché monétaire
Monetary models, approach theory	Modèle monétaire
Monetary policy	Politique monétaire
Monetary unit	Unité monétaire
Money supply	Offre de monnaie
Money, currency	Monnaie
Moral hazard	Risque moral
Moving average	Moyenne mobile
N – 1 problem	Problème N – 1
Net transfer	Transfert net
New International Economic Order	NIEO
News	Nouvelles
Nominal interest rate	Taux d'intérêt nominal
Non transfer risk	Risque-pays
Non-concessionary debt	Dette non concessionnelle
Non-tradable goods	Biens non échangeables
Off schedule activities	Activités hors bilan
Official reserves	Réserves officielles
Offshore banking centers	Centres bancaires outremer
Optimum currency area	Zone optimale de devises
Option	Option
Orthodox policy	Politique orthodoxe
Oscillator	Oscillateur
Overshooting	Surajustement
Parallel loans	Prêts parallèles
Periodicity	Périodicité
Petrodollars recycling	Recyclage des pétrodollars
Philadelphia Board of Trade (PBT)	Chambre de commerce de Philadelphie
Philadelphia Stock Exchange (PHLX)	Bourse de Philadelphie
Plaza Accord	Accord du Plaza
Political risk	Risque politique
Portofolio models, approach theory	Modèle de portefeuille
Position risk	Risque de position
Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF)	Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC)
Psychological theory	Théorie psychologique
Purchasing power parity	Parité des pouvoirs d'achat (PPA)
Put position	Option de vente
Quota-based	Quote-part
Random walk	Promenade aléatoire
Rational expectation	Anticipation rationnelle
Real interest rate	Taux d'intérêt réel
Reciprocity	Réciprocité
Reglementations	Réglementations
Regulation Q	Régulation Q

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Reporting banks	Zone déclarante
Repudiation	Répudiation
Rescheduling	Rééchelonnement
Reserve currency	Devise de réserve
Reserve requirements	Réserves obligatoires
Resistance	Résistance
Risk premium	Prime de risque
Rules of the game	Règles du jeu
Secondary financial market	Marché secondaire
Securization	Titrisation
Settlement, delivery or value date	Date d'honoration
Short position	Position courte
Smithsonian Accord	Accord Smithsonian
Sovereign debt	Dette souveraine
Special Drawing Rights (SDR)	Droits de tirage spéciaux (DTS)
Speculation	Spéculation
Spot exchange rate	Taux de change courant
Spread	Marge
Statistical discrepancy or errors and omissions	Erreurs statistiques
Sterilization	Neutralisation
Stock theory	Théorie du stock
Straight bonds	Obligations classiques
Strike price	Prix d'exercice
Structural adjustment	Ajustement structurel
Structural or internal cause	Cause structurelle
Support	Support
Swap	Contrat d'échange
Swap	Swap
Syndicated loans	Prêts simultanés
Tax heaven country	Paradis fiscal
Technical analysis	Analyse technique
Toronto Accord	Accord de Toronto
Trade currency	Monnaie-marchandise
Transaction by designation	Transaction par désignation
Trend	Tendance
Triangular arbitrage	Arbitrage triangulaire
Triffin Dilemma	Dilemme de Triffin
Trinidad Accord	Accord de Trinidad
Underwriters	Syndicat de garantie
Velocity	Vélocité
Volatility	Volatility
Weak-form efficiency	Faible forme d'efficience
World bank	Banque mondiale
Zero-coupon bonds	Obligations à coupon zéro

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Lexique français

Français	Anglais
Absorption	Absorption
Accord de Bâle	Basle Accord
Accord de Houston	Houston Accord
Accord du Louvre	Louvre Accord
Accord de Maastricht	Maastricht Accord
Accord du Plaza	Plaza Accord
Accord Smithsonian	Smithsonian Accord
Accord de Toronto	Toronto Accord
Accord de Trinidad	Trinidad Accord
Actif financier	Financial asset
Activités hors bilan	Off schedule activities
Actions internationales	International equities
Ajustement structurel	Structural adjustment
« À parité »	At-the-money
Allocation	Allocation
Analyse technique	Technical analysis
Anticipation rationnelle	Rational expectation
Appréciation	Appreciation
Arbitrage couvert	Covered arbitrage
Arbitrage de taux d'intérêt	Interest arbitrage
Arbitrage triangulaire	Triangular arbitrage
Avantage comparatif	Comparative advantage
Avoirs bancaires internationaux	Foreign assets
Balance commerciale	Balance of merchandise trade
Balance d'endettement internationale	Balance of international indebtness

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Balance des invisibles	Balance on services, transfers and flows of investments income
Balance des paiements	Balance of payments
Balance extérieure	External balance
Banque centrale	Central bank
Banque des règlements internationaux (BRI)	Bank for international settlements (BIS)
Banque mondiale	World Bank
Base monétaire	Monetary base
Biens non échangeables	Non-tradable goods
Bourse de Chicago	Chicago Mercantile Exchange (CME)
Bourse de Philadelphie	Philadelphia Stock Exchange (PHLX)
Bourse internationale	International Stock Exchange (ISE)
Cause structurelle	Structural or internal cause
Cause conjoncturelle	Conjonctural or external cause
Centres bancaires outre-mer	Offshore banking centers
Chambre de commerce de Chicago	Chicago Board of Trade (CBOT)
Chambre de commerce de Philadelphie	Philadelphia Board of Trade (PBOT)
Chef de file	Lead manager
Chips	Clearing house interbank payments system
Clause de bonne volonté	Clause of good will
Compte capital	Capital accounts
Compte courant	Current accounts
Condition de Marshall Lerner	Marshall Lerner Condition
Conditionnalité	Conditionnality
Congestion	Congestion
Contrat à terme	Forward contract
Contrat à terme normalisé	Futures contract
Contrat à terme sur taux d'intérêt	Forward interest rate contract
Contrat d'échange	Swap
Convertibilité	Convertibility
Courbe en J	J Curve
Cours-pivot	Central rate
Courtier	Broker
Couverture	Covering, hedging
Créances internationales	International asset
« Dans le cours »	In-the-money
Date-butoir	Cut-off date
Date d'honoration	Settlement, delivery or value date
Décloisonnement	Disimpediment
Déficit	Deficit
Dépôts bancaires	Bank deposits
Dépréciation	Depreciation
Désintermédiation	Disintermediation
Dette	Debt
Dette concessionnelle	Concessionary debt
Dette non concessionnelle	Non-concessionary debt
Dette souveraine	Sovereign debt
Dévaluation	Devaluation
Devise de réserve	Reserve currency
Devise étrangère	Foreign currency

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Dilemme de Triffin	Triffin Dilemma
Discipline monétaire	Monetary discipline
Dollar	Dollar
Droits de tirage spéciaux (DTS)	Special Drawing Rights (SDR)
Économie d'échelle	Economies of scale
Économie de marché	Market economy
Écu	European currency unit
Effet de Fisher	Fisher Effect
Effet international de Fisher	International Fisher Effect
Efficience du marché	Market efficiency
Élasticité	Elasticity
Endettement	Indebtness
Engagements bancaires internationaux	Foreign liabilities
Équilibre externe	External equilibrium
Équilibre interne	Internal equilibrium
Équité internationale	International equities
Erreurs statistiques	Statistical discrepancy or errors and omissions
Escompte à terme	Forward discount
Étalon de change-or	Gold exchange standard
Étalon-or	Gold standard
Euro	Euro
Euro-action	Euro-equities
Eurobanque	Eurobank
Eurocrédit	Eurocredit
Eurodépôt	Eurodeposit
Eurodevise	Eurocurrency
Eurodollar	eurodollar
Euromarché	Euromarket
Euronote	Euronote
Euro-obligations	Eurobonds
Europapier commercial	Euro commercial paper
Facilité de crédit	Credit facility
Facilité d'émission d'effets (FEE)	Issuance facility
Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC)	Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF)
Faible forme d'efficience	Weak-form efficiency
FECOM	EFMC (European Fund for Monetary Cooperation)
Filiale étrangère	Foreign subsidiary
Fonds monétaire international (FMI)	International Monetary Fund (IMF)
Fuite des capitaux	Capital flight
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
Globalisation	Globalization
Grâce	Grace
Groupe des 5	Group of Five
Groupe des 7	Group of Seven
Groupe des 10	Group of Ten
« Hors du cours »	Out-of-the-money

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Indice de force relative	Index of relative strength
Inflation	Inflation
Innovations financières	Financial innovations
Intervention	Intervention
Lettre de crédit	Letter of credit
LIBID	London Interbank Bid Rate
LIBOR	London Interbank Offered Rate
Loi de Gresham	Gresham law
Loi Glass-Steagall	Glass-Steagall Act
Marché au comptant	Discount market
Marché des capitaux	Capital market
Marché financier	Financial market
Marché monétaire	Monetary market
Marché monétaire international	International Monetary Market (IMM)
Marché outre-mer japonais	Japan Offshore Market
Marché secondaire	Secondary financial market
Marge	Spread
Masse monétaire	Monetary base
Maturité	Maturity
Mécanisme d'ajustement de l'étalon-or	Gold standard adjustment mechanism
Mécanisme de taux de change	Exchange rate mechanism
Modèle de portefeuille	Portofolio models, approach or theory
Modèles économétriques	Econometric models
Modèle keynésien	Keynesian models, approach or theory
Modèle monétaire	Monetary models, approach or theory
Momentum	Momentum
Monétarisme	Monetarism
Monnaie	Money, currency
Monnaie-marchandise	Trade currency
Moratoire	Moratorium
Moyenne mobile	Moving average
Négociant	Dealer
NIEO	New International Economic Order
Nouvelles	News
Neutralisation	Sterilization
Obligations à coupon zéro	Zero-coupon bonds
Obligations à taux flottants	Flating rate notes (FRN)
Obligations classiques	Straight bonds
Obligations convertibles	Convertibles bonds
Obligations internationales	International bonds
Obligations étrangères	Foreign bonds
OCDE	Economic Organization for Cooperation and Development
Offre de monnaie	Money supply
Option	Option
Option d'achat	Call option
Option de vente	Put option
Or	Gold
Oscillateur	Oscillator

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Papier commercial	Commercial paper
Paradis fiscal	Tax heaven country
Parité des pouvoirs d'achat (PPA)	Purchasing power parity
Parité de taux d'intérêt	Interest rate parity
Parité fixe	Fixed parity
Parité flexible	Flexible parity
Pénurie de dollars	Dollar shortage
Périodicité	Periodicity
Plan Baker	Baker Initiative
Plan Brady	Brady Initiative
Plan Marchall	Marshall Plan
Pléthore de dollars	Dollar glut
Politique fiscale	Fiscal policy
Politique hétérodoxe	Heterodox policy
Politique monétaire	Monetary policy
Politique orthodoxe	Orthodox policy
Position courte	Short position
Position en devise	Currency position
Position externe	External position
Position locale	Local position
Position longue	Long position
Prêts adossés	Back to back loan
Prêts bancaires	Bank loans
Prêts parallèles	Parallel loans
Prêts réciproques	Back to back loans
Prêts syndiqués	Syndicated loans
Prime à terme	Forward premium
Prime de risque	Risk premium
Prix d'exercice	Strike price
Problème de liquidité	Liquidity problem
Problème N – 1	N – 1 problem
Procès-verbal agréé	Agreed minute
Promenade aléatoire	Random walk
Propension marginale à importer	Marginal propensity to import
Quote-part	Quota-based
Ratio de capital/actif	Capital ratio
Ratio de dette	Debt ratio
Ratio d'or	Golden ratio
Réciprocité	Reciprocity
Recyclage des pétrodollars	Petrodollars recycling
Rééchelonnement	Rescheduling
Règle ABC	ABC Rule
Règles du jeu	Rules of the game
Réglementations	Reglementations
Régulation Q	Regulation Q
Répudiation	Repudiation
Réserves obligatoires	Reserve requirements
Réserves officielles	Official reserves
Résistance	Resistance
Risque de change	Exchange risk
Risque de crédit	Credit risk
Risque de position	Position risk

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Risque moral	Moral hazard
Risque-pays	Non transfer risk
Risque politique	Political risk
Sécurisation	Securities
Service de la dette	Debt servicing
Spéculation	Speculation
Succursale étrangère	Foreign branch
Support	Support
Surajustement	Overshooting
Swap	Swap
Swap de banques centrales	Central bank swap
Swap d'équité de dette	Debt-equity swap
Syndicat de garantie	Underwriters
Système monétaire européen (SME)	European Monetary System (EMS)
Taux de change	Exchange rate
Taux de change à terme	Forward exchange rate
Taux de change courant	Spot exchange rate
Taux de change effectif réel	Effective exchange rate
Taux de change fixe	Fixed exchange rate
Taux de change flexible	Flexible exchange rate
Taux de change futures	Futures exchange rate
Taux de change semi-flexible	Managed float or dirty float
Taux d'intérêt	Interest rate
Taux d'intérêt nominal	Nominal interest rate
Taux d'intérêt réel	Real interest rate
Taxe d'égalisation des intérêts	Interest equalization tax (IET)
Tendance	Trend
Terme américain	American term
Terme européen	European term
Tête et épaules	Head and shoulder
Théorie de Dow	Dow Theory
Théorie du flux	Flow Theory
Théorie du stock	Stock Theory
Théorie psychologique	Psychological Theory
Titres à taux flottants	Floating rate bonds
Titres à « coupon zéro »	Zero-coupon bonds
Titres étrangers	Foreign bonds
Titres internationaux	International bonds
Titrisation	Securization, Securities
Transaction par désignation	Transaction by designation
Transfert net	Net transfer
Troc	Barter
Union économique et monétaire (UEM)	Economic and Monetary Union (EMU)
Unité monétaire	Monetary unit
Vélocité	Velocity
Volatility	Volatility
Zone déclarante	Reporting banks
Zone optimale de devises	Optimum currency area

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Index onomastique

A

Aaronson, S. 512, 563
Aglietta, M. 468
Alejandro, F. 550
Alibert, J. 457, 468
Allen, P.R. 169
Anastassiades, M. 235, 240
Andersen, L.C. 295, 341
AQOCI 563, 567
Ascah, L. 298
ATLASECO 502, 563
Attali, J. 331, 454

B

Bailey, R.W. 130, 169
Baillie, R.T. 106, 123, 126, 128, 130, 169
Balassa, B. 169
Bartel, R.D. 468
Barthelemy, J.C. 489, 517, 524, 563
Beidleman, C.R. 247
Bélanger, S. 247, 264, 331
Bensaid, J. 423
Benston, G.J. 252, 342
Bergsten, C.F. 563
Bienefeld, M. 505, 526, 563
Bilson, J.F.O. 119, 121, 123, 169
Bird, G. 468
Bisignano, J. 127, 169
Bloomfield, A. 171
Bond, D.E. 297, 342
Booth, G.G. 170
Branson, W.H. 127, 170
Brender, A. 331
Brookhouse, R. 468
Bruner, K. 342
Bulow, J. 506
Burt, J. 170
Byrne, W.J. 469

C

Cagan, P. 120, 170
Calvo, G.A. 170, 277, 342
Cameron, R. 356
Canterbery, E.R. 469
Canzoneri, M.B. 342, 445
Caplan, B. 564
Carello, J. 528, 533, 564
Carlson, J. 262, 263, 343

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cassel, G. 170
CEC 265, 266
CETIM 505, 564
Chari, V.V. 447
Chessen, J. 248
Choudri, E.V. 169
Cline, W.R. 468, 563, 564
Cooper, J. 329, 425, 445, 446, 456, 458, 459, 460, 469, 470
Copeland, L.S. 125, 126, 128, 170
Cornell, B. 170
Cornette, J. 41, 564
Cornia, A. 505, 526, 564
Côté, A. 331
Country Profile 564
Courchesne, T.J. 248
Crouchy, M. 344
Culpeper, R. 564
Cushman, D.O. 331

D

Darby, M.R. 170
Dauvergne, A. 564
De Boissieu, C. 423, 428, 429
De Grauwe, P. 331
De La Serre, F. 409
De Vires, M. 364
Debeauvais, M. 248
Delmas-Marsalet, J. 427
Delors, J. 409, 423
Dembinski, P.H. 499, 508, 512, 565
Deutsche Bundesbank 248
Devereux, M.B. 425, 445, 446, 447, 470
Diaz-Alejandro, C.F. 565
Dietrich, K.J. 252, 254, 255, 256, 269, 344
Dornbusch, R.R. 171, 565
Douglas, T. 248
Driskill, R.A. 122, 123, 171
Duane, H. 556, 565
Duesenberry, J.S. 344
Dufey, G. 172
Duruflé, G. 535, 565

E

Eaton, J. 506, 565
Eichengreen, B. 565
Eichengreen, M. 424
Emerson, M. 470
Epstein, G. 565
Ethier, W. 171
Evans, J.S. 92, 171, 226, 248, 297

F

Fama, E.F. 128, 171, 266, 345
Federal Reserve Bank 268
Fibonacci, L. 157
Fidler, S. 248
Fisher, I. 118, 164, 171
Fisher, S. 114, 171, 272, 345, 471, 582, 613, 614, 619
FMI 266, 331, 391, 563, 566
Foxley, A. 565
Frankel, J. 121, 122, 123, 136, 137, 139, 171, 318, 319, 345, 425, 430, 445, 447, 448, 471
Franklin, J.C. 248
Fredman, C. 172
Frenkel, J. 119, 120, 121, 123, 129, 130, 169, 171, 172, 174, 175, 176, 459, 468, 471
Friedman, M. 42, 119, 172, 259, 295, 296, 339, 345, 349, 532, 565
Friedrich, H. 338, 528
Furlong, F. 268, 345
Fusjeld, D. 40

G

Galai, D. 266, 344
Galbraith, J.K. 338, 565
Gardiner, M.R. 220, 248
Gazzo, Y. 565
George, S. 565
Gersovitz, M. 506, 565
Gertler, M. 266, 346
Ghosh, A. 425, 447, 448
Giddy, I. 172
Gill, L. 359, 367
Giovannini, A. 274, 275, 276, 277, 346
Girton, L. 277, 346
Godet, M. 428
Gold, J. 472
Gotur, R. 331, 472
Grégoire, L.-J. 566
Guttmann, R. 300, 346
Gwartney, 530

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

H

Hakkio, C.S. 172, 173
Halttunen, H. 170
Hamada, K. 445, 472
Hanweck, G.A. 252, 342
Harberger, A.C. 173
Harrigan, P. 472
Hayek, F. 276, 277, 359, 456, 459, 466, 472
Haynes, S.E. 122, 123, 173
Heywood, J. 472
Hillard, B. 472
Hoffmeyer, E. 237, 239, 449, 451, 452, 453
Hooper, P. 331
Hoover, K. 127, 128, 169
Horne, J. 445, 446, 453
Howard, W. 492
Hubbert, M. 262, 347
Huhne, C. 470
Humphrey, D.V. 252, 342
Inter-Mondes 563, 564, 566, 567, 568

J

Jerry, L. 341
Johnson, H.G. 42, 43, 52, 119, 173
Jolly, R. 564
Jordan, J.L. 295, 296, 341

K

Kahane, Y. 268, 347
Kaldor, N. 49, 298, 300, 301
Kareken, J.H. 268, 277, 347
Kaufman, H. 347, 364
Keeley, M. 268, 345
Kehoe, J.P. 445
Kemp, M.C. 119, 173
Kenen, P.B. 415, 416, 426
Kessler, V. 61, 331, 342
Keynes, J.M. 42, 52, 358, 360
Kiguel, M. 542, 566
Kindleberger, C. 39, 41, 131, 132, 237, 330, 456
Koehn, M. 268, 348
Kohlhagen, S.W. 331, 347
Kouri, P.J.K. 173
Kredietbank 412
Krueger, A.O. 52, 124, 173
Krugman, P. 249, 330, 331, 359, 364, 366, 506, 507, 523, 566
Kydland, F.E. 446
Kyle, S. 566

L

La revue Inter-Mondes 499
Lafleur, G. 505, 513, 514, 526, 566
Lafond, M.R. 566
Lamfalussy, A. 302, 348, 436
Langford, K.C. 142, 157, 174
Lascelles, D. 249
Le Cacheux, J. 407, 422
Le Cacheux, L. 400
Le Devoir 249
Lecointe, F. 400, 407, 474
Lee, P. 474
Leguil, E. 566
Leland, H. 266, 348
Lelart, M. 393, 394, 474
Leroux, F. 91, 174, 220, 249, 396, 401, 466, 474, 566
Levich, R. 174
Lindert, P. 93, 102, 118, 174
Liviatan, N. 542, 566
Longworth, D. 130, 174
Loxley, J. 505, 567
Lyons, J.T. 220, 249

M

MacDonald, R. 127, 128, 130, 131, 174
MacEvan, A. 543, 567
Madura, J. 469
Magdoff, H. 261, 349
Magee, S. 174
Manfred, B. 514
Mantha, C. 513, 567
Markus, K.E. 331
Marston, R.C. 133, 329, 368, 369, 406
Masson, P. 127, 170, 425, 446, 447, 448, 453, 471, 473
Mbembe, A. 554
McKinnon, R. 106, 109, 131, 385, 387, 475
McMahon, P.C. 169
Meade, J.E. 52, 174
Melandri, P. 489, 490, 567
Melvin, M. 275, 349

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Miles, M.A. 175
Miller, S. 567
Minford, P. 318, 342, 445, 469
Minsky, H. 258, 349
Modigliani, F. 266, 297, 350
Montgomery, J.O. 252, 350
Moore, B. 299, 350
Moran, C. 567
Morgan, J.-P. 239, 242, 249
Mundell, R. 119, 175, 287
Murphy, J.S. 141, 149, 161, 175
Mussa, M. 175

N

Naudet, J.-Y. 528, 533, 564
Norel, P. 520, 524, 567
Nyahoho, E. 178, 182, 258, 350

O

Obstfeld, M. 62, 136, 175, 249, 330, 331, 348, 359, 364, 366, 474, 506, 507, 523, 566
Ocampo, J. 249
Officer, L. 175
Ohlin, B. 42
Orr, B. 475
Oudiz, G. 425, 445, 447

P

Paquot, E. 567
Paris, 119
Park, S.Y. 249
Petit, J.-P. 249
Polak, J.J. 119, 175
Pool, J.C. 249, 253, 363, 492, 500, 503, 504, 506, 568
Portes, R. 249, 250, 256, 351, 352, 565
Pozo, S. 476
Prais, S.J. 176
Prescott, E.C. 320, 348, 446, 474
Price Waterhouse 254

R

Raux, J. 476
Regling, K. 568
Reisen, H. 504
Robert, M. 568
Rodriguez, C.A. 170, 277, 342
Rogoff, K. 175, 319, 351, 406, 425, 445, 447, 448, 449, 471, 476, 506, 563
Rollet, P. 250
Roper, D. 277, 346, 472
Rybczynski, T. 258, 351

S

Sachs, J.D. 176, 445, 447, 568
Salomon Brothers 523
Samuelson, P.A. 351
Santomero, A. 256, 266, 268, 269, 348, 351
Saul, J. 483, 526, 568
Saunders, A. 250
Saunier, A. 516, 568
Schaeffer, S. 250
Schor, A. 476
Schwartz, A. 296
Sengupta, A. 391, 476
Shaw, K. 250
Shearer, R.A. 297, 342
Sheffrin, S.M. 122, 123, 171
Shepherd, S. 250
Sidney, S. 50
Simon, Y. 250
Sinai 259
Solomon, A. 300, 352
Solomon, R. 176
Stamos, S. 492, 500, 503, 504, 506, 568
Stewart, F. 564
Stockman, A. 176
Stone, J.A. 122, 123, 173
Stroup, 530
Summers, L. 352
Suzuki, Y. 449, 451, 452, 453, 457, 477
Sweezy, P. 261, 262, 349
Swoboda, A. 256

T

Tabellini, G. 445, 477
Tavlas, G.S. 322, 323, 331, 341, 343, 352
Taylor, M.P. 176
The Economist 250, 300, 407, 505, 548, 563, 568

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Thimberlake, R.H.J. 176, 352, 456, 458
Thursby, J.C. 322, 331, 352
Triffin, R. 49, 51, 365, 366

U

Ujiie, J. 176
Ulan, M. 322, 331, 341

V

van Ypersele, J. 477
Vanhecke, C. 568
Vincent, I. 545
Vittori, J.M. 133, 176, 250, 253, 353, 453, 454, 455, 456, 478
Von Trotsenburg, A. 504, 568
Vourc'h, A. 508, 568

W

Wachtel, H. 568
Wallace, N. 268, 277, 347, 473
Wallich, H.C. 478
Walters, A.A. 353
Wexler, I. 568
White, L.H. 176, 353, 456, 458
Whitman, M. 176
Wihlborg, C. 353
Willett, T.D. 317, 318, 320, 344, 346, 349, 350, 351
Williamson, J. 11, 45, 63, 176, 355, 360, 457, 459, 468, 478, 563
Wojnilower, 259
Wolfgang, S. 426
Wolfson, M. 258, 259, 353
World Bank 563
Wyplosz, C. 423, 424

Z

Zantman, 490
Zellner, D. 130

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Index thématique

A

absorption 50, 51, 55, 57, 280, 291, 292, 569
accord
  de Bâle 233, 266, 336, 602
  de confirmation 377, 378, 379, 383, 384, 569
  de Houston 559, 560, 570
  de Maastricht 277, 278, 399, 408, 410, 411, 415, 416, 421, 423, 424, 427, 428, 430, 432, 433, 460, 462, 465, 473, 474, 570, 609
  de Plaza 453, 463, 570
  de Toronto 514, 517, 518, 527, 559, 570
  de Trinidad 559, 570
  de Venise 339, 437, 463, 571
  du Louvre 339, 452, 463, 570
  élargi 377, 378, 379, 383, 384
  Smithsonien 368, 369, 435, 450, 463, 464, 570
achat 378
  de devises 362
actif 124, 126, 127, 128, 186, 219, 226, 252, 258, 265, 266, 267, 268, 274, 279, 296, 335, 337, 359, 521, 571, 590, 600, 608
  de change 378
  étranger 124
  financier 139, 163, 222, 571, 590
  gelé 506
action 9, 37, 53, 193, 196, 208, 209, 213, 215, 216, 221, 222, 226, 228, 229, 244, 246, 261, 456, 500, 507, 551, 561, 571, 576, 590, 593, 594
  internationale 193, 215, 216, 217, 246, 571
actionnariat 177, 269
activités
  bancaires 198, 249, 269
  boursières 157, 179, 206, 500, 587
  hors bilan 255, 571
afflux 363
agrégats monétaires 303
aide publique au développement (APD) 579
ajustement 508, 510, 563, 564, 567

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

structurel 336, 377, 379, 382, 384, 385, 437, 441, 444, 458, 463, 511, 520, 521, 535, 543, 545, 552, 553, 559, 563, 564, 565, 566, 567, 568, 571, 597
allocation 367, 391, 393, 394, 571, 602
amortissement 495
analyse
monétariste 139
néoclassique 294
technique 139, 140, 141, 142, 143, 145, 161, 162, 163, 167, 174, 572, 591, 596, 602, 603, 605, 607, 608, 609
annulation 516, 556, 557
anticipation 131, 162, 400, 437, 446, 449, 491, 522, 550, 582, 592, 608
inflationniste 119, 139, 355, 449
rationnelle 163, 294, 448, 532, 572
salariale 498
spéculative 368
appréciation 66, 91, 125, 132, 168, 237, 304, 329, 386, 572
du taux de change 125
approche
classique 527
contracyclique pseudo-keynésienne 494
de portefeuille 124, 126, 139, 165
d'élasticité 45, 47, 50, 55, 57
hétérodoxe 541, 542
keynésienne 53
monétaire 42, 43, 44, 53, 55, 57, 119, 127, 162, 165, 446, 592, 601
orthodoxe 541, 542, 551
par absorption 50
arbitrage 106, 128, 145, 166, 185, 218, 219, 235, 244, 252, 403, 505, 521, 529, 557, 589, 590
couvert 163, 572
de taux d'intérêt 572
triangulaire 166, 218
arbitragiste 93, 221, 226
argent 356, 571, 579
association internationale de développement 394
assurances 177
asymétrie 186, 245, 264, 329, 457
autarcie 507
autorités centrales 448
avantage comparatif 337, 572
avantage compétitif 45
avoir 185, 255, 267, 295, 362, 378, 506, 550, 581, 603, 610
bancaire international 245
de réserve 391, 405
extérieur 43, 44, 184, 592
monétaire 50, 297

B

balance 537, 562
américaine des paiements 365
commerciale 7, 14, 15, 17, 20, 38, 39, 42, 46, 47, 48, 50, 52, 56, 58, 59, 60, 133, 165, 365, 504, 537, 572, 573, 578, 582, 590
courante 51, 52
des invisibles 573
des paiements 1, 5, 6, 7, 8, 11-17, 20, 22, 25, 27, 30, 34, 38, 42, 43, 44, 45, 49, 51, 52, 53, 55-61, 63, 109, 132, 133, 179, 185, 187, 206, 220, 279, 281, 283-289, 292, 301, 328, 329, 355, 357, 358, 360, 361, 362, 363, 368, 369, 376, 377, 379, 380, 381, 388, 392, 393, 396, 397, 401, 412, 413, 416, 436, 437, 440, 446, 459, 460, 462, 464, 477, 480, 489, 511, 532, 541, 544, 552, 553, 561, 562, 569, 573, 576, 577, 579, 580, 583, 588, 592, 601, 603, 605
extérieure 497
globale des paiements 282
BANCOR 361
banque
à l'étranger 181
centrale 10, 11, 13, 27, 28, 30, 31, 42, 57, 59, 94, 102, 104, 131, 132, 168, 177, 233, 234, 242, 253, 264, 281, 284, 289, 296, 299, 301, 302, 305, 316, 328, 329, 330, 337, 358, 359, 360, 365, 368, 391, 398, 402, 403, 405, 406, 407, 408, 410, 413, 424, 425, 430, 432, 441, 449, 450, 451, 454, 456, 457, 460, 462, 463, 467, 490, 509, 573, 581, 586, 592, 598, 601, 605, 606, 607

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

centrale européenne 410, 413, 414, 430, 432, 462
d'émission 395
étrangère 182, 183
nordique d'investissement 394
Banque africaine de développement 394
Banque asiatique de développement 394
Banque centrale des Antilles orientales 394
Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest 394
Banque de développement de l'Afrique de l'Est 394
Banque de France 39
Banque des États de l'Afrique centrale 394
Banque des règlements internationaux 190, 229, 241, 247, 341, 394, 573
Banque du Canada 106, 169, 364
Banque européenne d'investissement 403, 466
Banque internationale pour la reconstruction et le développement 394, 466
Banque islamique de développement 394
Banque mondiale 480, 481, 485, 486, 487, 488, 501, 521, 562, 563, 573
Banque nationale suisse 394
Banque nordique d'investissement 394
base
du triangle 149
monétaire 188
BCE (*voir* banque centrale européenne)
bien-être social 252
biens
exportés 554
imposés 554
billets du Trésor 297
bimétallisme 356
blocs 360
bons du Trésor 134, 164, 180, 221, 226, 261, 285, 394, 494, 530
bourse 99, 180, 211, 213, 215, 571
de New York 261
internationale 574
Bretton Woods 180, 185, 234, 262, 302, 328, 331, 356, 360, 365, 367, 368, 370, 397, 399, 400, 432, 456, 457, 463, 464, 469, 471, 472, 476, 477, 531, 565, 574, 580, 587, 597
budgets 537
bulletin du FMI 247, 393, 563
Bureau international du travail 563

C

caisse centrale 586
cambiste 91, 93, 97, 102
capital 261, 264, 265, 267, 269, 337, 481, 497, 510, 562, 605
action 255
capital/actif 266
capitalisation 269
capitaux 6, 20, 22, 25, 28, 31, 33, 34, 35, 39, 41, 42, 45, 53, 54, 57, 59, 62, 109, 114, 133, 177, 186, 193, 194, 195, 196, 197, 199, 200, 205, 206, 207, 209, 211, 212, 214, 216, 234, 244, 248, 250, 252, 253, 274, 283, 291, 292, 296, 302, 329, 360, 363, 364, 367, 369, 377, 397, 406, 411, 412, 438, 445, 451, 457, 458, 460, 464, 465, 467, 468, 474, 478, 490, 491, 495, 497, 552, 566, 573, 576, 591, 603, 608
à court terme 40
à long terme 40
carte de crédit 220, 262, 263, 337
cause structurelle 559
Centre
Europe–tiers-monde (CETIM) 564
international de solidarité ouvrière (CISO) 564
certificat de dépôt 394
cessation générale 525
chaînes de papier 525
chambre de compensation 221, 225
change 143, 248, 250, 355, 373, 386, 389, 396, 402, 403, 408, 430, 444, 449, 450, 451, 460, 467, 472, 475, 504, 604
fixe 454, 456
flexible 165
flottant 49, 302
chartriste 140, 142, 146
chef de file 574
Chicago Board of Trade 246

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Chicago Board Options Exchange 246
Chicago Mercantile Exchange 222, 246
choc 2, 42, 51, 55, 109, 220, 288, 328, 374, 401, 428, 444, 446, 450, 457, 535
  asymétrique 429
  de la balance 243
  pétrolier 45, 57, 131, 133, 206, 330, 331, 332, 369, 370, 416, 426, 462, 491, 494, 503, 525, 558
  symétrique 429
choix publics 446
chômage 52, 55, 133, 285, 290, 291, 293, 329, 338, 355, 400, 491, 528, 532, 538, 542, 546, 549, 583, 601
circuit bancaire 178, 197, 206, 492
clause de bonne volonté 509, 559, 561, 575
club
  de Londres 508, 509, 511, 524, 559, 576
  de Paris 508, 509, 510, 511, 514, 516, 517, 518, 520, 524, 527, 553, 558, 559, 561, 570, 575, 576, 579, 601, 602, 607
coefficient 266
  de création multiple 188
  de réserves 285
  obligatoire 188
Comex 246
comité
  de Bâle 247, 249, 458
commerce international 1, 2, 31, 40, 49, 252, 276, 330, 361, 363, 552, 596, 599
commission 92, 224, 226, 362, 378, 393, 581, 589
Commission des Communautés européennes 469
Commonwealth 360
communauté 277, 399, 400, 401, 408, 410, 411, 412, 414, 416, 417, 426, 428, 433, 438, 455, 462, 464, 466, 468, 469, 470, 476, 477
compétitivité 293, 498, 562
compte 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 20, 21, 24, 25, 26, 27, 32, 34, 38, 39, 45, 53, 355
  capital 7, 42, 53, 56, 60, 279, 281, 292, 576, 603
  courant 12, 39, 42, 49, 53, 55, 58, 59, 125, 279, 281, 290, 292, 293, 330, 338, 363, 439, 443, 448, 451, 491, 493, 498, 525, 540, 549, 562, 573, 576, 603
  des invisibles 583
  des ressources générales 378
  général 392, 393
  national 52, 279
  spécial 392
concertation 330
concessionnalité 517, 559
concordat 265
  de Bâle 243, 264, 334
condition
  Marshall-Lerner 46, 47, 52, 287
  améliorée de Toronto 518
  de Houston 519
  de Trinidad 518
conditionnalité 376, 377, 378, 509, 577
conférence de Gênes 359
confiance 65, 91, 259, 303, 305, 334, 363, 366, 367, 389, 432, 461, 580
conflits 293
  d'objectifs 335, 338
congestion 148, 149, 158, 163, 577, 608, 609
  type tête et épaules 149, 151, 577, 608
  type triangle ascendant 151
  type triangle descendant 150
  type triangle isocèle 149
  type triangle rectangle 149
  type triangle rectangle ascendant 149
  type triangle symétrique 149, 150
  types rectangle et triangle 148, 149, 577
conglomérats 269, 338
  financiers 254
Conseil économique du Canada 177, 217, 248, 267
consommation 286, 569
consultation 435, 436, 437, 438, 441, 444, 445, 453, 454, 463, 606
  du FMI 453, 454
contrat 222, 225, 595
  à terme 98, 105, 218, 219, 221, 222, 223, 224, 225, 226, 242, 244, 247, 577, 590, 600, 601

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

à terme normalisé 99, 225, 577, 587
à terme sur taux d'intérêt 577
de gré à gré 230
sur devise 223, 247
contrôle 108, 257, 265, 302, 494, 500, 574
de liquidité 265
de solvabilité 265
des changes 577
temporaire 542
convergence 252, 277, 400, 406, 416, 422, 423, 426, 436, 439, 453, 460, 461, 463, 464, 467, 469, 476
économique 410
conversion 368
convertibilité 329, 357, 359, 360, 362, 366, 385, 397, 461, 463, 464, 500, 504, 548, 573, 577, 596, 597, 601
coopération 264, 330, 339, 399, 413, 427, 434, 446, 448, 456, 459, 460, 461, 465, 467, 573, 593, 605
coordination 270, 271, 302, 317, 318, 319, 328, 336, 339, 340, 379, 423, 425, 431, 433, 435, 436, 437, 440, 445, 446, 447, 448, 449, 450, 451, 452, 453, 458, 459, 463, 467, 470, 471, 511, 570, 577
cotation 94, 149, 153, 165, 222, 226, 238, 607
cote
de crédibilité 238
de crédit 220, 225
différente 245
cotisations 362
courbe
BP 283, 288, 289
de courte période 155, 157
de LM1 287
de longue période 155, 157
de Philipps 294, 338, 448, 529, 578
en J 45, 48, 57, 58, 59, 289, 578
IS 280, 284
IS, LM et BP 289, 336
IS1 288
IS2 285
LM 281, 284, 286, 289
traditionnelle de Philipps 295
cours
à terme 223
au comptant 223
de l'option 601
légal 339
cours-pivot 404, 578
courte période 155
courtier 92, 102, 105, 177, 226
coûts de négociation 425
couverture 93, 101, 221, 222, 224, 250, 252, 578
créance 267, 400, 522, 523, 524, 526, 527, 585, 590, 595
(avoirs bancaires) 244
internationale 578, 601
intrazone 245
créancier 506, 508, 509, 514, 518, 520, 557, 561, 570
crédibilité 338, 445, 447, 454, 460
crédit 7, 9, 10, 11, 12, 13, 15, 16, 56, 59, 258, 299, 361, 369, 376, 377, 406, 464, 484, 486, 491, 492, 497, 510, 543, 553, 562, 586, 609
domestique 43, 44, 492, 592
créditeur 295, 339, 489, 492, 495, 497, 504, 505, 510, 523, 576
crise 133, 242, 253, 256, 258, 259, 301, 364, 366, 369, 371, 479, 482, 491, 494, 495, 502, 503, 507, 510, 514, 521, 525, 526, 549, 553, 559, 560, 564, 580
d'endettement 556, 568, 600
économique 489
monétaire 360
pétrolière 294
cruzado 543, 545, 547, 564, 568
cruzeiro 543, 545
cycle
de vie 279
économique 43, 52, 141, 295, 532, 591

D

date
butoir 579
de livraison 99
d'échéance 223, 246
d'exercice 226
débiteur 295, 493, 508, 509, 525, 557, 576
déclaration de Rambouillet 449, 450
décloisonnement 180, 181, 244, 579
défaut de paiement 387, 483, 493, 506

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

déficit 39, 45, 51, 55, 59, 125, 206, 279, 283, 285, 287, 290, 291, 293, 307, 309, 315, 317, 318, 320, 325, 336, 338, 355, 358, 363, 364, 365, 366, 369, 377, 388, 392, 420, 423, 425, 433, 439, 440, 441, 444, 446, 451, 462, 463, 493, 525, 544, 549, 555, 579, 601
budgétaire 132, 180, 254, 301, 339, 415, 422, 424, 439, 440, 449, 451, 493, 498, 504, 525, 530, 532, 534, 538, 543, 546, 547, 549, 562, 579, 580, 592
commercial 497
courant 491
du secteur public 537
et dette 465
public 413
démarche 524
démocratisation 537
dépense
autonome 50
publique 285, 291, 292, 293, 296, 338, 433, 440, 442, 444, 494, 504, 528, 547, 550, 559
dépôt 177, 186, 252, 255, 258, 269, 583, 585, 589, 591, 603
à terme 179, 188
bancaire 336, 579
interbancaire 257, 394
dépréciation 66, 91, 114, 118, 125, 132, 133, 164, 168, 304, 360, 386, 443, 446, 448, 457, 497, 579, 605, 608
déréglementation 178, 180, 181, 186, 220, 244, 249, 251, 263, 278, 299, 300, 302, 385, 426, 454, 457, 505, 526, 555
des prix 583
désengagement 505
déséquilibre 10, 11, 13, 14, 17, 20, 25, 38, 39, 43, 45, 49, 51, 52, 55, 57, 58, 109, 279, 296, 298, 330, 357, 361, 362, 363, 376, 395, 397, 416, 437, 445, 461, 464, 512, 530, 541, 546, 552, 553, 561, 577, 586, 592, 601, 605
interne 355
désignation 393
désintermédiation 218, 244, 579
détenteurs agréés 394
dette 3, 8, 9, 14, 20, 37, 42, 60, 132, 191, 200, 211, 217, 246, 261, 262, 307, 325, 326, 327, 336, 337, 339, 366, 382, 384, 421, 422, 423, 424, 425, 428, 433, 438, 439, 440, 442, 443, 444, 455, 456, 459, 460, 480, 481, 482, 483, 484, 485, 486, 488, 491, 494, 503, 504, 505, 506, 507, 508, 509, 510, 511, 512, 513, 514, 515, 516, 519, 520, 521, 522, 525, 526, 532, 537, 540, 549, 553, 556, 557, 558, 559, 561, 564, 565, 567, 570, 574, 575, 580, 582, 590, 593, 597, 601, 602, 603, 605, 606
à long terme 484, 487, 560
commerciale 580
concessionnelle 515, 559, 561, 579
consolidée 580
de court terme 480, 482, 511, 517, 580
de long terme 480, 482, 484, 511
du secteur privé 509
extérieure 377, 479, 482, 484, 490, 495, 497, 502, 509, 540, 541, 546, 548, 549, 550, 552, 553, 556, 557, 561, 562, 564, 568
extérieure africaine 567
non concessionnelle 514, 518, 559, 570, 580
publique 415
rééchelonnée 607
sur le PNB 481, 485, 488, 557, 560
totale/PNB 515
dévaluation 39, 45, 46, 48, 49, 50, 57, 59, 131, 328, 329, 357, 363, 364, 368, 416, 421, 428, 461, 490, 504, 538, 547, 551, 569, 578, 580, 582, 590
devise 42, 45, 49, 57, 93, 98, 99, 125, 133, 134, 140, 161, 162, 165, 168, 184, 218, 221, 222, 233, 262, 274, 275, 277, 329, 335, 339, 356, 359, 360, 361, 362, 364, 370, 373, 396, 398, 403, 406, 407, 408, 426, 429, 431, 433, 435, 446, 448, 451, 452, 453, 454, 455, 457, 458, 462, 463, 466, 467, 470, 487, 497, 540, 556, 557, 570, 572, 574, 577, 579, 585, 589, 595, 599, 605, 606
de réserve 388
étalon 335

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

étrangère 39, 41, 94, 168, 361, 362, 378, 386, 500, 579, 580, 603, 607
nationale 276
pivot 406
dilemme de Triffin 368, 459, 461, 463, 464, 580
discipline 606
monétaire 163, 580
Documentation européenne 470
documentation 240
dollar 49, 93, 131, 132, 164, 176, 184, 185, 200, 206, 208, 214, 219, 233, 239, 250, 262, 275, 330, 356, 359, 360, 362, 363, 364, 365, 366, 368, 369, 373, 374, 377, 388, 389, 390, 394, 397, 398, 399, 403, 405, 407, 408, 431, 432, 441, 447, 450-458, 462, 463, 466, 468, 472, 473, 474, 476, 477, 478, 581, 586
américain 98, 304, 531, 562, 574
et écu 253
shortage 363
droit de tirage 480
ordinaire 388, 581
spécial 387, 389, 391, 463
DTS 278, 366, 367, 373, 374, 375, 376, 377, 378, 383, 384, 385, 386, 387, 388, 389, 390, 391, 393, 394, 395, 396, 397, 398, 400, 432, 454, 457, 461, 463, 466, 471, 512, 521, 552, 571, 581, 587, 595, 602, 603
durée de l'option 227

E

écart
inflationniste 113, 165, 592
échéance 217, 221, 222, 225, 228, 242, 267, 392, 589, 591, 594, 607
échelonnement 391
école
de l'offre 532, 533
des classiques 40
du *public choice* 533
keynésienne 53, 555
monétariste 43, 132, 330, 428
économie
de marché 41, 581
d'échelle 252, 254, 255, 256, 275, 336, 581
européenne 470
économiste classique 533
écu 133, 176, 200, 207, 210, 250, 386, 399, 400, 401, 402, 403, 404, 405, 407, 408, 413, 414, 415, 430, 433, 453, 454, 455, 462, 463, 466, 468, 470, 473, 475, 478, 582, 595, 605
officiel 470
panier 401
privé 402, 405, 470
public 401, 403
effet
de Fisher 114, 118, 582
de levier 242, 261
de nouvelles 131, 168, 608
d'éviction 286, 289, 292, 296, 297
efficacité
marginale du capital 280
efficience
du marché 128, 130, 163, 164, 174, 266, 582
élasticité 45, 46, 50, 55, 119, 582, 590
approche 582
prix 295, 448
EMH 131
émission 192, 193, 209, 210, 211, 213, 214, 215, 216, 277, 339, 391, 395, 397, 405, 455, 457, 458, 466, 517, 546, 547, 571, 573, 574, 584, 590, 602, 604
de titres 244
emploi 304
emprunt 362, 370, 376, 584
à l'extérieur 43
obligatoire 543
encaisse 266, 267
endettement 41, 230, 237, 256, 261, 263, 337, 426, 482, 490, 495, 496, 502, 513, 520, 524, 525, 527, 528, 541, 546, 550, 552, 553, 556, 557, 559, 560, 563, 564, 565, 567, 582, 609
engagement 221, 257, 261, 265, 493, 511, 610
bancaire 244, 583
bancaire international 245
équilibre 38, 40, 94, 104, 124, 140, 265, 278, 281, 283, 284, 286, 288, 289, 290, 301, 360, 361, 374, 435, 440, 447, 537, 555
budgétaire 550

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

externe 355, 583
interne 583
erreur statistique 583
erreurs et omissions 58, 279
escompte 102, 595
à terme 163, 165, 167, 583
espèce 591
étalon
de change sterling 385
de change-or 359, 360, 362, 459, 463, 583
étalon-argent 356, 357
étalon-devise 458
étalon-dollar 362, 365, 366, 461, 574, 605
étalon-DTS 395
étalon-or 356, 357, 358, 359, 360, 366, 459, 461, 463, 464, 465, 584, 603
étalon-sterling 359
euro 184, 185, 238, 584, 585
euroactions 215, 219, 244, 245, 246, 255, 455, 584
eurobank 244, 584
eurocrédits 205, 206, 243, 244, 396, 466, 492, 584
eurodépôts 585, 589
eurodevise 184, 185, 186, 206, 244, 245, 589, 603
eurodollar 184, 185, 186, 244, 367, 585, 603
euromarché 178, 184, 185, 186, 189, 219, 243, 244, 245, 252, 254, 264, 275, 367, 585, 594
euronote 219, 585, 604
euro-obligations 206, 220, 244, 245, 246, 247, 455, 466, 585, 594
europapier 218
commercial 219, 585, 604
excédent 51
exportateur 92
exportation 39, 40, 42, 43, 44, 45, 47, 48, 50, 52, 55, 58, 59, 287, 288, 290, 329, 331, 357, 360, 364, 369, 370, 389, 446, 448, 481, 482, 485, 489, 491, 493, 499, 500, 502, 504, 509, 510, 512, 513, 515, 520, 537, 538, 540, 547, 549, 550, 551, 552, 558, 562, 572, 574, 578, 590, 602
externalité 424

F

facilité 520, 521, 552, 553, 559, 561
d'ajustement structurel 379, 393, 396, 432, 512, 520, 552
d'ajustement structurel renforcé 379, 393, 396, 512, 552
de crédit 242, 338, 361, 363, 366, 367, 370, 376, 445, 463, 480, 492, 511, 512, 532, 553, 586
de financement 244
de nouveaux crédits 558
d'émission d'effets 586
renouvelable 218, 219
FAS (*voir* facilité d'ajustement structurel)
FASR (*voir* facilité d'ajustement structurel renfoccé)
FECOM 403, 463, 586
Federal Reserve System 131, 186, 215, 233, 237, 259, 263, 295, 299, 330, 339, 365, 369, 441, 446, 450, 453, 462, 473, 498, 510, 529, 558, 559, 580, 597, 602, 603
Fibonacci (nombre) 163, 587, 602
filiale 180, 181
étrangère 235, 587
filtre 152, 156
fiscaliste 297
flexibilité 58, 335
des taux de change 292
dirigée 458, 459, 462
fluctuation des taux de change 162
flux 39, 41, 42, 43, 53, 57, 59, 114, 219, 232, 234, 236, 240, 241, 268, 275, 279, 329, 359, 367, 411, 464, 484, 497, 576
de capitaux 335
d'espèces métalliques 591, 601
fonds 268, 490, 498, 540, 552, 553
africain de développement 394
andin de réserve 394
européen de coopération monétaire 406
international de développement agricole 394
propres 247, 249, 265
Fonds monétaire international (FMI) 132, 345, 465
fuite 253, 334, 503, 504, 507, 558
de capitaux 336, 369, 500, 587
futures 99, 587, 590, 601

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

G

G-10 264, 577, 588
G-5 436, 570, 577, 588
G-7 328, 368, 396, 436, 437, 439, 442, 443, 447, 449, 451, 452, 453, 463, 514, 529, 570, 577, 588
gel
  des avoirs 506
  des prix 544, 545, 547
gestion
  de risques 218, 244, 521
Glass-Steagall (*voir* loi Glass-Steagall)
globalisation 178, 244, 251, 254, 302, 426, 436, 526, 588
grâce 588
  période 559
graphique 139, 141, 143, 152, 161, 578, 595
Gresham (loi) 588
groupe des Trente/Group of Thirty 243, 248

H

harmonisation 413, 428
hétérodoxe 541, 544, 545, 546, 552, 559, 598
Houston 516, 527
hyperinflationniste 541, 546
hypothèse
  d'instabilité 276, 277, 335, 588
  d'une banque centrale 462
  keynésienne 279

I

IME 413
importation 40, 43, 44, 45, 47, 48, 52, 55, 58, 92, 287, 288, 290, 292, 331, 357, 370, 448, 492, 497, 498, 504, 505, 547, 562, 572, 578, 590, 601
impôt 528
incertain 94
incohérence temporelle 340, 425, 446, 447, 463, 467
inconvertibilité 400, 432
indice
  boursier 219, 226
  de force relative 159
  de prix 109, 359, 499
inflation 39, 41, 42, 52, 55, 58, 65, 118, 163, 277, 291, 292, 293, 301, 302, 329, 339, 357, 369, 400, 406, 407, 415, 418, 423, 428, 432, 439, 441, 443, 444, 446, 448, 452, 453, 459, 463, 465, 490, 491, 502, 512, 528, 532, 533, 541, 545, 546, 549, 552, 553, 562, 582, 583, 588, 601
inflationniste 42, 45, 55, 108, 132, 179, 180, 188, 289, 295, 328, 367, 424, 426, 437, 441, 446, 448, 449, 453, 454, 494, 558, 580
innovation 217, 251, 261, 278, 300, 337
  financière 142, 178, 220, 244, 255, 256, 258, 264, 294, 299, 302, 427, 561, 589
  technologique 181
inspiration
  keynésienne 139, 448
Institut monétaire européen (IME) 413
institutions financières 177
intégration 254, 256, 269, 317, 336, 399, 408, 409, 426, 438, 507
  financière 215
intérêt 186, 222, 254, 393, 465, 579, 594
  moratoire 559, 561
intérêt/exportation 485, 515
intermédiaire 221, 222, 237, 240, 245, 507, 574, 579, 595
  financier 590
intermédiation financière 220
International Development Association (IDA) 573
International Finance Corporation (IFC) 573
International Monetary Fund (IMF) 171
International Monetary Market (IMM) 222, 246
internationalisation 179, 181, 184, 253, 264, 274, 278, 299, 334, 337, 338
intervention 270, 326, 336, 407
investissement 286, 295, 403, 443, 448, 466, 493, 497, 499, 546, 556, 562, 569, 571, 576
investisseur 92

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

K

keynésianisme 527, 532
krach boursier 452, 453

L

laisser-faire 295
Le Monde diplomatique 531
lettre de crédit 589
libéralisation 442, 454, 467, 468, 478, 512, 534, 540, 552
liberté économique 528
LIBID 589
LIBOR 203, 208, 238, 244, 245, 492, 517, 589, 594, 608
libre
  concurrence 251, 254
  contrebalance 532
  circulation des capitaux 220
libre-échange 252, 331, 447, 454, 564
ligne
  de crédit 234, 509, 510, 511, 532, 553
  de résistance 146, 147
  de support 147
liquidité 406, 457, 495, 510, 553, 555, 559, 573, 586
  internationale 329, 589, 603
livre sterling 357
loi
  de Gresham 276, 277
  de l'offre et de la demande 42, 45, 91, 223, 253, 607
  des avantages comparatifs 252
  du prix unique 426, 589
  Glass-Steagall 258, 579, 589
London International Financial Futures and Options 224
long terme 484, 486, 487, 488, 558, 562, 580
longue période 155
Louvre 437, 452, 453, 463, 467

M

Maastricht (*voir* Accord de)
maison
  de courtage 579
  de titre 602
maquiladora 502
marché 39, 43
  à terme 104, 164
  au comptant 590
  boursier 261
  commun 427
  de capitaux 406, 492
  de change 94, 104, 161, 289, 460, 463, 588
  d'échanges 157
  dérivé 221, 249, 250, 590
  des actions 217
  des biens 42, 45, 284
  des capitaux 206, 235, 244, 258, 590
  des changes 65, 91, 92, 97, 128, 131, 132, 134, 140, 158, 168, 180, 220, 233, 255, 262, 305, 328, 330, 339, 364, 368, 406, 407, 435, 436, 450, 467, 494, 531, 572, 579, 586
  des futures 224
  des titres 218
  du capital 253
  du travail 439, 441, 442, 443, 529
  efficient 128, 129, 131, 335, 590
  financier 57, 102, 128, 131, 133, 177, 180, 181, 184, 185, 186, 193, 217, 219, 243, 250, 251, 252, 254, 261, 267, 274, 278, 299, 302, 305, 330, 334, 337, 338, 364, 367, 370, 385, 397, 402, 405, 412, 429, 436, 441, 442, 452, 455, 456, 458, 462, 466, 468, 470, 491, 493, 504, 526, 553, 557, 559, 574, 579, 588, 590, 593, 601
  libre 42
  monétaire 45, 131, 284, 305, 407, 417, 529, 530, 590, 598
  monétaire et financier 238
  obligataire international 246
  secondaire 242, 521, 523, 524, 527, 558, 559, 590
  tropical 541, 566, 567
marge 226, 590, 605
  de profit 93
Marshall (*voir* Plan)
Marshall-Lerner (condition) 50, 582, 590
masse monétaire 39, 42, 43, 44, 118, 123, 127, 140, 162, 163, 165, 168, 188, 291, 295, 357, 448, 551, 577, 591, 592, 594, 601, 609

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

maturité 224, 591
fixe 497
mécanisme des prix et du flux d'espèces métalliques 42, 57, 58, 591
mécanisme des prix et du flux d'espèces 39, 55, 125, 289, 357, 359
menu 571
mercantilistes 40, 41, 447
MidAmerica Commodity Exchange 224
mode de cotation 226
modèle 448, 467
d'ajustement 39
de portefeuille 128, 163
économétrique 591
hétérodoxe 543
keynésien 55, 591
monétaire 119, 120, 122, 123, 163
monétaire de la balance des paiements 592
monétaire du taux de change 592
monétariste 120, 121
orthodoxe 542
momentum 159, 160, 163, 592
mondialisation 184
monétarisme 43, 278, 294, 298, 300, 335, 336, 532, 592
monétariste 296, 297, 366, 514, 541
monétisation 42, 132, 424, 425, 428
du déficit 592
monnaie 39, 41, 43, 53, 55, 58, 65, 106, 114, 124, 132, 253, 259, 271, 274, 281, 289, 294, 298, 303, 306, 307, 308, 309, 310, 315, 316, 324, 325, 327, 328, 329, 336, 350, 357, 358, 359, 361, 362, 365, 366, 368, 378, 386, 400, 414, 415, 430, 494, 547, 562, 577, 592, 593, 609
crédit 593
fiduciaire 388
fiduciaire internationale 385
internationale 385, 408, 453, 455, 462, 474
libellée 481
métallique 386
monnaie-étalon 457
monnaie-fiduciaire 593
monnaie-marchandise 299, 385, 386, 593
moratoire 257, 490, 495, 496, 513, 515, 544, 545, 559, 593
moyenne mobile 152, 155, 157, 158, 163, 167, 587, 593, 595
arithmétique 163, 167, 572
arithmétique ou ordinaire 152
exponentielle 156
pondérée 152
pondérée de façon exponentielle 152
multiplicateur 52, 605
monétaire 296

N

Nations Unies 373
négociant 92, 222, 223, 225, 517
négociation 221, 433, 445, 446, 447, 449, 452, 453, 463, 509, 521, 607
néoclassiques 299
néolibéralisme 542
New York Cotton Exchange (NYCE) 222
New York Futures Exchange 246
NIEO 463, 593
NIFs 218, 219, 244
niveau
des prix 106, 119
d'intérêt 114
général des prix 206
nombre de Fibonacci 157, 161, 167
non-convertibilité 389, 453
nouvel ordre économique international 370, 371, 372

O

objectif 289, 290, 292, 293, 527, 561
de politique 278
externe 52
interne 52
macroéconomique 355
obligation 53, 124, 125, 126, 127, 132, 221, 222, 226, 237, 246, 291, 361, 405, 450, 456, 495, 500, 507, 517, 520, 549, 576, 585, 590, 592, 593, 597
à coupon-zéro 594
à taux flottants 594
classique 244, 594
contractuelle 480
convertible 594

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

du Trésor 133, 455
en dollar 237
étrangère 124, 594
internationale 206, 208, 209, 210, 211, 213, 215, 244, 246, 594
OCDE 182, 191, 193, 195, 196, 197, 199, 200, 203, 205, 206, 207, 209, 211, 212, 214, 216, 249, 417, 418, 419, 420, 421, 475, 480, 502, 534, 567
offre
de monnaie 293, 299, 301, 326, 336, 495, 594
et demande 55, 254, 449, 522, 528, 581
monétaire 543, 544
opération
à terme 161, 392
bancaire 181, 190, 193
de marché public 300
de swaps 99
domestique 220
hors bilan 337
internationale 220
programmée 219
opportunités d'arbitrage 241
option 98, 99, 218, 219, 221, 226, 228, 229, 242, 244, 247, 261, 571, 590, 595, 601, 607
d'achat 223, 226, 247
de type américain 247
de vente 226, 228, 247, 579, 588
or 39, 40, 41, 185, 233, 276, 329, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 366, 367, 370, 386, 387, 392, 402, 406, 432, 461, 464, 495, 506, 577, 584, 595, 601, 603
et argent 593
oscillateur 158, 159, 595
stochastique 160
oscillation 163
overshooting 125

P

paiement 42, 51, 177, 257, 258, 263, 276, 277, 481, 508, 510, 513, 516, 520, 525, 537, 543, 549, 552, 558, 561, 562, 567, 568, 606
d'intérêt 495, 583
du principal et des intérêts 510
panier 400
de monnaies 387, 595
papier 218
commercial 219, 595
parallel loan agreements 235
parité 114, 223, 363, 364, 400, 402, 407, 414, 431, 433, 462, 466
couverte 102
d'arbitrage 102
de taux d'intérêt 163, 595
des pouvoirs d'achat (*voir* aussi PPA), 106, 164, 165, 339, 589, 599
des taux d'intérêt 101, 164
fixe 59, 92, 104, 276, 284, 302, 329, 361, 364, 367, 368, 385, 398, 401, 450, 454, 458, 461, 462, 464, 465, 531, 596
flexible 465, 596
officielle 104, 106
ouverte 102
partage du travail 529
PAS (*voir* programme d'ajustement structurel)
passif 571
pays
d'accueil 265, 335
débiteur 507
d'origine 265, 335
hors zone 596
pénurie 465
de dollar 596
perception keynésienne 529
perestroïka 565
période 152, 587
de grâce 481, 514, 517, 518, 561, 570
de maturité 481, 518
périodicité 152, 155, 163, 167, 596
peso 548, 549
pétrodollars 179, 180, 185, 197, 206, 243, 602
pétrole en écus 453, 455
Philadelphia Board of Trade 224
PIB 413
placement 574, 576, 583, 585, 591
et transferts 573
plan
Austral 546
Baker 511, 516, 527, 543, 559, 564, 597
Brady 516, 517, 519, 524, 559, 561, 564, 597
Cavallo 548
Collor 544, 545

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

Cruzado 543, 544, 568
de Keynes 361, 366, 456
Marshall 363, 489, 490, 525, 556, 558, 559, 561, 567, 596, 597
Primavera 547
Tropical 543
White 361
plein-emploi 41, 51, 52, 119, 281, 289, 290, 446, 528, 583, 591
pléthore 465
de dollars 365, 597
PNUD 457, 468
points et croix (graphique) 143
politique 256, 291
budgétaire 355, 425, 512
commerciale 40
de grâce 560
de stabilisation 284, 293, 294
d'indexation salariale 498, 533
économique 278
fiscale 285, 288, 289, 291, 296, 301, 315, 329, 336, 490, 541, 598
hétérodoxe 559, 598
macroéconomique 131, 400, 606
monétaire 39, 43, 44, 45, 51, 53, 55, 57, 65, 118, 126, 140, 168, 186, 206, 230, 251, 252, 253, 259, 274, 278, 284, 287, 291, 292, 295, 297, 300, 302, 303, 304, 305, 308, 316, 320, 324, 327, 330, 336, 337, 338, 339, 355, 358, 359, 363, 365, 369, 385, 410, 430, 431, 436, 437, 440, 443, 446, 448, 450, 454, 456, 457, 460, 467, 490, 491, 496, 512, 527, 543, 546, 558, 559, 573, 574, 580, 598, 600
monétaire restrictive 131
orthodoxe 559, 598
protectionniste 59
population active 532
portefeuille 53, 124, 162, 164, 179, 206, 268, 274, 296, 300, 337, 386, 605, 608
position 93, 98, 578
courte 598
créditrice 101
en devise 244
longue 599
pouvoirs d'achat 106
PPA 106, 109, 118, 163, 599
relative 108
premier choc pétrolier 493
prêts 177, 185, 186, 189, 191, 192, 194, 195, 196, 197, 198, 200, 202, 203, 204, 205, 232, 236, 240, 252, 255, 258, 259, 262, 266, 267, 269, 337, 362, 480, 490, 492, 493, 498, 504, 507, 510, 512, 516, 517, 520, 521, 543, 552, 553, 573, 579, 591, 602
adossés 235, 244, 600
bancaires 218, 336, 455, 576, 590, 600
concertés 510, 560
de détail 492
en DTS 392
hypothécaires 266
internationaux 194, 197, 198, 202, 206, 243, 244, 492, 578, 601
involontaires 507, 510, 559, 600
parallèles 236, 244, 600
prime 102, 124, 127, 226, 227, 247
à terme 162, 163, 165, 167, 592, 595, 600
de risque 162, 163, 600
payée 226
principal 480, 484, 515, 517, 520, 583
de la dette 517
et intérêt 609
privatisation 505, 512, 546, 547
prix 39, 41, 42, 43, 45, 48, 50, 51, 52, 55, 57, 92, 93, 125, 139, 140, 152, 290, 295, 304, 331, 355, 358, 366, 368, 369, 377, 403, 410, 412, 414, 416, 418, 428, 430, 433, 439, 440, 444, 447, 448, 449, 453, 459, 460, 461, 499, 501, 512, 521, 529, 538, 544, 546, 550, 555, 578, 579, 582, 598, 605
à terme 223
comptant 571
courant 227
d'exercice 227, 228, 571, 579, 588, 601
du titre sous-jacent 228, 247
pétroliers 491, 493
relatifs 541
spot 224, 588
unique 252
problème
de confiance 366, 463, 601
de fixité des taux 454

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

de liquidité 245, 259, 329, 366, 367, 369, 385, 432, 454, 461, 599
N-1 329, 356, 363, 368, 601
procédés d'arbitrage 218
procès-verbal 509, 561, 575
agréé 509, 559, 601
productivité 256, 534, 549, 551
produit national brut 296
produits dérivés 242, 243, 244, 250, 601
profits 99
programme 490, 508, 516, 520, 521, 549, 553, 561
d'ajustement 437, 508, 511, 512, 520, 567
d'ajustement structurel 51, 301, 444, 480, 511, 514, 516, 524, 526, 527, 534, 553, 554, 555, 558, 559, 561, 566
des Nations Unies pour le développement 457
promenade aléatoire 142
propension
marginale 43
marginale à consommer 50, 279, 280
marginale à importer 44, 52, 601
proportion
marginale à importer 125
protection 554
protectionnisme 331, 439, 441, 443, 454, 526, 534
protectionniste 39, 185, 306, 360, 489, 505
provision (de réserves) 559

Q

quota 370, 373, 392, 505
quote-part 362, 367, 370, 373, 374, 376, 378, 379, 382, 395, 463, 464, 581, 602

R

rachat 362, 378
rapport Delors 424
ratio 264, 266, 268, 481, 482, 485, 515, 520, 549, 557, 587
1,618 157
capital/actif 255, 265, 273, 335, 336, 602
de dette 559, 602
de dette sur le PNB 482, 519
de la dette 262
de la dette publique 413, 417
d'or 157, 602
du déficit 413, 417
du service de la dette 496
reconversion 521
rectangle (*voir* congestion)
recyclage 55, 179, 185, 197, 206, 243, 492
des pétrodollars 559, 602
réduction
des taux d'intérêt 570
rééchelonnement 508, 509, 510, 511, 514, 516, 518, 520, 521, 522, 527, 556, 558, 559, 570, 601, 602
réformes
fiscales 505
structurelles 535
régime 531
de change 362
de change fixe 291, 357, 511, 584
de change flexible 338
de change flottant 305
de flexibilité 251, 277, 450, 588
de parité 165
de parité fixe 338
de taux flexibles 450
de taux flottants 291
étalon-or 359, 464
étalon-sterling 359
fixe 106, 285, 329, 432, 531
flexible 106, 130, 168, 185, 289, 291, 328, 368, 370, 389, 400, 435, 453, 454, 462, 464, 531
flottant 328
règle ABC 268, 602
réglementation 180, 181, 185, 186, 189, 234, 240, 243, 244, 245, 250, 251, 255, 256, 257, 258, 264, 268, 269, 270, 271, 272, 274, 275, 336, 340, 345, 365, 439, 463, 558, 559, 571, 577, 588, 602
Q 186, 367, 603
VFCR 603
règles du jeu 603
remboursement 392, 521, 522, 557, 591, 600, 602, 604
répudiation 506, 559, 603
réseaux 252
bancaires 181, 182
réserve 39, 99, 233, 274, 275, 279,

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

284, 285, 286, 355, 357, 358, 359, 360, 362, 363, 365, 366, 389, 391, 393, 395, 406, 464, 480, 502, 517, 546, 562, 581, 601, 603
de valeur 386, 609
d'or 365, 388, 586
fédérale 253
internationale 377, 466
nette 43
obligatoire 186, 188, 245, 264, 291, 300, 337, 603
officielle 39, 396, 410, 589, 603
résistance
(ligne) 163, 603
en diagonale 146
ressources 370
revenu 44, 283, 287, 371
de placements 572, 576
d'équilibre 279
disponible 279
national 50, 52, 53, 119, 279, 281, 285, 288, 291, 292, 293, 300, 370, 569, 601
permanent 279
réel 163
relatif 279
risque 99, 114, 124, 127, 128, 177, 188, 203, 205, 210, 220, 221, 223, 224, 228, 229, 230, 233, 234, 236, 238, 241, 245, 246, 248, 250, 256, 258, 261, 263, 264, 265, 266, 267, 268, 277, 332, 334, 355, 360, 367, 398, 403, 416, 424, 438, 479, 490, 498, 546, 557, 567, 572, 578, 589, 601
de change 219, 404, 604
de crédit 217, 241, 258, 266, 604
de documentation 240, 241
de liquidité 257
de paiement 257
de position 604
de taux de change 258
de taux d'intérêt 258
financier 242, 336
moral 264, 271, 336, 604
politique 604
souverain 257
RSI 160
RUFs 218, 219, 244

S

salaire 304, 444, 448, 460, 502, 542, 544, 545, 546, 548, 550
nominal 295
réel 295, 304, 504, 551
salariés 546, 578
Salomon Brothers 237
SEBC (*voir* système européen de banques centrales)
secteur financier 261
sécurisation 220, 258, 604
service 572, 573, 576
de la dette 481, 482, 484, 493, 495, 496, 507, 510, 513, 514, 515, 518, 519, 520, 537, 540, 544, 545, 549, 556, 559, 562, 605, 609
dette/exportation 485, 560
d'intérêt 513
financier 177, 252, 254, 256, 337, 588, 603
seuils
de divergence 404
signal de tendance 159
Singapore International Monetary Exchange 224
SME 277, 386, 399, 404, 406, 407, 408, 432, 441, 459, 462, 463, 464, 468, 469, 578, 586, 605
Smoot-Hawley Tariff Act 360
SNIFs 218, 219, 244
solvabilité 265
sommet
de Bonn 451, 453
de Tokyo 436, 463
de Williamsburg 451
du G-7 336, 451
du G-7 à Houston 519
économique 570
spéculateur 93, 104, 106, 226
spéculation 57, 101, 102, 131, 133, 162, 163, 206, 237, 253, 256, 261, 270, 272, 277, 281, 302, 307, 325, 330, 336, 345, 408, 465, 588, 590, 601, 605
déstabilisante 364
stabilisante 164
spot 579
stabilisation 538
stabilité du système monétaire 479
stabilité du système monétaire international 524

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

standardisation 221
stock
de dette 480, 482, 510, 518
de monnaie 120
substitution de devises 336
subventions 440, 441, 442, 444, 500, 533, 534, 538, 550, 554
successions 576
support 146
(ligne) 163, 605
en diagonale 146
surajustement 125, 163, 164, 605
surplus 39, 41, 42, 59, 125, 254, 279, 283, 291, 292, 293, 338, 355, 439, 440, 442, 447, 453, 530, 601, 605
budgétaire 605
commercial 243, 496, 525
surveillance 271, 336, 435, 437, 438, 440, 441, 442, 443, 445, 449, 453, 454, 459, 461, 463, 467, 469, 511, 512, 571
surveillance (FMI) 606
swaps 94, 161, 217, 220, 230, 232, 233, 234, 235, 238, 241, 242, 244, 245, 246, 248, 255, 392, 521, 559, 561, 589, 590, 593, 601, 606
de dette 606
de devises 219, 230, 234, 244
de devises variable/variable 236
de taux d'intérêt 219
d'intérêt fixe/variable 232
d'intérêts variable/variable 232
système
de Bretton Woods 599
européen des banques centrales (SEBC) 410, 413, 414, 428, 429, 432
financier 251, 253, 258, 261, 263, 264, 337, 507, 511
monétaire 55, 356, 397, 458
Système financier international 513, 553
Système monétaire européen 399, 400, 404, 413, 415, 470, 474, 476, 477, 582
Système monétaire international 104, 233, 277, 278, 328, 334, 339, 355, 385, 395, 436, 441, 449, 453, 456, 457, 459, 461, 465, 467, 478, 558

T

T-Bill futures 261
tarifs 505, 547
douaniers 108
taux 386, 595
à terme (*voir* taux de change à terme)
au comptant (*voir* taux de change courant)
comptant futur 99
de chômage 295, 428, 529, 546, 549, 578
de rendement 297
d'échange 108
d'escompte 131, 134, 285, 291, 481, 491
d'inflation 108, 578
du marché 578
fixe 291, 328, 331, 580
flexible 92, 276, 329, 364, 366, 450
flottant 328, 331
futur 130
LIBOR 220
moyen de change 224
officiel de change 368
préférentiel 235
taux de change 39, 45, 46, 49, 52, 58, 91, 94, 101, 103, 104, 106, 108, 109, 113, 114, 118, 119, 120, 124, 125, 126, 127, 129, 131, 132, 133, 139, 140, 141, 143, 145, 147, 162, 164, 165, 166, 167, 168, 219, 222, 223, 224, 226, 234, 243, 245, 251, 256, 266, 270, 272, 277, 287, 288, 292, 304, 305, 306, 307, 308, 309, 315, 316, 317, 318, 320, 322, 324, 325, 326, 328, 330, 331, 336, 339, 343, 359, 361, 364, 369, 377, 385, 389, 390, 402, 405, 408, 414, 416, 421, 423, 426, 430, 431, 432, 435, 437, 440, 441, 448, 449, 450, 454, 457, 458, 461, 462, 463, 464, 467, 481, 495, 496, 512, 530, 532, 542, 543, 570, 572, 577, 580, 582, 583, 588, 590, 591, 592, 598, 600, 601, 604, 605, 606, 607, 608
à terme 94, 99, 102, 114, 119, 127, 129, 130, 163, 582, 583, 600, 606
anticipé 129

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

au comptant (*voir* courant)
bilatéraux 406
courant 94, 101, 102, 104, 105, 114, 119, 127, 129, 130, 161, 163, 387, 582, 583, 595, 600, 606
effectif 49, 607
effectif réel 163, 607
fixe 387, 456, 459, 607, 610
flexible 278, 454, 459, 580, 607
flottant 49, 306
futur 164, 582
nominaux 49
officiel 400
réel 49
stable 398
taux d'intérêt 53, 57, 101, 102, 106, 114, 118, 119, 124, 127, 130, 132, 162, 164, 167, 168, 172, 178, 179, 180, 186, 189, 203, 206, 208, 209, 215, 220, 223, 224, 226, 227, 228, 230, 231, 234, 237, 239, 241, 243, 244, 245, 246, 247, 252, 254, 256, 266, 269, 280, 281, 282, 283, 284, 285, 286, 287, 288, 289, 291, 295, 296, 297, 299, 300, 303, 304, 329, 339, 358, 365, 369, 370, 377, 379, 386, 392, 393, 406, 408, 415, 424, 428, 429, 436, 448, 452, 453, 462, 466, 481, 491, 493, 494, 497, 500, 509, 511, 513, 515, 517, 518, 522, 525, 527, 532, 545, 546, 549, 551, 562, 572, 574, 582, 588, 589, 590, 594, 595, 598, 600, 603, 604, 606, 608
élevé 407, 498, 557
moratoire 509, 559, 607
nominal 122, 123
réel 165, 424, 547
taxation 285, 291
taxe 128, 424, 427, 493, 537, 540
d'égalisation des taux d'intérêt 186
sur la valeur ajoutée (TVA) 427
technicien 142
télex 584
tendance 141, 142, 143, 145, 152, 153, 156, 161, 572, 593, 607
à la baisse 144, 147
à la hausse 144, 147, 149, 160
de fin de période 145
intermédiaire 145
latérale 145
principale 142, 145
secondaire 145
terme 94
américain 225
américain (option) 607
de change 492
de l'échange 536
d'échange 496, 499, 524
européen 225
européen (option) 607
tête et épaules (*voir* congestion)
théorie
d'actif 53
d'ajustement 38
de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) 162
de l'inconnu 142
d'information 266
du flux 608
du stock 53, 608
keynésienne 52, 295, 338, 561
monétariste 598
psychologique 131, 132, 162, 163, 165, 608
quantitative 43, 281
quantitative de la monnaie 43, 119, 141, 297
tirage 378
titre 124, 162, 179, 192, 197, 203, 204, 206, 208, 213, 216, 218, 219, 254, 261, 267, 424, 523, 580, 585, 590, 595, 598, 604
à taux flottants 608
étranger 254, 608
financier 221, 456
international 608
sous-jacent 227
titrisation 220, 244, 248, 521, 604, 608
Tokyo International Financial Future Exchange (TIFFE) 224
Toronto 516, 517, 559, 560
traité
de Maastricht (*voir* Accord)
de Rome 412, 427
de Versailles 360
tranche
automatique 378
de crédit 378
de réserve 378

© 2002 – Presses de l'Université du Québec

Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés

tranche-or 378
tranche-crédit 378
transaction 274, 275, 281, 299, 581
  interbancaire 275, 455
  internationale 42, 55, 177
transfert 42, 484, 498, 568, 572, 576
  net 559, 609
  net de ressources 482, 507, 511
trappe de liquidité 281
trésor 299
triangle (*voir* congestion)
Triffin Dilemma 365
Trinidad 516, 527, 559, 560
troc 65, 279, 609

U

UEM (*voir* union économique et monétaire)
union 413
  économique et monétaire 409, 411, 412, 423, 425, 429, 432, 433, 434, 463, 469, 476, 609
  européenne 570
  monétaire 276, 422, 424, 425, 426, 427
  monétaire européenne 328
unité
  Barclays 387
  composite européenne 387
  de compte 339, 386, 393, 400, 593, 605
  de compte arabe 387
  de compte européenne 387, 400
  financière internationale 387
  monétaire 392, 581, 609
  monétaire artificielle 386
  monétaire asiatique 387
  monétaire composite 581
URV 545, 546
usage 337

V

valeur
  % K 160
  ajoutée 252, 536
  de parité 227
  des réserves 370
  du momentum 159
  intrinsèque 227
  mobilière 181
  présente 481, 515
  spéculative 227
validité
  de la PPA 119
variation
  de taux de change 51
  des réserves 40
  tendancielle 145
vélocité 41, 43, 44, 281, 298, 300, 336, 592, 609
  V 297
vente à rabais 558
version
  absolue 106
  relative 106
volatilité 162, 180, 208, 209, 215, 220, 226, 228, 240, 242, 243, 247, 277, 328, 435, 459, 588, 590
  des taux de change 224
  des taux d'intérêt 530
  du titre 227
Voluntary Foreign Credit Restraint 186, 367
voyages 576

Z

zone
  de congestion 149
  de devise 457, 461, 462, 463
  déclarante 596, 610
  monétaire 441
  optimale 426
  optimale de devise 610

© 2002 – Presses de l'Université du Québec
Édifice Le Delta I, 2875, boul. Laurier, bureau 450, Québec, Québec G1V 2M2 • Tél. : (418) 657-4399 – www.puq.ca
Tiré : *Finances internationales*, Emmanuel Nyahoho, ISBN 2-7605-1192-8 • D1192N

Tous droits de reproduction, de traduction ou d'adaptation réservés