

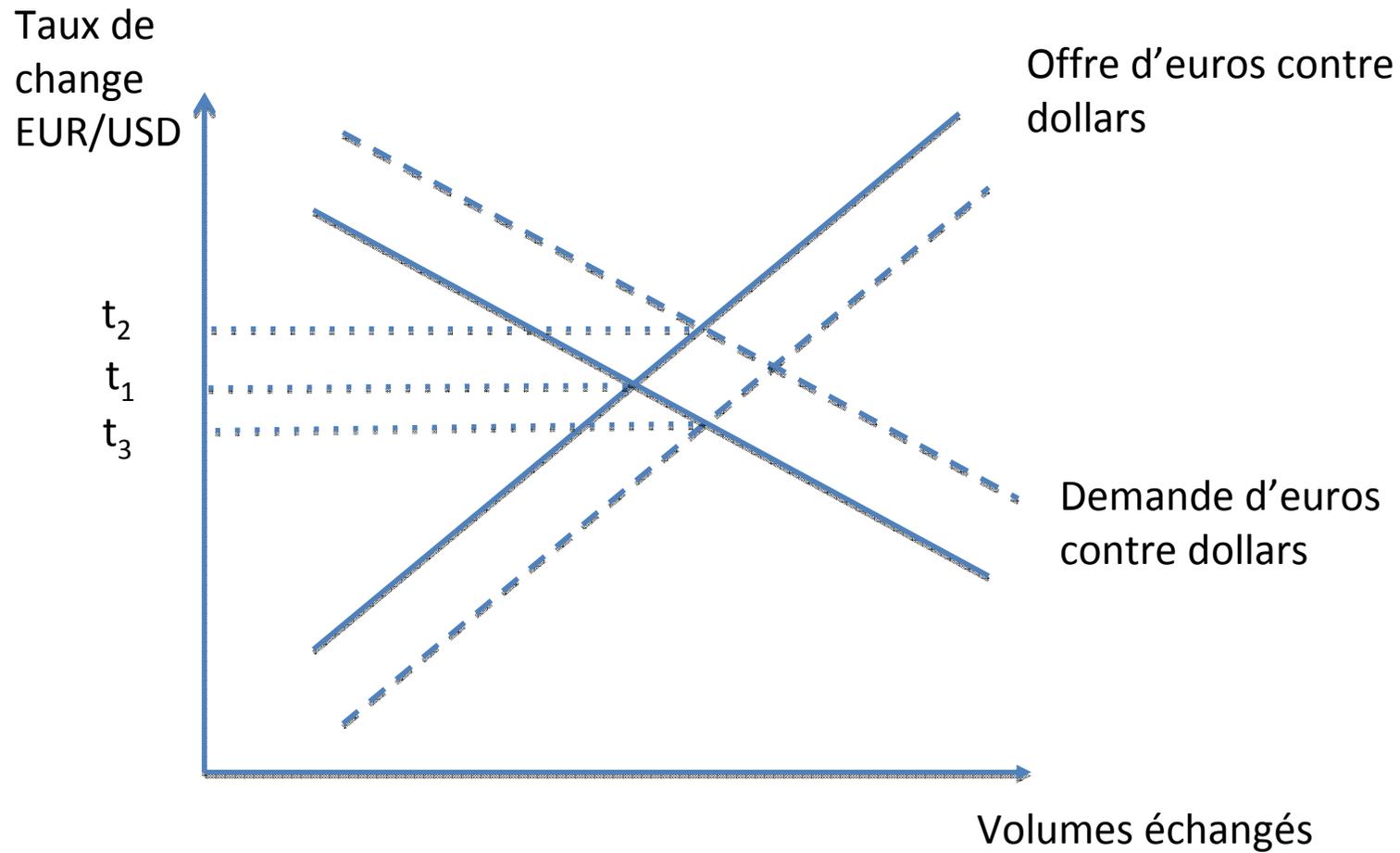
# **Le marché des changes**

Atelier JECO, novembre 2012

# Le marché où l'on échange des monnaies

- On y échange des euros (€) contre des dollars (\$), des yens (¥) contre des livres sterling (£), etc.
- Le prix des monnaies - **taux de change**- s'y forme en fonction de l'offre et de la demande:
  - Quand la demande d'€ contre \$ augmente, le cours de l'€ contre \$ augmente, et inversement si la demande de \$ contre € augmente
- Conventions de change : certain / incertain
  - Prix de l'€ en \$ : taux de change de l'€ au « certain »
  - Prix du \$ en € : taux de change de l'€ à « l'incertain »

# Offre / demande



# Les variations du taux de change

- Les variations du cours de change dépendent du **régime de change** :
  - En **changes flottants**, le taux de change fluctue librement sur le marché des changes
  - En **changes fixes**, le taux de change est ancré sur celui d'une autre monnaie (ou d'un panier) :
    - La banque centrale intervient pour maintenir la parité de la monnaie en utilisant ses réserves de changes
    - Elle vend sa monnaie pour contrer une hausse de son cours et l'achète pour soutenir son cours

# Parité de pouvoir d'achat

- En vertu de la LPU, un même bien devrait avoir le même prix partout
- Dans un monde parfaitement ouvert, les écarts de prix seraient « arbitrés » et le taux de change assurerait la PPA
- En théorie : Prix d'un big mac en euros = prix d'un big mac en dollars  $\times$  taux de change (USD/EUR)
- En pratique : L'écart de prix observé entre zone euro et USA mesure l'écart entre taux de change courant et taux de change de PPA  $\rightarrow$  « **indice big mac** »

# « Big mac »



- Un big mac coûte 3,49 euros en France
- Il coûte 4,20 dollars aux Etats-Unis

*Le big mac coûte-t-il le même prix en France et aux Etats-Unis ?*

- Au taux de change courant (au 1 novembre 2012):  
1 euro = 1,29 dollar

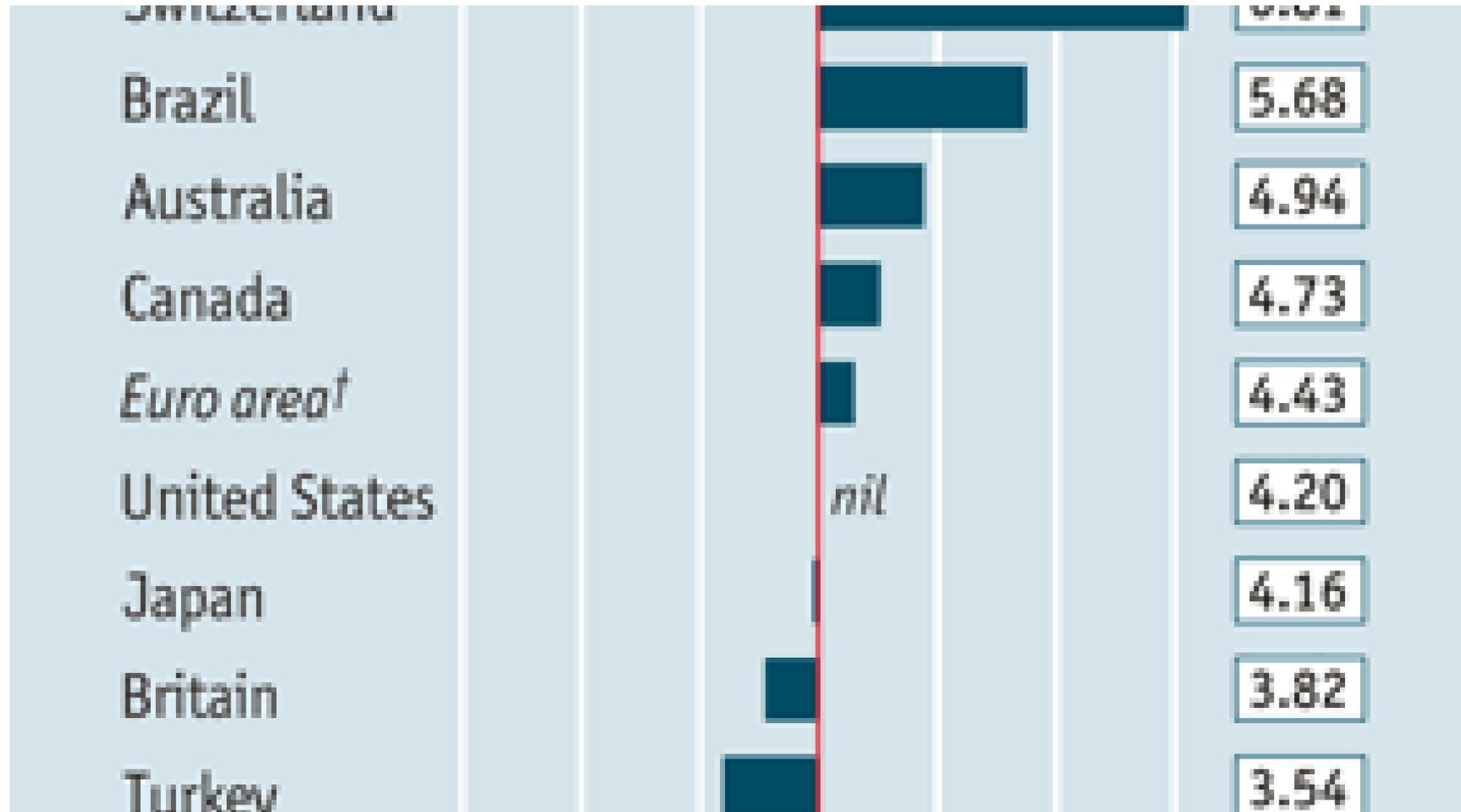
D'où 3,49 euros = 4,50 dollars

Le big mac en France coûte 1,07 fois le big mac aux Etats-Unis → L'euro est 7% au-dessus du taux de PPA

L'écart était de 2% en août et de 5% en janvier 2012 (cf. tab).

<http://www.economist.com/node/21542>

808 (janvier 2012)





# Parité de taux d'intérêt

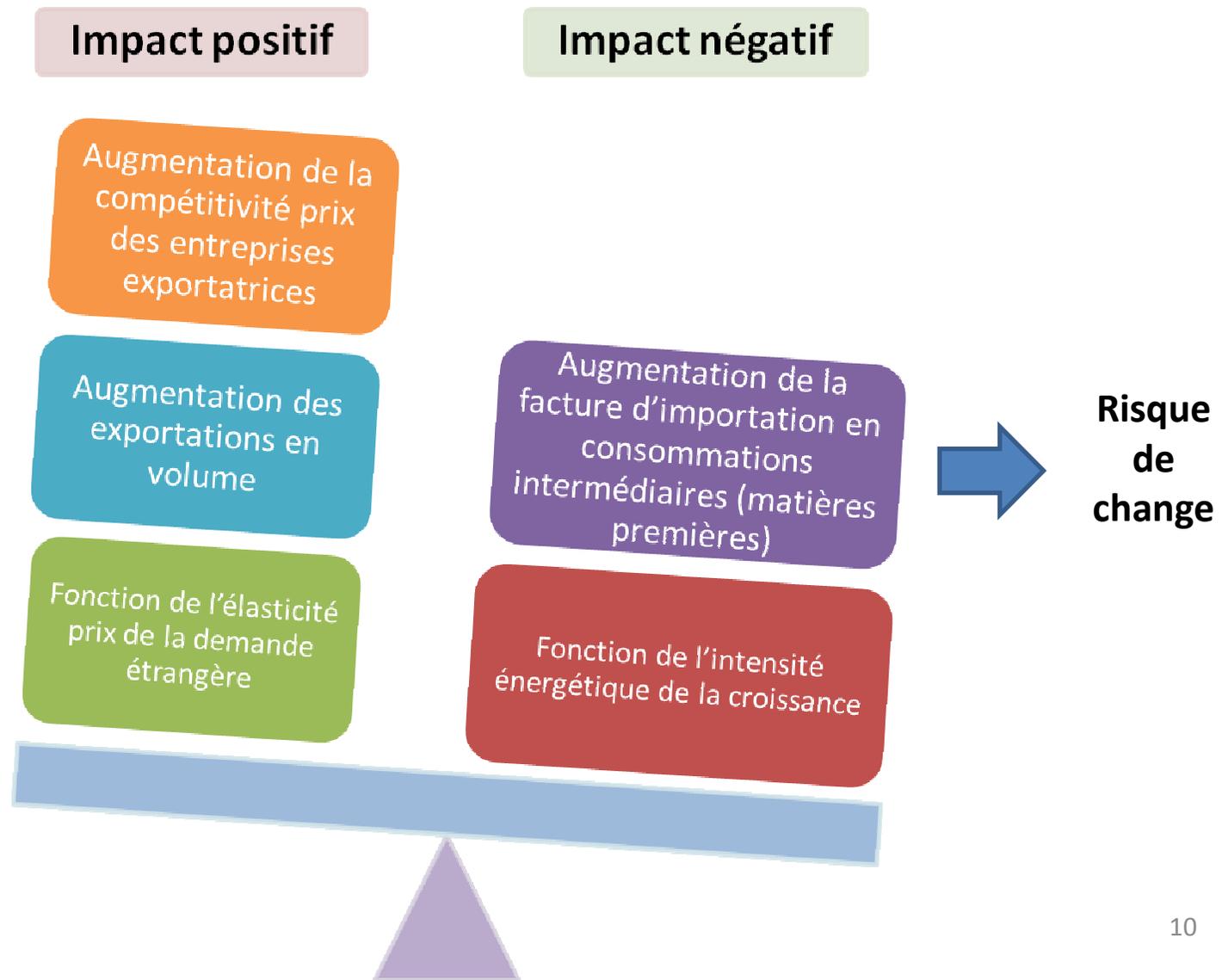


- En théorie toujours, le taux de variation des cours de change devrait refléter les écarts de taux d'intérêt entre pays
- Ex : si le taux d'intérêt EUR est de 2% supérieur au taux US et que les investisseurs anticipent que l'euro ne se dépréciera pas au-delà de 1%, alors ils ont intérêt à placer en euros. Ils le font jusqu'à ce que : écart de taux = taux de variation du taux de change

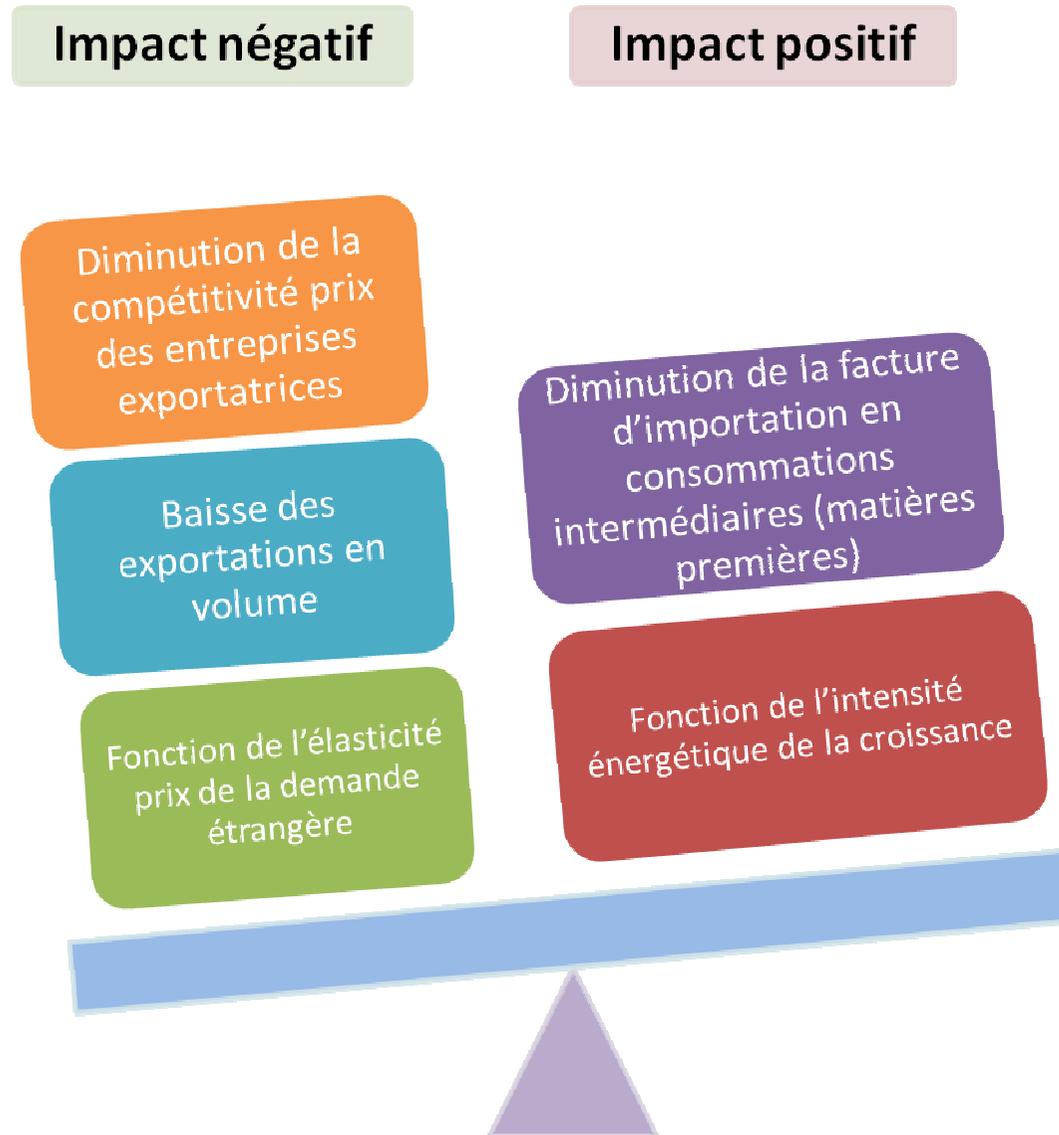
# En pratique

- Ni la PPA, ni les PTI ne sont vérifiées empiriquement, du moins à court-moyen terme.
- Il y a bien sûr des obstacles aux arbitrages
- Les variations des taux de changes peuvent être amples (loin d'un niveau stable d'équilibre)
- Les déterminants des taux de change sont à la fois réels, monétaires et financiers.

# Impact d'une dépréciation de l'euro



# Impact d'une appréciation de l'euro



# Un marché planétaire



- Un marché sans frontière, sans localisation géographique précise, le plus dématérialisé qui soit.
- Les **cambistes** passent leurs ordres d'achat ou de vente depuis des salles de marché dotées de puissants systèmes informatiques connectés aux réseaux internationaux d'information financière.
- Unité de lieu, de temps, de produit, de technologie, ...

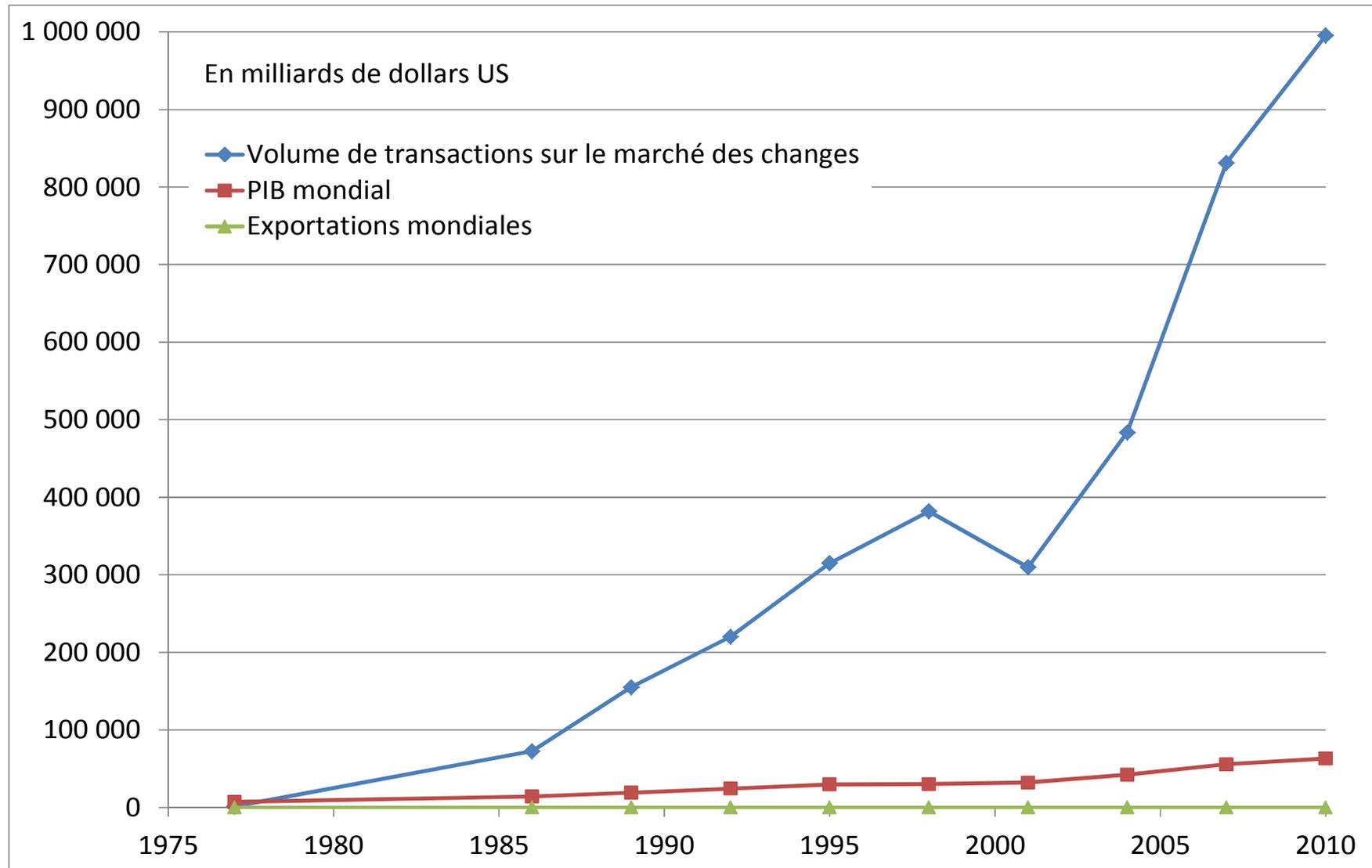
# Un marché de gros

- **Opérations scripturales >>>> opérations manuelles**
- Un marché de professionnels :
  - De grandes banques y effectuent des opérations de gros montants
  - Quelques multinationales dotées de filiales financières
- **Opérations à terme >> opérations au comptant**

# Un formidable essor

- Le montant annuel des opérations de change
  - = 15 fois le PIB mondial
  - = 65 fois le commerce mondial !
- Chaque jour sur le marché des changes, il s'échange près de 4000 milliards de dollars (avec 1/3 d'opérations au comptant et 2/3 d'opérations à terme), soit à peu près 2 fois le PIB annuel de la France !

# Evolution des transactions de change



## Transactions quotidiennes sur le marché des changes

En milliards de dollars US

| Type d'opération                           | 1998         | 2001         | 2004         | 2007         | 2010         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Total des transactions quotidiennes</b> | <b>1 527</b> | <b>1 239</b> | <b>1 934</b> | <b>3 324</b> | <b>3 981</b> |
| Transactions au comptant                   | 568          | 386          | 631          | 1 005        | 1 490        |
| Transactions à terme                       | 959          | 853          | 1303         | 2319         | 2490         |

*Source : Enquête triennale de la BRI, décembre 2010*

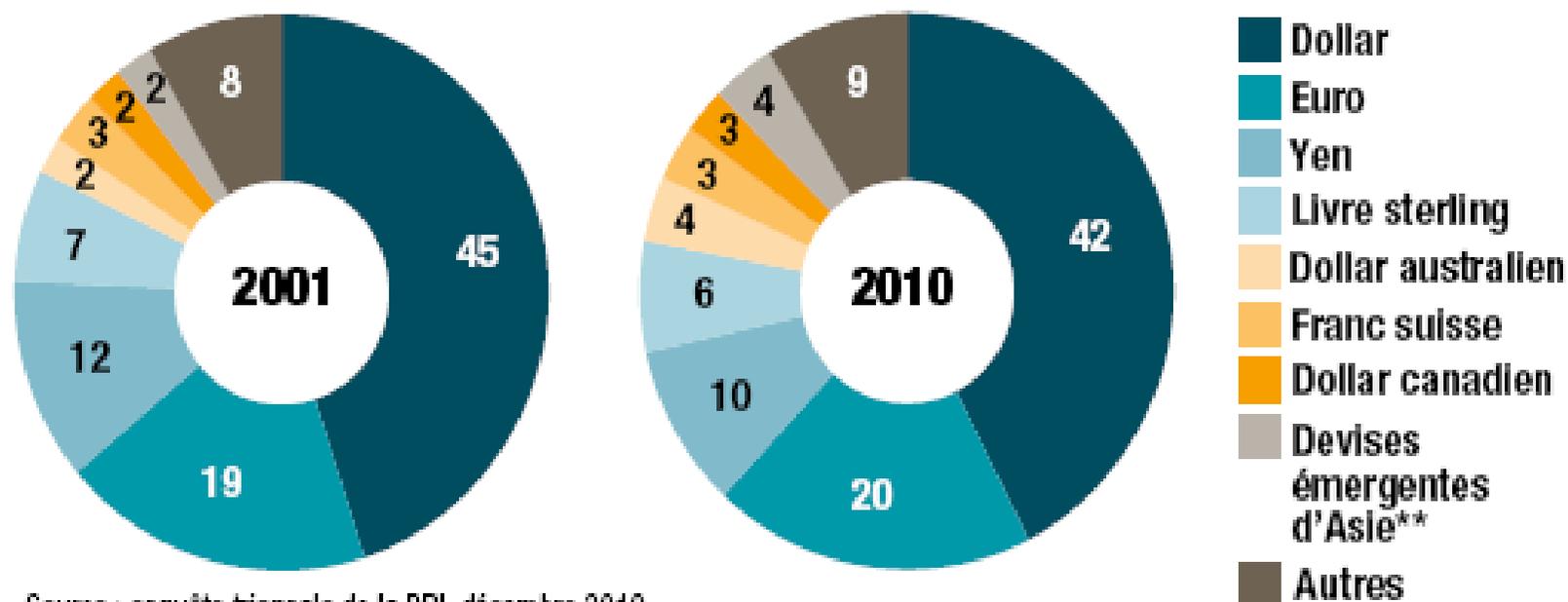
# Les raisons d'un tel essor

- Montée en puissance des investisseurs institutionnels (gestionnaires de risques très actifs et gros acheteurs de risques)
- Stratégie de « carry trade » au cours des années 2000
- Essor du trading électronique
- La crise n'a pas réduit l'activité du marché des changes

# Domination encore forte du dollar mais ...

- Environ 85 % (sur 200 %) des opérations de change concernent le dollar.
- L'euro occupe une deuxième position à distance, avec seulement 39 % des transactions quotidiennes.
- Viennent ensuite le yen et la livre sterling qui ont vu leur poids se réduire au profit de devises émergentes (réal brésilien, won coréen, renminbi, rupee indienne) dont la part progresse depuis le milieu des années 2000.

# Répartition par devise des transactions de change quotidiennes\*, en %

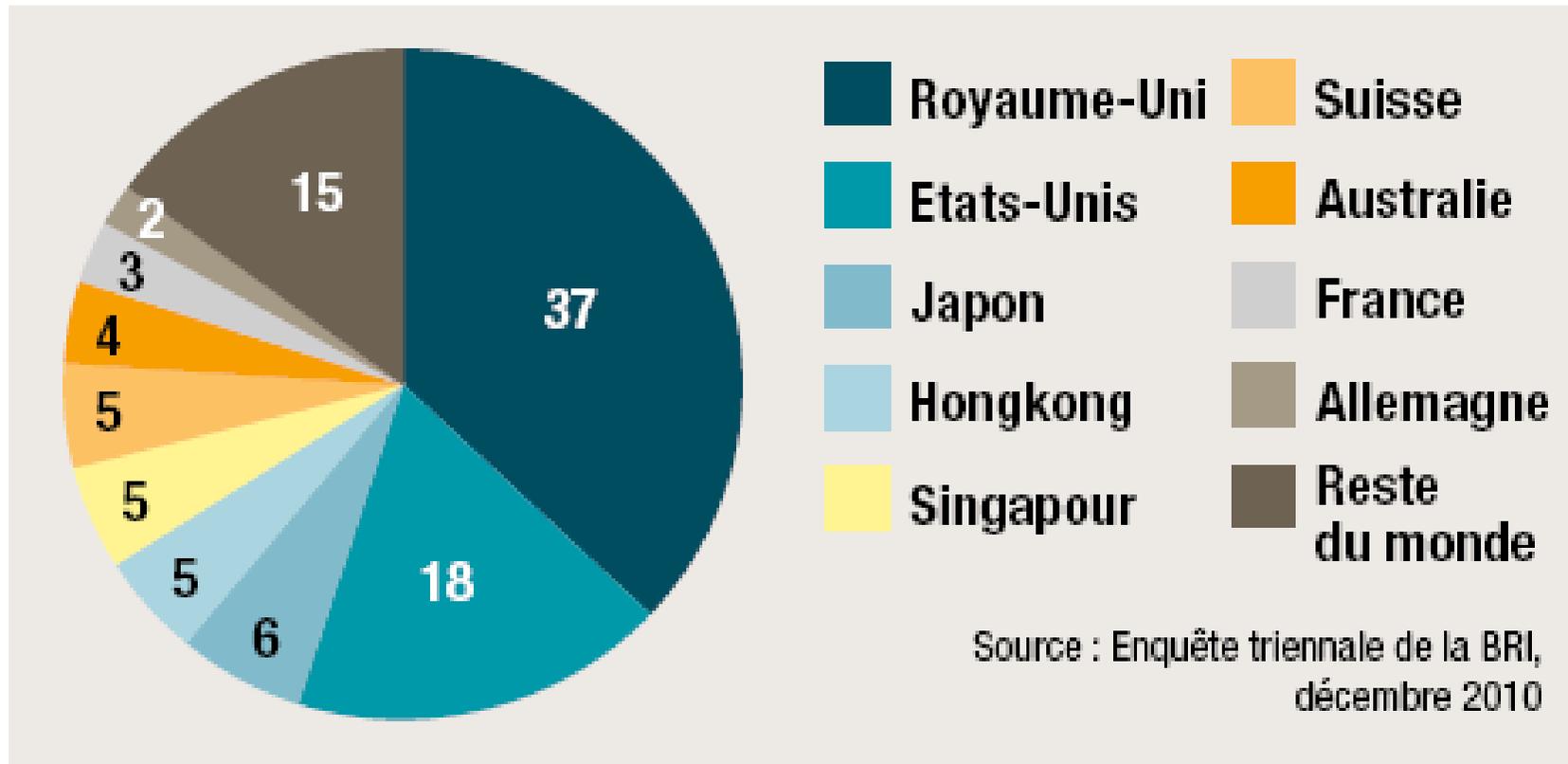


Source : enquête triennale de la BRI, décembre 2010

\* Comme chaque transaction de change implique deux monnaies, la somme des parts de chaque devise est donc exprimée par rapport à un total de 200 %.

\*\* Chine, Corée du Sud, Hongkong, Inde, Singapour, Taiwan.

# Part des transactions réalisées en 2010 dans chaque pays, en % du total des transactions



**Royaume-Uni et Etats-Unis = places boursières les plus actives du marché des changes**

# Crises de changes

- Lorsque les capitaux sont mobiles, les tensions ont tendance à se polariser sur le marché des changes
- Crises de changes plus fréquentes que les autres crises
- De nombreux exemples dans les années 1990-2000 : crises du SME (1992-93), mexicaine (1994-95), asiatique (1997-98), russe (1998), brésilienne (1999, 2002), turque (2001), et argentine (2002).

# Grande variété des crises de change

- 3 générations de modèles :
  - 1<sup>ère</sup> génération (Krugman, 1979) : modèle d'attaque spéculative (l'attaque sanctionne l'incohérence à LT entre régime de change fixe et l'accumulation de déficits budgétaires monétisés).
  - 2<sup>ème</sup> génération (Obstfeld, 1994): la crise de change est déclenchée par des anticipations auto-réalisatrices. Ex: crise du SME (1992-1993)
  - 3<sup>ème</sup> génération (Krugman, 1999) : théorie des « crises jumelles » (interactions entre crise de change et crise bancaire)
- Empiriquement (Kaminsky, 1998), il ressort que la très large majorité des crises est précédée de vulnérabilités domestiques ou externes. Seules 4% des crises sont des crises auto-réalisatrices.

# Systeme monétaire international

- SMI = l'ensemble des règles, des conventions et des institutions internationales qui régissent la conduite des politiques monétaires, la détermination des taux de change, la provision internationale de liquidité, ou encore les flux internationaux de capitaux.
- Le SMI actuel est issu de l'effondrement (en 1973) du système de Bretton Woods

- Système hégémonique fortement centré sur le dollar
- Tendances perceptibles vers un système plus « multipolaire » : dollar + euro + ? (yuan une fois devenu convertible) mais :
  - Délai sans doute long : pas sûr que la Chine fasse le choix de l'internationalisation de sa monnaie et même dans ce cas celle-ci ne se décrète pas et exige un développement financier
  - La transition ne sera pas forcément douce : de l'instabilité monétaire à la clé (réajustement des réserves de changes ; quelques 2500 mds de réserves de change détenues par la banque centrale de Chine dont 65% en dollars)

FORGET TIBET,  
FREE THE  
YUAN!!



Doherty

# Quelles armes pour la paix des monnaies ?

- Seules des interventions coordonnées des BC sur le marché des changes pourront atténuer les secousses.
- Or, chaque pays est plutôt enclin à jouer la dépréciation de sa monnaie. Mais toutes les monnaies ne peuvent pas baisser en même temps !
- Il faudra pourtant de la coopération pour se préparer à la nouvelle ère multipolaire et trouver les instruments qui rendront le SMI plus stable.

# Quelques supports

- Jézabel Couppey-Soubeyran, A quoi sert le marché des changes ?, Alternatives économiques n°302, mai 2011
- Dominique Plihon, Les taux de change, coll. Repères, édition La Découverte

*Sur l'indice big mac*

- <http://www.onlinemba.com/blog/the-big-mac-index/>
- <http://www.economist.com/node/21542808>
- <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2012/07/daily-chart-17>