

Liste des tableaux :

Tableau 1 : cours affichés.....	18
Tableau 2 : les avantages et des inconvénients des systèmes de change.....	29
Tableau3 : Taux de change moyen en Fmg 1995 à 2004.....	40
Tableau 4 : Evolution récente des indicateurs macroéconomiques de Madagascar 1996-2004.....	43
Tableau 5 : l'évolution du PIB et du taux de change 1994-2.....	44
Tableau6: Les grands agrégats macro-économiques de Madagascar 2002-2008.....	48
Tableau 7 :l'évolution du PIB et du taux de change (en ariary) 2004-2009.....	48

Liste des graphiques et des figures :

Figure1 : Effet positif et négatif d'une dépréciation ou d'une dévalorisation...	28
Figure2_: la courbe en J.....	30
Figure3 : différent régime de change.....	34
Figure 4 : variation du taux de change et du PIB par tête 1994 à 2004.....	45
Figure 5 : l'évolution du PIB et du taux de change (en ariary) 2004-2009.....	50
Graphique 1: le triangle d'incompatibilité de Mundell	35
Graphique 2 : évolution du taux de change (en ariary) de 2004 à 2006.....	47
Graphique 3 : Taux de croissance du PIB en volume et du PIB par habitant ...	51

Liste des abréviations :

A.P.B : Association Professionnelle des Banques

CT : le taux de Change à Terme

BC : Balance Commerciale

BCM : Banque Centrale de Madagascar

DTS : Droit de Tirage Spéciaux

FED: federal Reserve Bank

I: Investissement

M : Importation

MID : marché Interbancaire de Devises

OCDE : Organisation de coopération et de développement économique

OTC: Over the Counter

PIB : Produits Intérieur Brut

PPA : Parité du Pouvoir d' Achat

VAR: Value at risk

TC : Taux de Couverture

TCER : Taux de Change Effectif Réel

TCN : Taux de Change Nominal

Y : PIB

X : Exportation

Sommaire

REMERCIEMENTS	1
Liste des tableaux :	2
Liste des graphiques et des figures :	2
Liste des abréviations :	3
Sommaire	4
INTRODUCTION :	5
Partie I : le marché des changes	6
Chapitre 1 : les motivations des acteurs sur le marché	7
Chapitre 2 : l'organisation du marché des changes	14
Chapitre 3 : les différents types de marchés des changes	17
Chapitre 4 : les risques sur le marché des changes :	19
Partie II : l'étude du lien entre le marché des changes et le secteur réel	23
Chapitre 5 : Le taux de change et ses contraintes	25
Chapitre 6 : les régimes de change et les politiques adaptées	32
Partie III : APPROCHE PRATIQUE « LE CAS DE MADAGASCAR » Erreur !	
Signet non défini.	
CHAPITRE 7 : Analyse à travers la situation économique de Madagascar de 1994 à 2004	39
CHAPITRE 8 : Analyse à travers la situation économique de Madagascar de 2005 à 2009	45
CONCLUSION	51
ANNEXE	37

INTRODUCTION :

Au cours des vingt dernières années, l'environnement de la finance internationale a connu une véritable rénovation. L'ouverture presque généralisée des frontières aux mouvements de capitaux et les politiques de dérèglements, qui l'ont accompagnée, ont provoqué une véritable globalisation des marchés à l'échelle de la planète. Les progrès technologiques spectaculaires réalisés dans le secteur de l'informatique et des télécommunications ont accéléré ce mouvement, avec l'explosion des capacités de transport et de traitement de l'information, la couverture rapide du monde par la toile de l'internet, et la banalisation du micro-ordinateur personnel.

De ce fait, le développement de l'activité commerciale et financière internationale des entreprises s'accompagne de nouveaux risques auxquels les trésoriers d'entreprises et des banques sont désormais confrontés. Le risque de change ou risque de variation de cours des devises – est bien sûr inhérent à toute opération d'exportation ou d'importation libellée en devises, mais apparaît aussi lors d'une opération d'emprunt négociée dans une monnaie étrangère. Le risque de change et le risque de taux d'intérêt sont donc les deux formes nouvelles du risque auxquelles les entreprises internationales doivent faire face. En effet, les fluctuations des cours de change peuvent lourdement peser sur les résultats des entreprises ainsi que sur leurs trésoreries. Il est donc fort utile pour un financier d'entreprise, et pour ceux qui envisagent de le devenir, d'avoir une bonne connaissance des problèmes financiers posés par les fluctuations des cours de change. De même, pour la bonne santé de l'économie d'un pays, une maîtrise parfaite du marché des changes est exigée.

Ce présent travail se propose alors d'étudier le marché des changes. Pour y parvenir, on va voir le fonctionnement du marché en première partie afin de connaître au mieux le marché des changes. Dans la deuxième partie, on procédera à l'étude théorique du lien entre le marché des changes et le secteur réel. Et dans la troisième partie, on va, au travers d'une approche pratique, voir ce lien à Madagascar.

Partie I : le marché des changes

Partie I : le marché des changes

Le marché des changes est un « lieu » abstrait où s'effectuent les transactions sur devises. Intégré au plan mondial, impliquant toutes les places financières, il fonctionne de façon permanente 24h/24. Il a connu un essor remarquable ses vingt dernières années. En effet, vers la fin du 20^{ème} siècle et au début du 21^{ème} siècle, il apparut un nouveau concept qui est la mondialisation. Il est donc de plus en plus question de la conquête du marché international, et c'est pour cela que la compétitivité internationale est devenue le mot d'ordre de la politique économique des gouvernements.

Pour mieux appréhender le sens de cette compétitivité, il est nécessaire de comprendre le fonctionnement du marché des changes. Pour ce faire, nous allons nous référer aux propos suivant :

Les motivations des acteurs sur le marché ;

L'organisation du marché des changes ;

Les différents types de marché des changes ;

Les différents types de marché des changes.

Chapitre 1 : les motivations des acteurs sur le marché

Sur un marché, il y a toujours des acteurs qui en assurent le bon fonctionnement. Et pour que ses acteurs s'intéressent à un marché, ils ont besoin d'une motivation.

1° Motivations

Sur le marché des changes, les banques, les entreprises ou les investisseurs agissent pour des motivations généralement classées en trois catégories :

La couverture ;

L'arbitrage ;

La spéculation.

a) La couverture :

Elle consiste à éliminer le risque en liquidant une position existante ou en créant une position strictement symétrique. Les gains de l'une compensant les pertes de l'autre.

Le principe est de prendre une position inverse à la position naturelle, induite par l'actif étranger en possession (usine, matière première à acheter, recettes à l'exportation, etc.). Le but étant d'annuler ou de diminuer le risque de change. C'est une technique très utilisée par les professionnels. C'est par exemple, le cas d'un investisseur institutionnel européen qui a décidé d'acheter des actions américaines. Il est alors en risque de change car si le dollar baisse, la contrevaletur en euro de ses titres américains baissera. Pour s'immuniser de ce risque, il va alors vendre le montant équivalent en dollars des actions qu'il vient d'acheter. Cette opération sera réalisée à l'aide d'un swap de change.

b) L'arbitrage

C'est la réalisation d'un profit effectuée par un opérateur généralement parfaitement informé et assez expérimenté pour tirer partie des imperfections d'un marché.

Il s'agit d'anticiper les mouvements du marché grâce à une observation plus ou moins avancée de l'environnement financier, économique et politique. L'intérêt de l'anticipation des mouvements de change est la spéculation. Supposons qu'à un instant donné, un opérateur obtient les trois cotations suivant :

- dollar/euro: 0.85
- dollar/ariary: 2200
- ariary/euro: 0.000335

Il va d'abord:

- vendre le dollar contre l'euro à 0.85
- acheter le dollar contre l'ariary à 2200

Ces deux opération équivalent à acheter l'ariary contre l'euro à :

$$0.85/2200=0.000386 \text{ ariary}$$

En même temps, il va acheter l'ariary contre l'euro sur le marché à 0.000335 et réaliser ainsi un profit de :

$$0.000386 - 0.000335 = 0.000051 \text{ euro par ariary.}$$

Ce type d'arbitrage a le grand mérite d'être simple et facile à comprendre. Il est en fait impraticable étant donné la rapidité de circulation de l'information et l'efficacité quasiment parfaite du marché des changes.

c) La spéculation

Souvent confondue avec l'arbitrage, elle consiste à conserver ou créer une position dans le but d'en tirer profit. Un investisseur haussier sur le dollar achètera celui-ci dans l'espoir de le revendre plus cher dans le futur. Une telle prise de position ne va pas sans risque : si ses anticipations se révèlent erronées, il peut être contraint de les revendre à un prix inférieur et supportera donc une perte.

Les spéculateurs occasionnels ou professionnels conservent leurs positions pour des durées variables qui peuvent aller de la seconde au mois, voire même plus.

Il existe des spéculateurs involontaires. Par exemple, c'est le cas des banques qui cotent des cours de change à leur client sans être assurées de pouvoir se couvrir.

2° Les acteurs

Les acteurs du marché des changes sont classés en cinq catégories :

Les banques ;

Les entrepreneurs ;

Les investisseurs institutionnels ;

Les banques centrales ;

Les courtiers.

Les trois premiers sont alternativement spéculateurs, hedgers, ou arbitragistes. Les banques centrales agissent pour des motivations bien spécifiques tandis que les courtiers jouent un rôle par fois négligé.

a) Les banques

Dans les zones monétaires comme la zone euro, les résidents sont obligés de réaliser leurs opérations de change avec les banques ayant qualité d'intermédiaire agréé. Cette disposition renforce le rôle de ces dernières sur le marché des changes.

Les banques, qui sont des participants majeurs au marché des changes, peuvent être tour à tour arbitragistes, « hedgers » ou spéculateurs. Il est bien sûr toujours malaisé de définir la motivation qui dicte l'exécution de telle ou telle opération.

Rien en effet ne ressemble plus à une opération de change qu'une opération de change. Le plus souvent, les banques commerciales, dont la vocation est de tirer profit d'opérations réalisées avec une clientèle d'entreprise commerciale ou industrielle, seront principalement des « hedgers ». Cela signifie qu'elles retourneront relativement rapidement les achats ou ventes de clientèle sur le marché. Elles le feront dans des délais variables : le plus souvent en quelques secondes ou quelques minutes pendant les quelles elles adoptent un comportement de spéculation. Ce comportement peut être dicté par l'impossibilité de couvrir exactement et dans l'instant toute les opérations, mais peut être délibéré dans le but d'améliorer le profit né de l'activité clientèle.

Pour d'autres banques, dites de « trésorerie », l'activité clientèle ne représente qu'un apport marginal, les profits étant dérivés quasi exclusivement de prises de position. Ces banques, nées avec la dérèglementation, sont des structures légères capables de réaliser des profits ou des pertes importants assez rapidement et ce d'autant plus que le marché est agité et les écarts de cours rapides et importants.

Au cœur de l'innovation financière, les banques commerciales ou les banques de trésorerie sont bien placées pour entretenir une activité d'arbitrage, en utilisant leur savoir-faire et leur présence sur de nombreux marchés.

Enfin, signalons un fait parfois occulté : les banques sont aussi des entreprises et les plus importantes, ayant une stature internationale, peuvent intervenir sur le marché des changes pour leur compte propre en tant qu'investisseur ou emprunteur.

b) Les entreprises

Exerçant une activité d'importation et d'exportation ou de négoce libellée en devises, elles ont une vocation naturelle à intervenir sur le marché des changes. A celle-ci s'ajoute celles, de plus en plus nombreuses, qui empruntent en devises ou celles qui ont développées une activité de spéculation.

La plupart des entreprises n'interviennent sur le marché que par l'intermédiaire des banques pour des raisons réglementaires ou pratiques. Une de ses raisons est l'importance des transactions ou la nécessité d'utiliser les conseils des spécialistes placés en permanence sur le marché.

Les importateurs, en risque à la hausse de la devise du contrat ou les exportateurs en risque à la baisse peuvent adopter une attitude prudente de « hedger » et couvrir systématiquement leur risque de change. Ce faisant, elles s'assurent un prix connu et certain exprimé dans leur monnaie nationale, mais se privent de la possibilité de tirer partie d'une évolution favorable de la devise.

Prenons comme exemple pour illustrer ce propos, un exportateur de vanille ayant obtenu un contrat en euro qui peut amener le trésorier à différer sa couverture. Il adopte alors un comportement de spéculateur dans l'intervalle de temps où il reste en position.

Si au contraire, il anticipe une baisse de l'euro, il couvrira sa position en vendant l'euro contre du dollar. Si l'euro s'échange à ce moment sur le marché contre 1.2\$, et dix jours plus tard, son prix a baissé à 1.1\$ en offrant une possibilité de remontée ultérieure.

Le trésorier peut alors être tenté de tirer profit de ce creux passager et déboucler sa couverture en encaissant un profit de $1.2 - 1.1 = 0.1\$$ par euro. Il place dans une position de non-couverture et attend la remontée de l'euro pour en tirer un nouveau profit. Si quinze jours plus tard, l'euro revient effectivement à un niveau de 1.2\$, il aura

amélioré le prix de sa marchandise à $1.2+0.1=1.3$ \$ sans que l'euro n'ait jamais atteint ce cours.

Il aura tour à tour été « hedger » et spéculateur en adoptant une stratégie de gestion dynamique de sa position de change.

c) Les investisseurs institutionnels

Dans cette catégorie, on trouve les maisons de sécurité japonaise, le trust funds Anglo-saxons, les grandes compagnies d'assurances ou, en France, les organismes de placement collectifs en valeur mobilières.

Tous, à leur échelle et dans les limites que leur impose le règlement local, ont contribué à la mondialisation et à la globalisation des marchés. Les investisseurs poursuivent un double objectif de maximisation du rendement et de la minimisation du risque.

Le souci de diversification des investissements (il est en effet peu recommandé d'investir 100% de son capital dans un seul type d'action dans une seule devise), amené le géant de fortune ou de fond à s'intéresser à d'autres marchés et d'autres devises que leurs monnaies nationales.

Ainsi les investisseurs japonais sont devenus des participants majeurs aux adjudications des bons de trésor américains. On estimait, vers la fin du vingtième siècle, qu'ils achetaient 20 à 30% des titres émis par « Federal Reserve US », dans l'espoir que les taux d'intérêt élevés servis sur ces instruments compenseront une baisse possible du dollar ou viendront au contraire s'ajouter à une hausse éventuelle.

Dans ce cas, l'opération suppose un achat de dollar au comptant contre yen et constitue une double prise de position sur les taux d'intérêt en dollar et sur le cours du \$ /yen. Le paradoxe est que ces prises de position apparemment spéculatives peuvent en fait être dictées par le prudent souci de diversifier des actifs.

Dans d'autres cas, l'investisseur peut souhaiter acquérir des bons de trésor US pour ne pas courir de risque de contrepartie et détenir un instrument parfaitement liquide dont il pourra disposer extrêmement rapidement en supportant un spread

(différence entre le prix d'achat et le prix de vente) minimum, tout en ne voulant pas s'exposer au risque de change. Il ne procède pas alors simplement à un achat comptant de dollars, mais couplera cette opération avec une vente à terme. Plus simplement, il réalisera un seul swap, ce qui revient au même, comme nous aurons l'occasion de l'expliquer dans les chapitres consacrés à ces techniques.

d) Les banques centrales :

Elles interviennent en général contre le marché en vue d'objectifs économiques et monétaires. Leurs actions visent à maintenir les cours à un niveau ou dans une fourchette qu'elles affichent plus ou moins clairement. En tout état de cause, ces interventions directes effectuées sous forme d'achats ou de ventes massifs de devises ne constituent qu'une des armes dont elles disposent dans la poursuite de leur politique. Elles peuvent également peser sur les taux d'intérêt de leur monnaie nationale dont le niveau relatif en rend l'acquisition plus ou moins attrayante.

Les taux faibles, qui sont généralement l'apanage des monnaies fortes, doivent théoriquement décourager les acheteurs ou les investisseurs et, en pesant sur la demande, jouer dans le sens d'une diminution du cours.

De plus en plus, les banques centrales des grands pays industrialisés (le groupe des cinq ou des sept dits G5 ou G7) en tendance à coordonner leur efforts. Au cours de l'année 1987 et une partie de 1988, cette concertation a contribué, semble-t-il, à stabiliser le dollar à l'intérieur d'une fourchette tenue secrète et déterminée dans le cadre des accords du Louvre de février 1987.

En août 1988, le relèvement du taux de l'escompte par la FED, dicté par des considérations de politique intérieure, a constitué un accroc sérieux dans cette entente. La remontée du dollar après cette mesure est une illustration de l'interaction étroite entre les taux et intérêts et les cours de change.

Nombre d'observateurs contestent la capacité des banques centrales à renverser une tendance de marché sans toutefois négliger l'impact psychologique et économique de leur attitude.

e) Les courtiers :

Ils ne sont en principe que des intermédiaires dont le rôle consiste à mettre face à face deux contreparties dont l'une se porte vendeuse et l'autre acheteuse. Les courtiers sont rémunérés par une commission fixe (le courtage) calculée sur les volumes traités. Reliés par téléphone et par internet aux banques, ils centralisent les informations en provenance des différents participants et les répercutent aux autres. Leur rôle est nécessaire : il serait en effet impossible à chaque banque d'une place d'être en relation constante avec toutes les autres. La rapidité et la fiabilité sont les règles d'or de ce métier difficile, et permettent d'assurer une transmission extrêmement rapide et sûre de l'information.

Chapitre 2 : l'organisation du marché des changes

Pour bien comprendre le fonctionnement du marché des changes, il est important de savoir les différentes organisations sur ce marché.

1° Le marché de gré à gré

Le marché des changes est essentiellement un marché de gré à gré, c'est-à-dire que les transactions s'y effectuent sous des formes librement choisies par deux contractants sans autre contrainte qu'un cadre légal ou réglementaire. Le lieu où s'échangent les devises n'est donc pas un lieu géographique mais un réseau de téléphones ou systèmes d'informations spécifiques comme l'internet. Ce marché dit « OTC » (Over The Counter) est un marché délocalisé : il n'y a pas de différence de prix entre un dollar coté à Hong Kong ou à Paris au même moment. La rapidité des communications interdit maintenant « l'arbitrage spatial » qui consistait à acheter du dollar à Francfort pour le revendre à Paris.

Délocalisé, le marché des changes est également un marché en continu, les participants de chaque zone horaire prenant le relais des autres: l'Asie d'abord, puis l'Europe et l'Afrique et le Continent américain.

En marge du marché de gré, subsiste une procédure bien spécifique de cotation: le fixing ; et depuis peu sont apparus les marchés organisés.

Les fixings (ou cotation officielle) se tiennent à des heures précises dans un lieu géographique déterminé. À Madagascar, les fixings se font sur le Marché Interbancaire de Devises (MID) suivant le principe de l'offre et de la demande, qui se fait de 10 heures à midi chaque jour ouvrable et a lieu dans les locaux de la BFV qui assure la présidence de l'association professionnelle des banques (A.P.B). Ces marchés ne représentent qu'une importance marginale, les banques n'y échangeant que de petits montants.

Les « listed markets » sont mentionnés ici bien que ne s'y traitent pas d'opérations au comptant mais uniquement des opérations à terme. Celles-ci sont effectuées selon des règles standardisées (en montant, échéance, etc.) qui seront exposées en détail avec les techniques de change à terme.

2° La réalisation d'une opération de change et les cours de changes :

Prenons l'exemple d'un règlement d'un montant d'USD 1 000 000 effectué par un acheteur de vanille britannique en faveur d'une société de négoce implantée à Madagascar. Le client britannique doit donc régler USD 1 000 000 mais n'a pas de dollars ; il doit donc les acheter auprès de sa banque que nous appellerons la banque A. Celle-ci lui vend le dollar au prix de 1,70\$ pour un sterling. Le client doit donc livrer 588 235,29£. La livraison s'effectue par le débit du compte du client en sterling chez la banque A, en contre partie, celle-ci doit lui livrer 1 000 000 USD. Elle ne va pas lui livrer physiquement ces dollars mais les utiliser au règlement en faveur du négociant en vanille.

Pour couvrir son risque de change, la banque A va acheter 1 000 000 USD contre sterling sur le marché. En négligeant pour l'instant le problème des écarts de cours et de marge, nous admettons que celle-ci achète 1 000 000 USD à une banque Z à Londres contre 588 235,29 soit 1,70 USD pour un sterling.

En règlement de cette transaction :

_ La banque A va virer par compensation (clearing) 588235,29 en faveur de la banque Z.

_ En contre partie la banque Z va donner ordre à son correspondant de virer 1 000 000 USD sur le compte de la banque A.

_Les dollars reçus sur son compte par la banque A seront alors virés en faveur de la banque Malagasy selon le schéma décrit plus haut en exécution du transfert.

Les risques attachés aux opérations de changes

On distingue deux types de risques:

-le risque technique ;

-le risque de contrepartie.

Le risque technique : Il est lié à la conclusion des transactions. L'une des parties peut s'être méprise sur le sens d'une opération et se trouver dans une position inverse à celle qu'elle pensait prendre. Les back offices des banques échangent donc le plus rapidement possible des confirmations écrites des ordres afin d'être en mesure de détecter rapidement les erreurs. En cas de contestation, l'enregistrement des conversations entre cambistes permet de déterminer l'origine de la faute.

Le risque de contrepartie : il est pour les transactions au comptant avant tout un risque de « non livraison » des devises achetées. Pour des raisons matérielles en effet les ordres de transfert des devises vendues sont donnés avant que la livraison des devises achetées ait pu être vérifiée. Si dans cet intervalle de temps très court la contrepartie tombe en faillite, perte s'élèvera à la totalité du montant de la transaction.

Chapitre 3 : les différents types de marchés des changes

On distingue généralement deux types de marchés des changes :

- Le marché des changes au comptant ;
- Le marché des changes à terme.

On abordera tour à tour chacun des compartiments du marché des changes en précisant comment les cotes se forment et comment ils sont cotés.

1° Le marché des changes au comptant :

Le terme comptant est souvent associé aux opérations courantes du marché. On va donc immédiatement étudier la cotation du change au comptant :

-cotation à l'incertain : jusqu'en 1998, la cotation à l'incertain était la règle avec une grande exception qui est la livre sterling, qui est cotée au certain. Depuis son lancement au 1er janvier 1999, l'euro lui aussi est coté au certain. La cotation à l'incertain consiste à donner le montant de monnaie domestique contre une unité de devise étrangère.

Exemple : un euro = 2810 ariary

-cotation au certain: c'est l'inverse de la cotation à l'incertain

Exemple : un ariary = 1/2830 euro

Le taux de change au comptant équilibre l'offre et la demande d'une devise par rapport à une autre.

Tableau 1 : cours affichés

	Acheteur	Vendeur
Cotation au certain	EUR/GBP Achat d'euros (vent de livres)	EUR/GBP Vent d'euros (achat de livres)
Cotation à l'incertain	GBP/EUR Achat de livres (vent d'euros)	GBP/EUR Vent de livre (achat d'euros)

Source : Risque de change

2° Le marché des changes à terme :

Le change à terme permet d'appliquer à une opération future un taux de change définit immédiatement. L'écart entre taux de change à terme et taux de change au comptant reflète l'écart des taux d'intérêt entre les deux devises. Pour déterminer le change à terme, on partira de la cotation à l'incertain. Le taux de change à terme noté CT, à horizon d'une année, ce détermine come suit :

$$CT = C (1+i)/(1+i^*)$$

Où : C désigne la cotation a l'incertain

i désigne le taux d'intérêt sur la monnaie domestique

i* désigne le taux d'intérêt sur la monnaie étrangère

Le change à terme est utilisé pour les opérations commerciales (terme sec) et pour les opérations interbancaires qui interviennent sur un segment spécifique du compartiment du terme, le marché des swaps combistes.

Chapitre 4 : les risques sur le marché des changes :

Les opérations de marché présentent des risques qui doivent être identifiés et mesurés. C'est pour cela que nous allons voir successivement :

Le risque de change

Les modalités d'exposition au risque de change

Les risques de Taux

Value at risk

1° Le risque de change :

a) La position de change :

L'exposition au risque de change touche toute entreprise ou tout investisseur bénéficiant de recettes ou devant effectuer des règlements dans une monnaie étrangère et /ou possédant des actifs (ou un endettement) en monnaie étrangère.

Dès lors qu'un agent économique perçoit (ou règle) des flux en monnaie étrangère, il est exposé aux conséquences des mouvements de taux de change sur ses recettes (ou règlements) et sur ses avoirs (son endettement). Il est nécessaire de bien cerner la nature et l'ampleur du risque de change résultant des positions de change et des mouvements de taux de change, afin de choisir judicieusement les instruments propres à couvrir ce risque.

Le titulaire de recettes en devises étrangères (par exemple l'exportateur basé en euro de produits libellés en dollars ou l'investisseur recevant des dividendes ou intérêts en dollars) a une position longue sur le dollar. Inversement, le débiteur qui acquitte des intérêts ou effectue des remboursements ou encore l'importateur qui doit régler ses fournisseurs en dollars a une position courte en dollar.

2° Les modalités d'exposition au risque de change :

La position de change de transaction est la plus simple. Elle se matérialise dans modifications de la contre-valeur en monnaie locale des flux de recettes/règlements libellés en devise étrangère. Le risque de change qui en résulte se matérialise par des gains ou pertes réalisés au moment de la conversion en monnaie locale. La position de change de consolidation et conventions comptables. Elle concerne la valorisation dans les bilans exprimés en monnaie locale d'actifs ou de dettes libellés en monnaie étrangère figurant dans les bilans de filiales. Ces méthodes de consolidation ne sont pas neutres pour la concrétisation du risque de change.

Le risque de change résulte de transactions (flux commerciaux, etc.) et des pratiques de consolidation des comptes (position de change de transaction et position de change de consolidation).

L'évolution du change affecte la valeur d'une entreprise internationalisée (position de change économique).

3° Les risques de Taux :

a) Définition et typologie du risque de taux :

L'emprunteur est confronté au risque de taux dès lors que le taux à servir sur un emprunt futur est susceptible d'augmenter. Une telle évolution peut provenir d'une hausse des taux courts suite à un resserrement de la politique monétaire. Elle peut découler aussi de la hausse des taux long liée à l'importance des flux d'émission, à des craintes inflationnistes...Un flux d'émission accru signifie une offre de titres plus élevée. Pour que cette offre trouve preneur, il faut une hausse des taux. Les craintes inflationnistes provoquent à la fois des anticipations de hausse des taux, exigence accrue des investisseurs (offre de titres accrue et demande restreinte à taux inchangé), ce qui provoque une hausse des taux. Elle peut provenir aussi pour des titres émis par les entreprises ou par les Etats de pays émergents (obligations à spread) de la perception d'un risque de défaut accru.

Du point de vue de l'investisseur, le risque de taux revêt ainsi plusieurs dimensions. A titre d'exemple, le trésorier, appelé à choisir un support destiné à placer

un montant donné pour une durée déterminée, peut acheter un titre de maturité 1 an dans la perspective de le conserver jusqu'à l'échéance. S'il estime qu'il existe une forte probabilité de hausse des taux à horizon de 6 mois, il effectuera deux placements successifs pour bénéficier ensuite de rendements plus élevés. En tout état de cause, en plaçant pour une durée donnée, il sera confronté au risque de taux, lequel se manifestera si les taux d'intérêt montent entre temps, une opportunité de rendement supérieur aura été perdue.

b) Une typologie des risques :

Le risque de marché résulte de la liaison inverse cours / rendement. Son ampleur dépend des caractéristiques du titre (coupon, échéance) et éventuellement des propriétés optionnelles qu'il incorpore (exemple, obligations convertibles...)

Le risque de réinvestissement de coupon est lié à l'évolution des taux à l'échéance du détachement du coupon. Il est bien sûr d'autant plus fort que la maturité est élevée. On verra toutefois que ce risque de réinvestissement de coupon et le risque de marché se compensent. Il dépend aussi, par ailleurs, de l'éventuelle possibilité offerte à l'émetteur d'échanger le titre initial contre un titre assorti d'un coupon plus bas. La taille du coupon est alors elle-même incertaine (en général cela doit être rémunéré par un coupon initial plus élevé).

Le risque de défaut (ou de crédit) se traduit par l'incorporation dans le coupon d'une prime de risque qui s'ajoute au taux de rendement sans risque. En cas de dégradation du crédit, l'élargissement de se traduit par une baisse relative du rendement des titres existants et donc par une baisse de leurs cours.

Le risque d'inflation se traduit par l'érosion du pouvoir d'achat des flux distribués, les obligations à taux variables permettant de se prémunir contre les variations de taux généralement liées aux mouvements inflationnistes. Les obligations de valeur réelle du principal.

Les titres libellés en monnaies étrangères produisent des flux exposés au risque de change

Le risque de liquidité renvoie à d'éventuelles difficultés à vendre des titres à des conditions normales. Il se manifeste par un fort écart entre prix de vente et prix d'achat (bid- asked prices), le risque étant croissant avec cet écart.

Le risque de volatilité affecte également le prix. Il se manifeste notamment lorsque le titre incorpore des caractéristiques optionnelles (titres échangeables auprès de l'émetteur à une date donnée par exemple).

4° Value at risk (VAR) :

La VAR mesure la perte maximale que l'on peut anticiper au cours d'une période donnée avec un degré de confiance donné, dans des conditions de marché normales. Il est donc question de volatilité ;

La volatilité :

La volatilité mesure l'ampleur des fluctuations d'un prix ou d'un rendement. Plus la volatilité est forte, plus le risque de perte est élevé. C'est la raison pour laquelle il existe une relation entre le risque et le rendement. Pour prendre un risque accru, un investisseur exigera un rendement plus élevé.

Bref, le développement de l'activité commerciale et financière internationale s'accompagne de risques nouveaux auxquels chaque agent présent sur le marché doit désormais être confronté. L'intégration croissante de chaque pays du monde exige en conséquence une maîtrise des outils et des instruments en science économique pour se donner les clés d'accès au marché des changes.

C'est en ce sens donc que nous allons aborder la deuxième partie de notre étude afin de pouvoir mettre en évidence la portée et les limites du marché dans les pays en développement. Dans cette partie, on prendra comme cas à étudier celui de Madagascar.

Partie II : l'étude du lien entre le marché des changes et le secteur réel

Partie II : l'étude du lien entre le marché des changes et le secteur réel

Dans la réalité, les pays émergents sont confrontés, non pas au choix d'une des deux solutions en coins, mais plutôt au choix du degré de rigidité – ou de flottement – du taux de change. Depuis 1994, les marchés émergents ont subi une succession de crises de change. Une caractéristique commune de ces crises est qu'elles ont frappé des pays qui avaient choisi des stratégies d'ancrage nominal fondé sur le taux de change. Il est apparu au contraire que les pays émergents sans ancrage sur le change avaient pu échapper à la contagion des crises de change. De cette succession de crises s'est dégagé le consensus selon lequel les régimes de change intermédiaires ne pouvaient constituer une politique crédible. Ce nouveau consensus repose sur la reconnaissance des solutions en coins – ancrage dur et flottement libre – comme seules solutions soutenables dans le nouvel environnement monétaire international marqué par la mobilité croissante des capitaux.

Dans le contexte de mondialisation, tous les pays sont ouverts au reste du monde et la plupart ont adopté un système de change flexible. Ils ne sont donc pas à l'abri de la problématique de la volatilité du taux de change dont les effets sont tels que l'économie nationale est devenue fragile et vulnérable. C'est sur le secteur réel en générale que l'on ressent cette fragilité de l'économie. Or, le taux de change se forme principalement sur le marché des changes et le régime de change est l'une des principales variables qui le déterminent. Dans ce cas, il est intéressant d'analyser le taux de change et ses contraintes, puis les régimes de change pour illustrer cette vulnérabilité de l'économie et mettre en exergue le lien entre le secteur réel et le marché des changes.

Chapitre 5 : Le taux de change et ses contraintes

De manière générale, le taux de change est le prix relatif d'une monnaie par rapport à une autre. Par contre, le taux de change est une notion à bien distinguer de celle de parité : la parité d'une monnaie par rapport à une autre est le rapport des pairs des deux monnaies, le pair d'une monnaie étant la définition de la valeur externe de cette monnaie par un certain poids d'or ou par une certaine quantité d'une devise-clé.

1° taux de change

La théorie économique a tendance à supposer que les taux de change, comme les autres prix, sont déterminés de façon rationnelle.

“Les taux de change sont les prix relatifs des monnaies nationales, et dans un système de change flottant, ils peuvent naturellement être considérés comme déterminés par l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés de change étrangers.” (OCDE, 1985).

Mais en générale, il y a trois facteurs explicatifs du taux de change :

- La balance des transactions courantes et en particulier le solde de la balance commerciale. Un excédent extérieur contribue à faire monter le taux de change de cette monnaie. Un déficit extérieur contribue à faire baisser le taux de change de la monnaie nationale.
- Le développement des mouvements des capitaux internationaux, notamment à court terme. Les sommes en jeu sont considérables et les déplacements sont rapides et l'objectif est de réaliser une profitabilité maximale.
- Enfin la spéculation sur les variations des taux de change peut entraîner des modifications importantes des taux de change et aggraver à la hausse ou à la baisse des crises monétaires.

Les premières théories du change ont été élaborées dans un contexte de parité fixe et de croissance rapide du commerce international. Celles-ci ont posé comme principaux déterminant du taux de change, les échanges de biens et services et de leur prix. Avec le développement des mouvements de capitaux et de la généralisation des changes flottants, au début des années soixante-dix, un second groupe de théories a mis

l'accent sur le rôle explicatif des facteurs financiers. Enfin, des tentatives ont cherché à montrer que la dynamique de change provient des interactions entre le compte courant et le compte capital de la balance de paiements donnant ainsi le taux de change d'équilibre.

L'utilisation des réserves de change est basée sur la loi de l'offre et la demande. En effet, elles sont utilisées pour agir sur le cours de la monnaie locale, en "jouant" sur l'offre et la demande de la monnaie dont le cours est victime d'une appréciation ou d'une dépréciation.

En cas d'appréciation d'une monnaie (augmentation de sa valeur par rapport à une devise de référence, généralement le \$) : la banque centrale locale peut décider de mettre en vente un certain montant de sa monnaie locale, ce qui constitue une augmentation de l'offre de monnaie locale, afin de réduire l'appréciation du taux de change. Ce montant sera acquis par un tiers avec une devise étrangère, ce qui approvisionnera (ou constituera) la réserve de change de la banque centrale en question, pour cette devise.

En cas de dépréciation d'une monnaie : le pays peut choisir d'utiliser sa réserve de change d'une devise étrangère pour acheter de la monnaie locale, ce qui constitue une augmentation de la demande de la devise locale, afin de contribuer à soutenir le cours de la devise. Et sur ce cas de figure, il est important de souligner la condition de Marshall-Lerner-Robinson qui illustre parfaitement le lien entre le taux de change et le secteur réel.

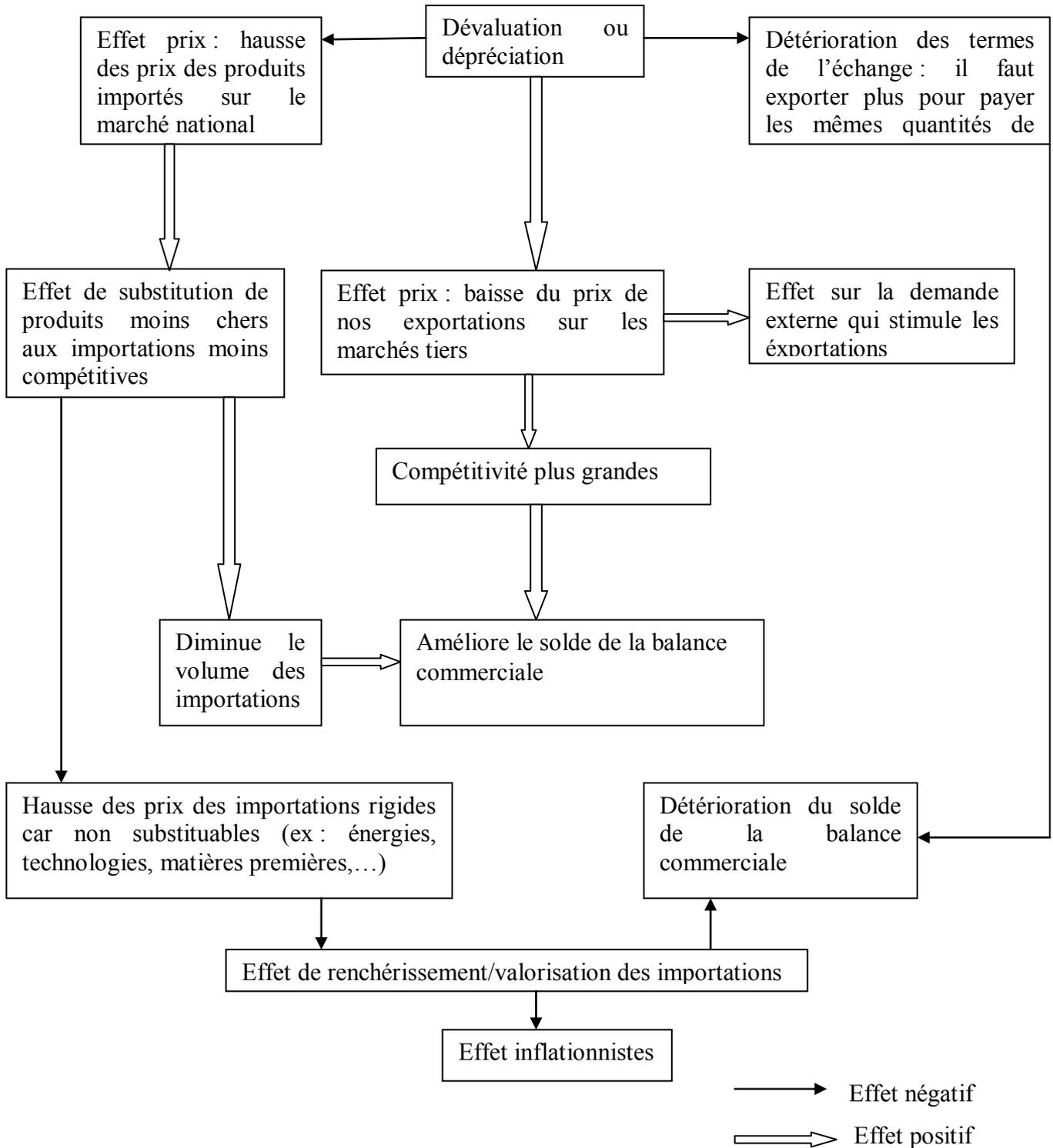
2°/ Condition de Marshall-Lerner-Robinson?

Dans un premier temps, une dévaluation ou une dépréciation du taux de change engendre dans l'immédiat un effet-prix négatif l'emporte sur l'effet volume positif ce qui se traduit par un accroissement du coût des importations et donc une dégradation de la balance commerciale. Ce phénomène s'explique par l'absence d'ajustement immédiat des demandes de biens (étrangers) entre les économies concernées.

Dans un deuxième temps, la dévaluation ou dépréciation du taux de change se traduit par une baisse de la demande de produits étrangers renchérissés par le taux de change et une hausse des produits nationaux qui sont moins chers. Cette deuxième phase de la courbe en J se caractérise par une balance commerciale qui revient donc à l'équilibre. Effet-prix négatif et effet volume positif se neutralisent.

Dans un troisième temps, l'effet-volume positif l'emporte sur l'effet-prix négatif à une condition. Les exportations sont supérieures aux importations si la condition de Marshall-Lerner est vérifiée à savoir: la somme des élasticités des importations et exportations par rapport au taux de change doit être supérieure à l'unité. En effet, quand le taux de change à l'incertain (nombre d'unités de devise nationale exprimé en une unité de devise étrangère) augmente (dépréciation ou dévaluation de la monnaie nationale), les exportations sont dopées car moins coûteuses tandis que les importations s'amoindrissent par effet inverse. L'effet positif de la variation du taux de change sur les exportations et l'effet négatif de cette variation sur les importations doit être supérieur à l'unité pour que la balance commerciale soit positive.

Figure 1 : Effet positif et négatif d'une dépréciation ou d'une dévalorisation



Sources : RAZAFIMAMINIRINA.A, la condition de Marshall-Lerner-Robinson cas de Madagascar, Mémoire de DEA. Université d'Antananarivo, Faculté DEGS, Département économie.

Une des phénomènes les plus courantes sur les effets d'une dévaluation ou une dépréciation est que l'on observe que la balance courante d'un pays se détériore immédiatement après la dépréciation réelle de sa monnaie. Elle ne commence à s'améliorer que quelques mois à un an plus tard. Ce phénomène est connu sous le nom de courbe en J

La description du phénomène

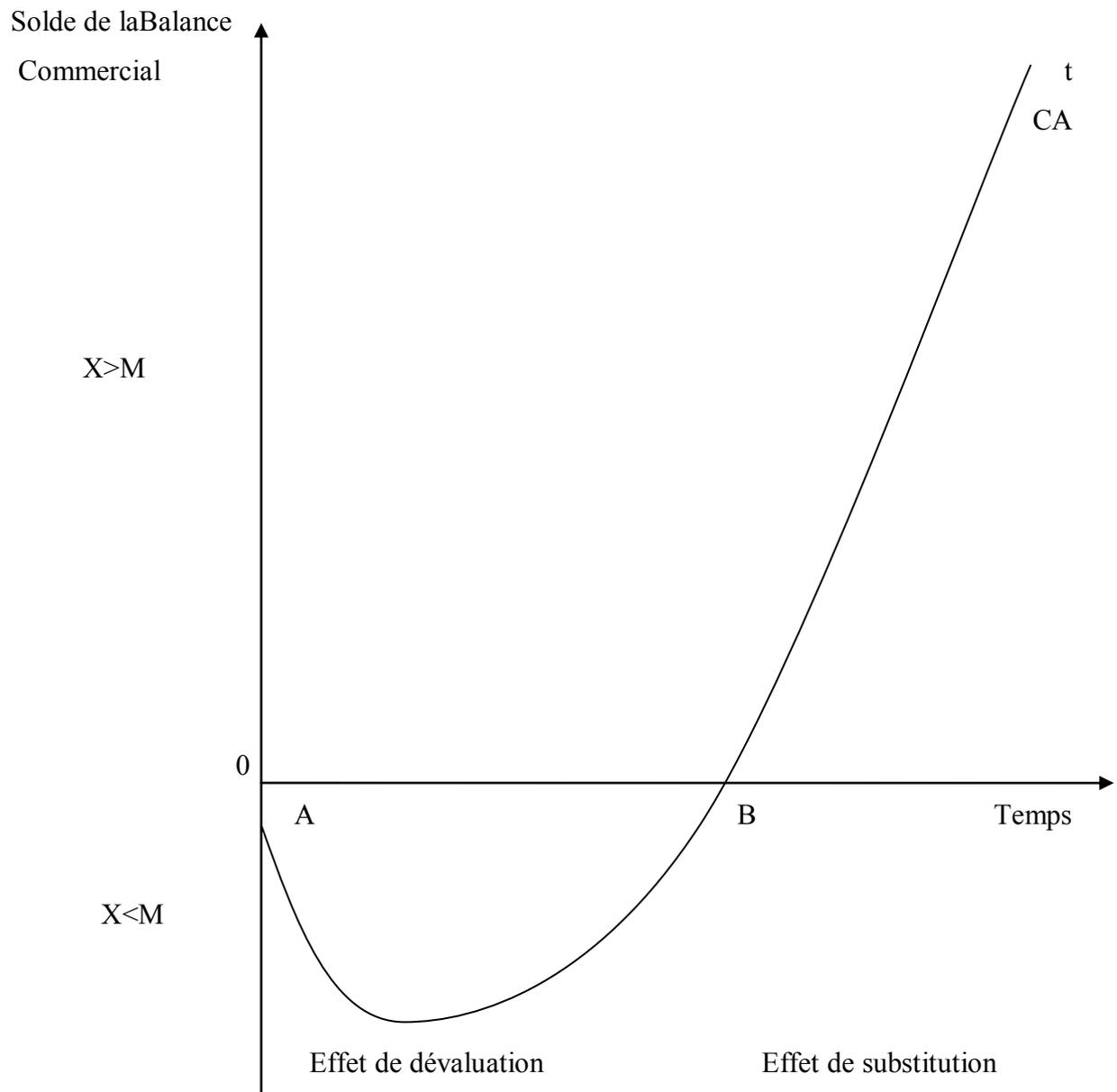
L'illustration suivante permet de mieux saisir l'effet courbe en J. Le niveau de la balance courante est placé en ordonné. Le temps écoulé est en abscisse. On se place dans la situation d'une dépréciation réelle brutale engendrée par une dépréciation nominale instantanée (ou une dévaluation en régime de changes fixes) de la monnaie locale. Au moment de la dépréciation réelle, la balance courante se détériore brusquement (déplacement de A à B), puis met un certain temps à se rétablir jusqu'à son ancien niveau (déplacement de B à C) avant de connaître une amélioration. Ce phénomène a plusieurs causes.

Le déplacement de A à B est une conséquence mécanique de la dépréciation monétaire. La majeure partie des exportations et des importations sont commandées des mois à l'avance. La dépréciation va donc accroître automatiquement la valeur des importations et réduire la balance courante. C'est l'effet-prix de la dépréciation, que l'on peut juger instantané.

Même une fois tous les contrats antérieurs exécutés, le redressement de la balance commerciale commandé par la dépréciation des termes de l'échange nécessite un certain délai. Les exportateurs doivent mettre en place de nouvelles capacités de production et embaucher pour faire face à l'excédent de demande étrangère pour leurs produits. De même, la réduction de consommation des produits importés devenus plus coûteux oblige les producteurs locaux à accroître leur offre de produits de substituts et à trouver des techniques plus économes en biens intermédiaires importés (pétrole ou gaz par exemple). Cette réallocation des ressources productives aboutit à l'effet-volume de la dépréciation (modification des productions).

Les vérifications empiriques montrent que pour la plupart des pays industriels, la courbe en J s'étend sur une période de six mois à un an.

Figure 2 : la courbe en J



Source : NÈME C, économie institutionnelle

Un exemple de courbe en J : la balance courante américaine dans les années 1980

Après une forte appréciation réelle de 1980 à 1985, la monnaie américaine connaît une dépréciation réelle d'ampleur comparable de 1985 à 1988.

Deux faits marquants sont à observer. Tout d'abord, il y a une concordance étroite entre les évolutions du cours réel de la variable cambiale et celles la balance courante. L'appréciation réelle du dollar entraîne toujours une dégradation de la balance américaine alors que sa dépréciation s'accompagne d'une amélioration. Cependant, on s'aperçoit que l'évolution des deux grandeurs n'est pas du tout simultanée. Il existe des décalages importants : d'abord entre le début de l'appréciation du dollar (fin 1980) et le début de la dégradation forte de la balance (fin 1982) ; puis entre le début de la dépréciation réelle du dollar en 1985, et le redressement des paiements courants qui ne s'opère qu'à partir de 1987. Dans les deux cas, nous avons un phénomène typique de courbe en J.

De ce fait, le taux de change qui est l'indice qui influe le plus sur le marché des changes puisqu'elle détermine la valeur et le volume des devises qui s'échange sur le marché des changes. Donc le taux de change est le principal facteur qui façonne le cours des devis. Mais dès lors que la monnaie est convertible, le taux de change s'ajuste en principe librement en fonction de l'offre et de la demande. Les autorités peuvent cependant choisir de restreindre cette liberté. En effet, le taux de change est un prix relatif spécial, en ce qu'il affecte tous les prix d'un pays relativement aux autres pays. Tous les gouvernants attachent donc un intérêt particulier à l'évolution du taux de change et cherchent parfois à en stabiliser les mouvements. Ce qui aboutie aux différent type de régime de change.

Chapitre 6 : les régimes de change et les politiques adaptés

Un régime de change est l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, et donc le comportement du taux de change. Il existe une très grande variété de régimes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes : changes fixes et changes flexibles.

En générale, on distingue (1) des régimes de change fixe par rapport à une grande monnaie ou (plus rarement) un panier de grandes monnaies, (2) des régimes de flottement encadré, dits régimes « intermédiaires » et (3) un régime de flottement pur.

Chaque système de change présente des avantages et des inconvénients, donc on va voir les avantages et des inconvénients des systèmes de change flottant et des systèmes de change fixe.

1°/ les avantages et des inconvénients des systèmes de change

Pour une meilleure compréhension et une bonne appréciation de ses avantages et ses inconvénients des systèmes de change, il est préférable de faire un tableau de comparaison.

Tableau 2 : les avantages et des inconvénients des systèmes de change

Système de change flottant

AVANTAGES	INCONVÉNIENTS
Permet un ajustement automatique de la balance des paiements	Ne rééquilibre par les échanges extérieurs à cause de non coordination des politiques budgétaires et de l'insuffisance possible des élasticités-prix des exportations et importations
Autonomise la politique monétaire	Accentue l'inflation mondiale à cause du relâchement possible des politiques monétaires
Rend stabilisatrice la spéculation	Favorise la volatilité des taux de change, d'où accroissement de l'incertitude avec toutes ses conséquences négatives.

Système de change fixe

AVANTAGES	INCONVÉNIENTS
Impose de bénéfiques disciplines en matière monétaire et budgétaire. La contrainte externe qu'il impose pousse à une politique anti-inflationniste, ce qui est favorable à la compétitivité-prix.	Perte de l'autonomie de la politique monétaire qui doit être nécessairement dédiée à l'équilibre extérieur
Stimule les échanges internationaux grâce à la stabilité du système qui limite l'incertitude	Encouragement de la spéculation qui devient déstabilisatrice. Avec le risque de devoir dévaluer, et donc celui d'une surenchère aux dévaluations compétitives.
Favorise la coordination internationale et limite le « chacun pour soi ».	Difficulté de faire face à un choc asymétrique puisque l'ajustement par le change est a priori impossible

Dans la réalité, les systèmes de change prennent concrètement la forme de régimes de change, qui peuvent être plus ou moins « purs » et être à mi-chemin entre les deux systèmes de change, flottant et fixe.

Taux de change fixe

- L'union monétaire : c'est la forme la plus stricte. Les taux de change des participants sont fixés de manière irrévocable, les monnaies locales pouvant être remplacées par une monnaie commune. Les *currency boards* (caisses d'émission ou conseils monétaires) : la création monétaire dépend strictement des réserves de change dans la monnaie de rattachement, et la politique monétaire n'a aucune autonomie. Ces régimes autorisent une double circulation monétaire (ex. : peso et dollar en Argentine).

- Les régimes de change fixe plus traditionnels définissent une parité fixe, qui peut toutefois être modifiée de manière exceptionnelle pour restaurer l'équilibre du solde courant. Des bandes de fluctuation peuvent être définies, étroites (régime de Bretton Woods, SME avant 1993) ou plus larges (SME après 1993 ou SME *bis*).

Régimes intermédiaires

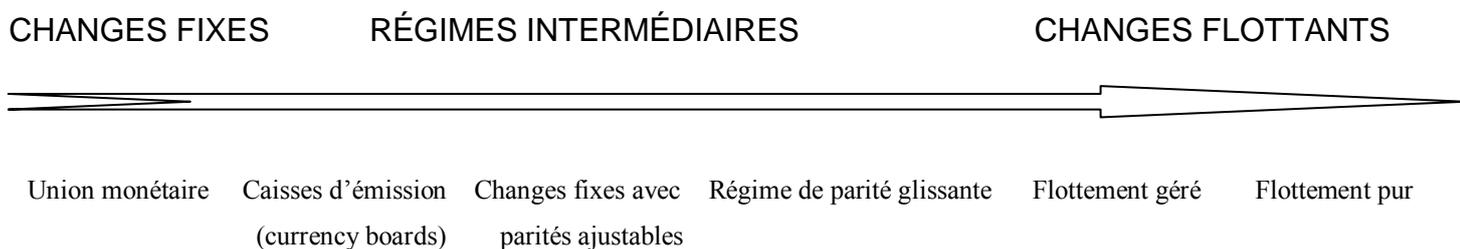
- Parité glissante (ou *crawling peg*) : le taux de change est en principe fixe, mais la parité de référence est modifiée régulièrement selon des paramètres prédéterminés (*crawling peg* au sens propre) ou de manière plus discrétionnaire (*adjustable peg*) afin de compenser partiellement au moins les écarts d'inflation avec le pays d'ancrage.

- Flottement administré : les taux de change sont flottants, mais des interventions ponctuelles et/ou coordonnées des banques centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable. Il s'agit d'un flottement impur.

Flottement pur

Seul le marché définit l'équilibre du taux de change.

Figure3 : différent régime de change



La politique de change est au centre des débats de politique économique dans les pays industriels comme dans les pays émergents. Mais, l'objectif ultime de la politique économique, et donc du choix d'un régime de change, est de parvenir à la croissance la plus rapide et la plus stable possible.

Le régime de change affecte en effet la stabilité et la compétitivité de l'économie. Lorsqu'ils sont prévisibles, les taux de change limitent l'incertitude dont souffrent les agents dans leurs relations internationales, et sont donc, en principe, favorables aussi bien à l'investissement national qu'à l'investissement direct et au commerce. C'est en principe un régime de taux de change fixe qui permet d'atteindre le mieux cet objectif de stabilité.

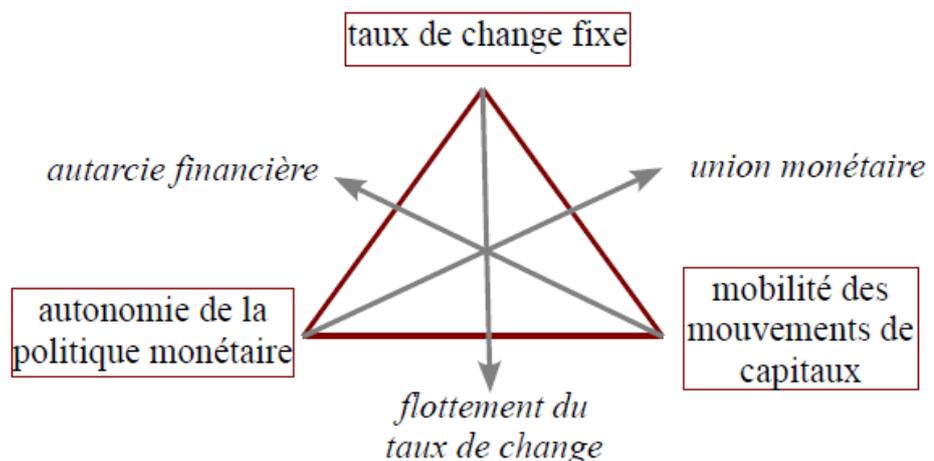
Un système de taux de change parfaitement flottants est entièrement régi par les marchés. En revanche, un système de taux de change fixes suppose des actions spécifiques de la part des autorités monétaires.¹

Concernant ses actions, un certain nombre de contraintes limitent le champ des régimes de change qu'un pays peut adopter. Le triangle de Mundell est un élément à ne pas délaissier.

2°/Triangle des incompatibilités (Mundell)

. La stabilisation macroéconomique est surtout assurée, de nos jours, par la politique monétaire, et cette dernière ne peut pas être pleinement opérante (dans un contexte de mobilité des capitaux) si le taux de change nominal est fixe (le triangle d'impossibilité mis en avant par Mundell). Par conséquent, la flexibilité des changes dispose d'un véritable avantage sur la fixité en termes d'autonomie. Et l'on a vu, lors des crises du SME du début des années 1990, l'importance de cet argument. Désormais, ceux qui défendent la fixité se placent, le plus souvent, dans le cadre de zones régionales de changes fixes ou d'Unions monétaires, mais cela suppose une intégration commerciale et politique importante.

Graphique 1: le triangle d'incompatibilité de Mundell :



¹ Voir : annexe *Les interventions sur le taux de change*

Le triangle de Mundell représente les trois principes d'organisation qui permettent de juger de la viabilité du système monétaire international : degré de rigueur des règles de change, degré de mobilité des capitaux, et degré d'autonomie des politiques monétaires. Seules les combinaisons de politique de change, de politique monétaire et de mobilité des capitaux se situant à l'intérieur de ce triangle sont viables. Ainsi, la mobilité des capitaux associée à la stabilité des taux de change se situe à l'angle « union monétaire » du triangle, qui est diamétralement opposée à l'autonomie de la politique monétaire.

Autarcie financière. Il est possible de concilier changes fixes et objectifs économiques internes, si les réserves de change sont suffisantes.

Union monétaire. Mobilité parfaite des capitaux et changes fixes interdisent toute autonomie à la politique monétaire.

Changes flottants. La mobilité parfaite des capitaux et la flexibilité des taux de change permettent l'indépendance de la politique économique.

Change fixe → garantie implicite → endettement en devises → peur du flottement

Ainsi, le choix semblait surtout ouvert entre parité fixe et taux de change géré par rapport à une devise de référence, les régimes de change véritablement flexibles ne donnant que des résultats mitigés. Cette conclusion coïncide d'ailleurs avec les stratégies de change d'un très grand nombre de pays, en particulier de pays en développement, telles qu'on a pu les observer depuis la fin des années quatre-vingt. Sur ce, nous allons aborder la partie suivante qui consiste donc à prendre le cas de Madagascar pour voir le lien qui lie le marché des changes au secteur réel.

Partie III : APPROCHE PRATIQUE
« LE CAS DE MADAGASCAR »

Partie III : APPROCHE PRATIQUE

« LE CAS DE MADAGASCAR »

Madagascar est un pays en voie de développement, en ce sens, on a toujours cherché ce qui est conforme à la stabilité économique et à une meilleure politique pour la croissance économique. Il est toujours dans l'objectif des gouvernements malgaches qui se sont succédé, de lutter contre la pauvreté. Ainsi, tous les efforts possibles sont axés sur cet objectif tant sur le plan social, politique et surtout économique. Dans cette perspective, la politique monétaire et le régime de change en vigueur sont justement deux instruments très importants que l'Etat a toujours pris en grande considération pour toutes les stratégies de développement adoptées.

Cette troisième partie sera donc consacrée à une étude particulière du cas de Madagascar sur les résultats macroéconomiques, notamment sur le secteur réel, d'un régime de change choisi en tenant compte effectivement de l'efficacité de la politique monétaire en application. Autrement dit, on tentera de vérifier les théories avancées dans la deuxième partie à travers le cas de Madagascar.

Pour ce faire, un découpage historique de la situation s'avère nécessaire à fin de bien appréhender les réalités. Nous allons donc prendre en premier lieu la période qui va de 1994 à 2004 puis de 2005 à 2009 et on procédera à une analyse d'un point de vue global vers la fin.

CHAPITRE 7 : Analyse à travers la situation économique de Madagascar de 1994 à 2004

Avant l'année 1994, la politique de change de Madagascar se résumait en des ajustements directs du cours du Fmg par les autorités compétentes et aussi par diverses réglementations en ce qui concerne les devises possédées par les agents économiques. Mais à partir de cette année ou plutôt après cette année, la politique de change consistait en des mesures de libéralisations progressives des secteurs en relation avec le système de change.

En 1994, l'adoption de nouvelles mesures tendant à renforcer la libéralisation du système des paiements a été l'une des décisions marquantes durant cette année en ce qui concerne le domaine du secteur extérieur, notamment l'adoption du système de change flottant qui a mis un terme au rattachement du Fmg à un panier de devises, entre autres prise de mesures d'accompagnement telles que la création du Marché Interbancaire de Devises (MID).²

1°/ Evolution du taux de change et du secteur réel entre 1995 et 2004 :

Tout d'abord, nous allons voir l'évolution du taux de change, puis on possèdera à un rapprochement avec le secteur réel.

Tableau3 : Taux de change moyen en Fmg 1995 à 2004

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
FRF	855.2	792.5	874.3	922.8	1020.4	953.9
USD	4265.6	4053.5	5101.3	5441.4	6283.8	6767.5
DTS	5082.5	6214.1	7016.1	7383.3	8585.8	8934.2

² Voir l'annexe pour plus d'information sur le MID

	USD		EURO	
	Moyenne de la période	Fin de Période	Moyenne de la période	Fin de Période
Moyenne 2001	6588	6585	5903	5872
Moyenne 2002	6832	6831	6369	6369
Moyenne 2003	6192	6193	6996	7047

Source: Banque Centrale de Madagascar

La décision sur la libéralisation des changes en 1994 a impliqué plusieurs autres prises de disposition concernant la réglementation de change à partir de 1995. Certes on a remarqué que l'application du flottement à Madagascar a entraîné une forte dépréciation de la monnaie nationale : le Fmg est passé d'une dépréciation à une autre dépréciation entre cette période, sauf en 1996 où il a connu une légère appréciation.

Tout d'abord, l'année 1995 a été marquée par l'autorisation d'une ouverture d'un compte en devises pour toute personne physique ou morale, résident ou non résident par différentes manières, accompagnée de l'ouverture des bureaux de change sur le territoire de la République de Madagascar.

En 1996, la monnaie nationale s'est appréciée avant de se déprécier modérément de l'ordre de 10% en 1997. Cette appréciation en 1996 peut s'expliquer par les mesures correctives introduites par la Banque Centrale vers la fin du troisième trimestre de l'année 1995 ont permis d'atteindre l'effet escompté qui est de supprimer les fluctuations erratiques du franc malgache.

En 1997, les évolutions erratiques ont totalement disparu. Le Fmg s'est graduellement déprécié au cours de l'année. Un ralentissement de l'offre de devises accompagné d'une accélération de la demande a été remarqué. En 1998, le phénomène perdure.

L'année 1999 est caractérisée par une nouvelle dépréciation avec un taux plus important que celui de 1998 en termes de moyenne annuelle. En effet, l'Euro est passé de 6350.6 Fmg en Janvier à 7024 Fmg à fin Août. Cette dépréciation reflète l'évolution de l'Euro sur le marché international. Pour l'année 2000, l'aisance relative de trésorerie en devises de l'administration et l'appréciation du dollar américain vis-à-vis de l'Euro sur le marché international ont causé l'évolution du Fmg.

Cependant, il a révélé une brusque détérioration en 2002 puisque, réduit à un peu moins de la moitié des réalisations en 2001. Ceci est dû notamment à la situation politique de l'année. Mais malgré la crise, la monnaie malgache a conservé une certaine tenue par rapport à l'euro et au dollar américain. Lors de la séance du MID du 14 Février 2002, jour de sa dernière activité avant son interruption pour quelques mois, le cours moyen de l'euro était de 6114 Fmg, celui du dollar de 7012 Fmg. A la fin de l'année 2002, une reprise s'est amorcée avec 6715 Fmg l'euro.

Une appréciation de 9.4% du Fmg par rapport au cours moyen du dollar a été enregistrée en 2003 par rapport à l'année 2002. Mais par rapport à l'euro, le Fmg s'est déprécié de 9.8% passant de 6369 Fmg à 6995 Fmg en moyenne de l'année depuis le mois de Novembre 2003.

Pour l'année 2004, le premier semestre a été marqué par une nette dépréciation du Fmg: l'euro qui été à 7622 Fmg à fin Décembre 2003 et à 12324Fmg à fin Août 2004 avec un pic de 13947 en Mai.

2°/Résultats macroéconomiques 1994 à 2004 :

Dans cette étude, a fin de faire le rapprochement avec le secteur réel, nous allons prendre comme indice de résultats macroéconomique du secteur réel le PIB.

Le produit intérieur brute ou PIB :

Depuis son accession à l'indépendance en 1960, Madagascar n'a jamais connu une croissance économique notable et stable. Le revenu moyen par habitant a atteint son niveau maximal environ 600\$USA en 1971, 11 ans après l'indépendance du pays. Depuis cette année, les grands changements d'options politiques, indépendamment de leurs caractères légitimes ou non, ont causé des récessions économiques. Le pays a toujours eu besoin de 5 à 10 ans pour inverser les tendances à la baisse du PIB par habitant.

La reprise de la croissance économique s'est profilée en 1996 avec le retour de la confiance des bailleurs de fonds traditionnels et la stabilité du taux de change.

Tableau 4 : Evolution récente des indicateurs macroéconomiques de Madagascar 1996-2004

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Variations du PIB (en %)	2.2	3.7	3.9	4.7	4.7	6.0	-12.7	9.8	5.3
PIB par tête (en U.S. dollars)	292.2	250.7	256.9	248.3	250.3	284.6	278.1	323.9	251.0
Inflation CPI (fin de période)		4.8	6.4	10.1	9.9	4.8	13.9	-0.8	27.3
Taux d'investissement	12.2	12.8	15.1	14.9	15.0	18.5	14.3	17.9	24.3
Taux d'investissement privé	5.0	6.3	6.9	8.0	8.3	11.2	9.5	10.1	11.8
Taux d'épargne nationale	7.1	4.7	7.2	6.9	7.7	15.3	7.7	8.9	9.2
Solde budgétaire, y compris dons (en %PIB)	-9.1	-8.5	-10.2	-6.1	-6.9	-8.3	-8.4	-9.9	-13.9
Solde du compte courant, y compris dons (en % PIB)	-6.0	-5.6	-7.5	-5.6	-5.6	-1.3	-6.0	-4.9	-9.3
Ratio VAN de la Dette (% PIB)					64.1	45.0	29.7	61.7	48.4

Source: INSTAT nos propres calculs

Une amélioration de la gestion économique a été constatée entre 1996 à 2001, d'où les cinq années de bonne performance malgré les différents chocs exogènes qui ont bouleversé l'économie du pays (cataclysmes naturels, invasion de criquets...). Par ailleurs, les grands équilibres économiques sont rétablis tant au niveau des finances publiques qu'au niveau des échanges extérieurs et de la monnaie, les différentes réformes dans l'administration fiscale conjuguées au dynamisme des secteurs secondaires et tertiaires ont permis d'atteindre le taux de pression fiscale de 11.5% contre 8.5% en 1996. Le taux d'investissement a augmenté significativement en passant de 12.2% en 1996 à 19% en 2001.

Cependant, la crise de 2002 a remise en cause cette période qui a donnée lieu à des perspectives de relance économique. Au cours de cette année, l'économie malgache a connu une forte perturbation dont la production dans plusieurs secteurs d'activité, en particulier ceux orientés vers l'exportation, principalement, le tourisme et le textile (zone franche) comme étant pourtant les véritables moteurs de la croissance au cours des dernières années. En effet, le taux de croissance économique a été de -12,7%. Le taux de pression fiscale est descendu à son plus bas niveau de 6,9% du PIB en 2002 et par conséquent une réduction des dépenses au minimum vital pour compenser le déficit budgétaire. Le taux de pauvreté en 2002 est remonté à 80,7%, bien que le taux soit passé à 69,6% en 2001.

Le rapprochement avec le secteur réel

Comme politique monétaire, la Banque Centrale de Madagascar a opté pour une la croissance monétaire modérer tout en veillant sur la circulation des liquidités, les disponibilités monétaires, en se servant de plus en plus des instruments indirects plus efficaces et plus flexibles. Ainsi, la continuation de la politique de gestion monétaire appliquée par la Banque Centrale de Madagascar avec l'effet conjugué de la politique budgétaire notamment le désengagement de l'Etat vis-à-vis du système bancaire vers les années 1995, a permis une réduction non négligeable du taux d'inflation.

Donc, les valeurs du PIB que l'on va étudier reflètera les valeurs qui peuvent représenter le secteur réel.

Tableau 5 : l'évolution du PIB et du taux de change 1994-2004:

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Taux de change (US dollars)	4264.6	4053.5	5101.3	5441.4	6283.8	6767.3	6588.2	6832	6192	9344.3
Variation du taux en %		-4.9	25.8	6.66	15.48	7.69	-2.64	3.7	-9.36	50.9
PIB par tête(en US Dollars)	285.9	292.2	250.7	256.9	248.3	250.3	284.6	278.1	323.9	266
Variation du PIB/tête en%		2.2	-14.2	2.47	-3.38	0.8	13.7	-2.28	16.46	-17.87

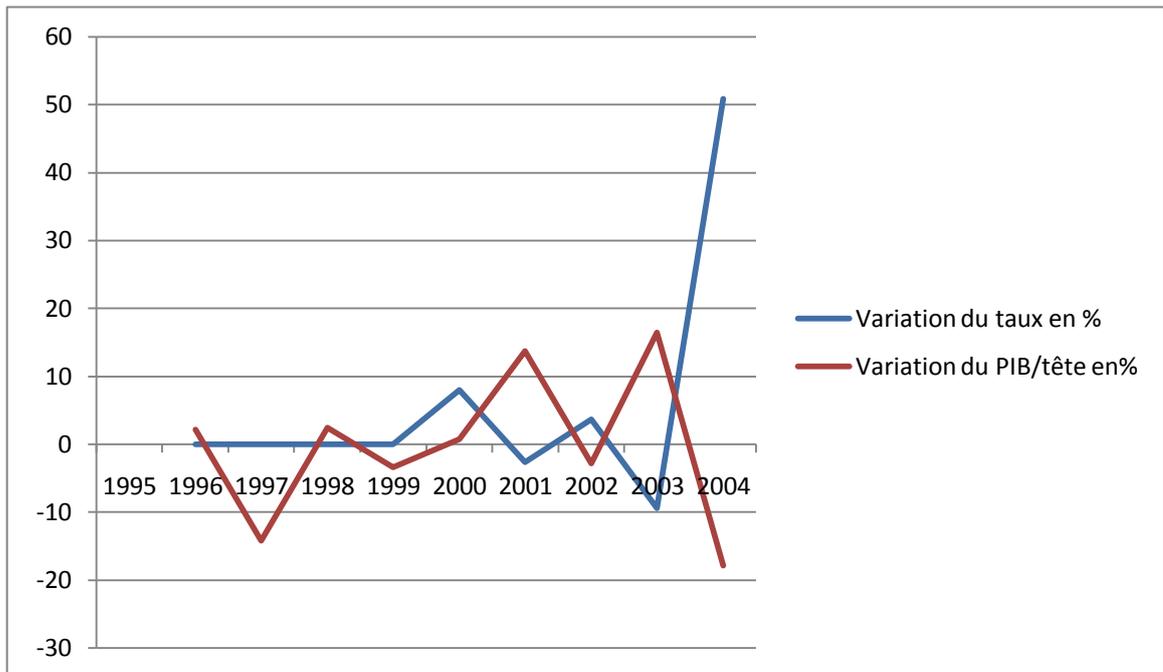
Dans ce tableau, on peut voir la variation du taux de change de la monnaie national par rapport aux dollars. En même temps, on peut apprécier l'évolution du PIB par tête sur la période allant de 1995 à 2004.

En faisant la comparaison des deux indices de variation, on peut constater que la variation du PIB par tête est une fonction décroissante de la variation du taux de change. C'est-à-dire que l'appréciation de la monnaie national se traduit par une amélioration du niveaux de la production national et inversement, une dépréciation entraîne une baisse de la production. Cette affirmation se vérifie puisque dans la période étudié, on a trois années où l'on constate une appréciation de la monnaie : 1996, 2001 et 2003. A chaque

fois, le niveau du PIB par tête s'accroît. Par contre, sur les années qui suivent ces trois années, on est toujours en faces à des dépréciations, et le PIB par tête baisse toujours de niveau.

Une illustration graphique, permettrait de mieux apprécié ce lien.

Figure 4 : variation du taux de change et du PIB par tête 1994 à 2004



Effectivement, ce graphique nous montre cette tendance qui s'oppose entre la variation du taux de change et la variation du PIB par tête. Voyons si sur la période étudié dans le chapitre qui suit, on retrouve le même phénomène.

CHAPITRE 8 : Analyse à travers la situation économique de Madagascar de 2005 à 2009

Soutenue principalement par les Etats-Unis et la Chine, La croissance économique mondiale a été, en 2004, la plus vigoureuse depuis ces trente dernières années. Cette croissance a été accompagnée par une forte progression du volume des échanges internationaux. De ce faite, la demande internationale a été dynamisée, notamment par une forte hausse de la demande en produit de base qui influence favorablement l'exportation des pays en développement.

Dans le cas de Madagascar, c'est plutôt le meilleur accès aux marchés des pays industrialisés et l'allègement du fardeau de la dette qui ont, du point de vue des relations extérieures, favorisé la croissance. En effet, même si le prix des produit de base sont a la hausse, le prix du pétrole sur le cours mondial a entraîné des tentions inflationnistes. Cette évolution défavorable et un gonflement de la demande intérieure a donc occasionner d'importantes déséquilibre que le gouvernement et les autorités monétaires ont dû corriger.

L'analyse qui suit est donc intéressante car on pourrait y retrouver les résultats des différent mesures pris par le gouvernement et les autorités monétaires en fonction de la variation du taux de change.

1°/ Evolution du taux de change entre 2005 et 2009 :

Dans un monde caractériser par un la libre circulation des capitaux, la volatilité et la variation des taux de change, les pays en voie de développement comme Madagascar son vulnérable aux chocs financière extérieur et intérieur.

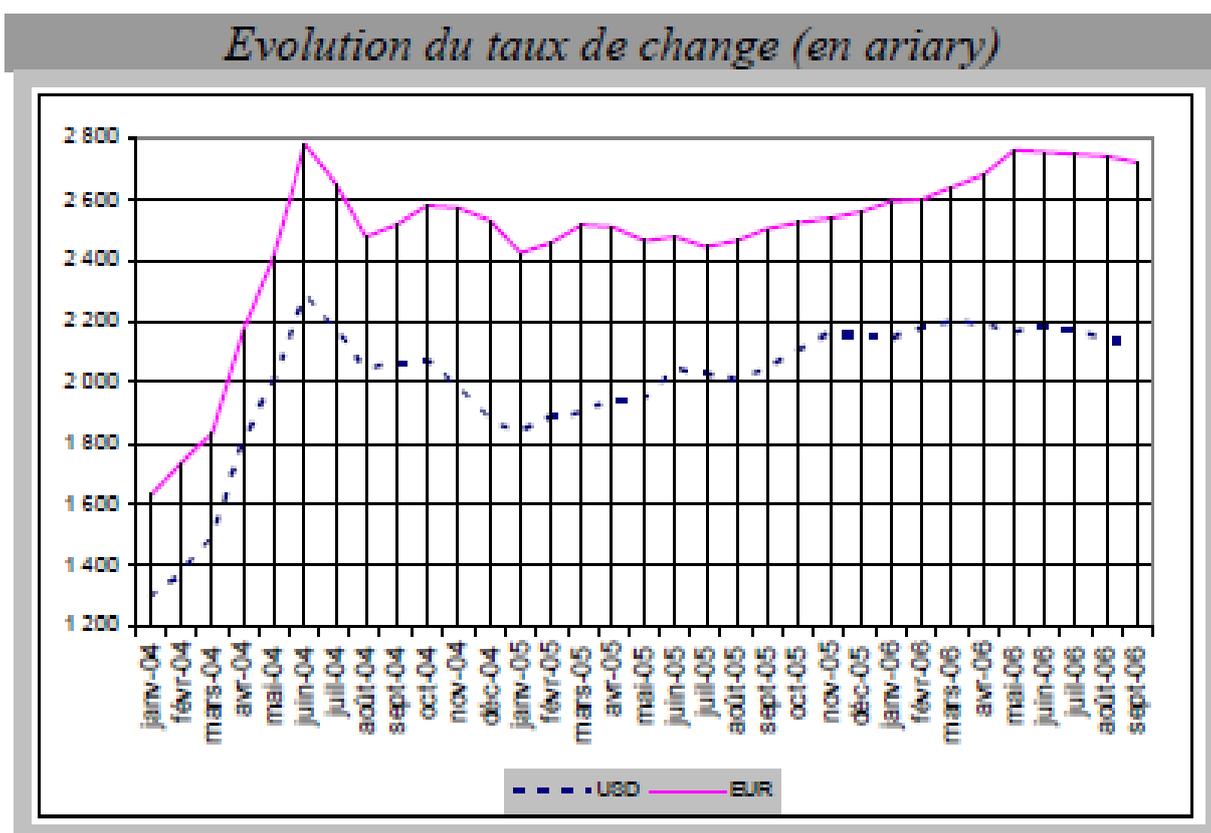
Sous la pression de la forte appréciation du taux de change de l'euro qui est devenue une monnaie forte par rapport au dollar américain, notre monnaie locale le Franc Malgache n'a pas résisté aux chocs et cédé en ce dépréciant à hauteur de 30% par rapport a sont taux au début de l'année 2004.

A partir de 2005, la monnaie malagasy a connu un changement. En effet, l'ariary a été mis en circulation en 2005 pour remplacer le FMG. Donc, toute notre analyse va se faire en « ariary ».

L'appréciation continue du dollar américain face aux principales devises a été due à l'élargissement du différentiel des taux d'intérêt en faveur des Etats-Unis. Cette appréciation du dollar a atteint 12% par rapport à l'euro en comparaison au taux de fin 2004. Dans le même ordre d'idée, l'ariary s'est déprécié de 1% contre l'euro et de 15,5% face au dollar.

Au cours de l'année 2006, l'ariary n'a pas connu de grandes fluctuations par rapport aux principales devises.

Graphique 2 : évolution du taux de change (en ariary)



Source : rapport de la Banque Centrale de Madagascar 2006

En 2007, l'amélioration de l'état des paiements extérieurs du pays a entraîné une augmentation de l'offre de devises sur le MID. Face à cette situation, l'ariary s'est sensiblement apprécié.

Mais en 2008, on a constaté une stabilisation de ce taux de change par rapport à l'année précédant. Puis, en 2009, Madagascar connaît à nouveau la crise. Toute l'activité économique se trouve affecté et l'ariary connaît encore une dépréciation.

2°/Résultats macroéconomiques 2005 à 2009 :

Comme dans le chapitre précédant, nous allons prendre comme indice de résultats macroéconomique le PIB.

Le PIB :

Les grands agrégats économiques sont considérés comme des indicateurs pertinents pour représenter le niveaux du secteur réel d'un pays. Voilà pourquoi le tableau suivant illustre parfaitement le niveaux du secteur réel du pays.

Tableau 6 : Les grands agrégats macro-économiques de Madagascar 2002-2008

Les grands agrégats macro-économiques de Madagascar

	Unité	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Taux de croissance du PIB au prix constant	%	-12,7	9,8	5,3	4,6	5,0	6,3	7,1
Déflateur du PIB	%	15,2	2,8	14,3	18,3	11,5	10,6	9,4
PIB au prix constant (prix de 1984)	Mds d'Ar	431,6	473,9	498,8	521,7	547,9	582,1	623,6
PIB au prix courant	Mds d'Ar	6 008,4	6 778,6	8 155,6	10 092,4	11 815,3	13 759,7	16 049,0
PIB par tête au prix courant	Ariary	382 892	420 212	491 799	592 017	674 202	763 772	866 578
PIB par tête	US \$	280	339	266	295	309	398	469
Structure du PIB	Unité	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Consommation totale	%	95,6	97,8	94,5	95,1	90,7	89,4	88,8
Secteur privé	%	87,3	87,3	85,4	86,2	81,9	79,4	79,6
Secteur public	%	8,4	10,5	9,1	9,0	8,7	10,0	9,3
Investissement total	%	13,4	16,2	23,4	22,2	25,3	32,4	44,0
Secteur privé	%	9,5	9,0	13,4	13,5	14,7	25,4	34,3
Secteur public	%	3,9	7,2	10,0	8,7	10,5	7,0	9,7

Source : INSTAT/Direction des Synthèses Economiques / 1 Ariary = 5 Fmg/Juin 2010

Dans ce tableau, on peut constater le phénomène de la courbe en J suite à une dévaluation que l'on a connue en 2004. En effet, l'ariary a été dévalué à hauteur de 30% par rapport au taux au début de l'année 2004.

Au moment de la dépréciation réelle, la balance courante s'est détériorée brusquement. On peut constater cela au niveau du PIB par tête qui est passé de 339\$ en 2003 à 266\$ en 2004. Mais c'est au niveau du taux de croissance du PIB au prix constant que l'on peut vraiment apprécier les effets de la dévaluation. De 2003 à 2005, ce taux est passé de 9,8 à 4,6. Puis, d'après la courbe en J, il doit mettre un certain temps à se rétablir jusqu'à son ancien niveau avant de connaître une amélioration. Et c'est ce que l'on constate puisque en 2008, le taux de croissance du PIB arrive à 7,1.

Mais on peut aussi en déduire que la dévaluation n'a pas exactement eu l'effet voulu puisque normalement la courbe en J ne doit s'étendre que sur une période de six mois à un an. Voyons donc le rapprochement avec le secteur réel pour pouvoir comprendre le lien entre le taux de change et le secteur réel.

Le rapprochement avec le secteur réel :

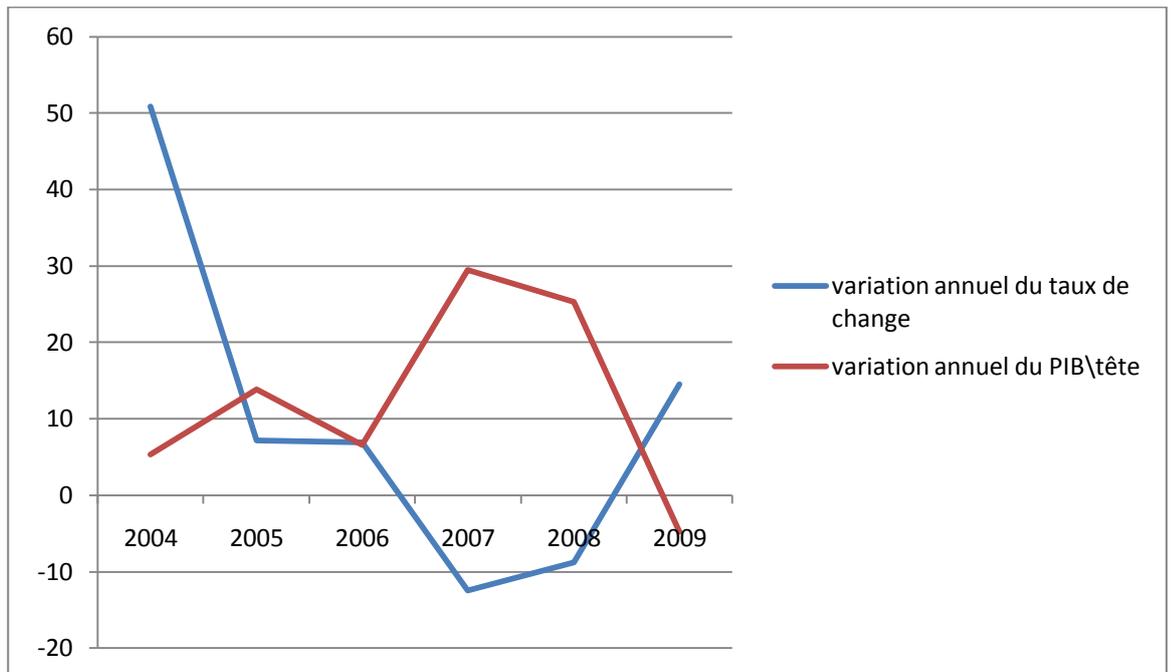
Comme dans le chapitre précédent, nous allons voir en même temps les deux **évolutions des deux variables.**

Tableau 7 : l'évolution du PIB et du taux de change (en ariary) 2004-2009:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Taux de change (US dollars)	1868.86	2003	2142.3	1873.9	1708.4	1955.9
Variation annuel du taux en %	50.9	7.17	6.95	-12.5	-8.8	14.5
PIB par tête(en US Dollars)	251	295	309	398	495	471
Variation annuel du PIB/ tête en%	5.3	13.9	6.6	29.5	25.3	-4.8

De 2004 à 2006, on peut constater une hausse progressive du taux de change. C'est-à-dire que par rapport aux dollars, l'ariary se dévalue. Par contre, en même temps, le PIB par tête lui aussi continue sa remontée. Une illustration graphique peut illustrer au mieux ce que nous avançons.

Figure 5 : l'évolution du PIB et du taux de change (en ariary) 2004-2009



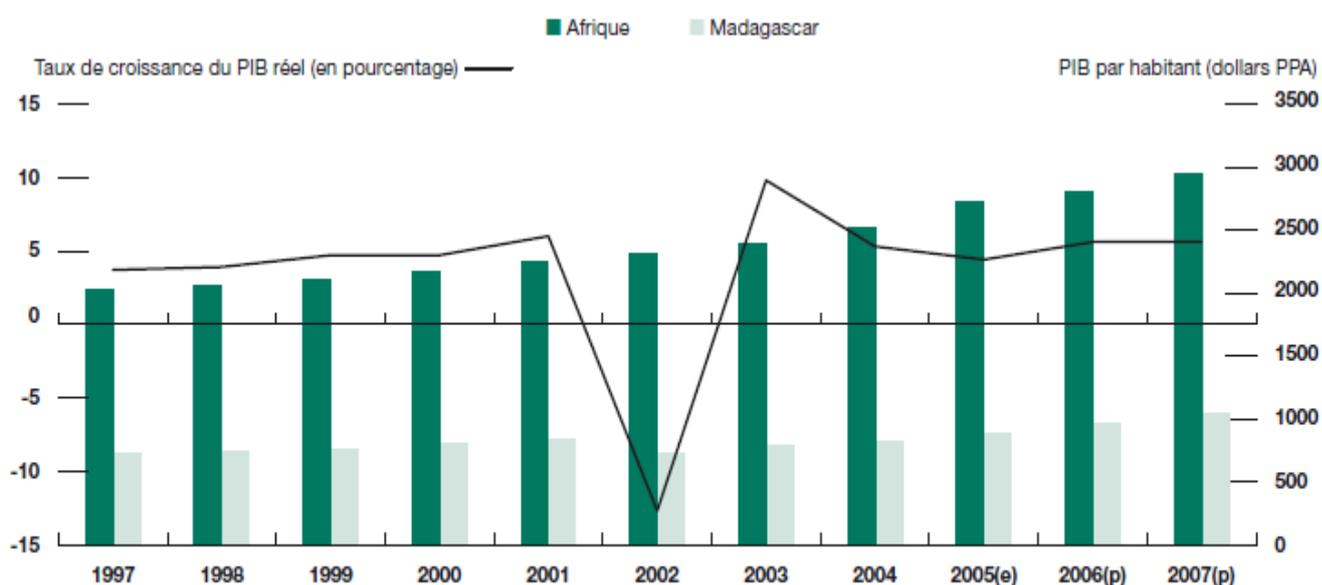
Bref, le lien qui existe entre le marché des changes et le secteur réel peut être appréhendé comme suit : si le taux de change chute, le niveau de la dette libellée en devises étrangères s'accroît et le prix des importations augmente. Tout bien importé utilisé dans la production nationale devient alors plus cher, ce qui fait augmenter le prix des biens produits et peut mener à l'inflation. Si le gouvernement hausse ses taux d'intérêt pour combattre l'inflation, il y aura dégringolade de la production et de l'emploi. Dans le cas contraire, si le taux de change s'accroît, le processus s'inverse et le niveau de la production et de l'emploi se trouve amélioré. Voilà pour quoi on voit que les deux variables qui sont le taux de change et le PIB sont une fonction inverse de l'autre.

Donc, le niveau et la variation du taux de change peut donner un aperçu de la santé de l'économie d'un pays. Si on prend le cas de Madagascar, on a eu des dépréciations qui se sont enchaînées les unes après les autres. En même temps, Madagascar a vécu trois décennies de déclin économique et appartient désormais à la catégorie des

pays à faibles ressources humaines. Le Malgache moyen s'en retrouve sensiblement plus pauvre que ne l'étaient ses parents ou ses grands-parents. Madagascar a pendant longtemps poursuivi des expériences socialistes qui ont fortement altéré l'allocation des ressources et amoindri le rôle du secteur privé comme créateur de valeur ajoutée. Madagascar a aussi traversé de nombreuses crises politiques depuis son indépendance.

Pour voir plus claire, voyons le niveau du PIB de Madagascar par rapport au pays africain dans la figure qui suit.

Graphique 3 : Taux de croissance du PIB en volume et du PIB par habitant



Source : Données du FMI et de l'Institut national de la statistique; calculs des auteurs pour les estimations (e) et les prévisions (p).

Alors qu'à la fin des années 70, le PIB par habitant à Madagascar correspondait à la moyenne des autres pays en développement, il n'est plus en 2007 que d'environ la moitié. Et bien que ce regard en arrière puisse décourager les nouvelles initiatives, l'histoire est faite pour être changée. La réussite de pays comme le Viêt-Nam doit nous servir de motivation en montrant qu'il est possible de quintupler son revenu par habitant en une quinzaine d'années.

CONCLUSION

Si la politique monétaire vise la préservation de la valeur interne d'une monnaie, en revanche la politique de change vise à préserver sa valeur externe. À cheval sur l'économie financière et sur l'économie réelle des biens et services, le taux de change d'une monnaie est un bon indicateur de la vigueur, de la stabilité et de la productivité d'une économie ainsi que de la valeur de ses titres financiers. Les fluctuations du taux de change peuvent avoir un effet bien réel sur les particuliers et sur les entreprises.

Les pays en développement conçoivent généralement leur politique de taux de change dans le but de maintenir la compétitivité extérieure à un niveau compatible à une position de la balance de paiements soutenable. Le régime de taux de change que choisit un gouvernement peut avoir des conséquences importantes pour l'ensemble de l'économie. S'il opte pour un régime convenablement structuré, le pays bénéficiera d'une stabilité accrue, car le taux de change est l'indicateur qui permet de diriger les flux de capitaux internationaux vers les utilisations les plus productives. S'il choisit un régime mal adapté à ses besoins, il peut y avoir instabilité ainsi que crise monétaire et crise financière généralisée. Le choix d'un régime de change tient donc une grande importance pour le bon fonctionnement du circuit économique, d'autant plus qu'il existe un lien étroit entre l'efficacité de la politique monétaire et le régime de change. La protection de l'économie des chocs externes et internes dépend de l'efficacité de taux de change fixe et flexible. Le modèle de Mundell-Fleming, visant à adapter le schéma IS-LM-BP décrit une corrélation entre le taux de change, l'amélioration de la compétitivité du pays et l'inflation, en se basant par le taux d'intérêt et la production. Donc, le marché des changes influe énormément sur l'économie d'un pays puisque le taux de change qui est l'objet principale de ses différent politique, se matérialise globalement sur ce marché.

Depuis 1994, le régime de change flexible a été le choix de Madagascar, associé de plus en plus souvent à une politique monétaire restrictive pour juguler l'inflation. On peut dire que Madagascar s'en sortait d'une moindre performance, mais ce sont surtout, et c'est d'ailleurs un cas beaucoup plus fréquent, les crises sociopolitiques, ainsi que les chocs externes comme la hausse du prix du pétrole et les crises économiques mondiales qui perturbent l'objectif de croissance.

Madagascar a souvent eu recours à la dépréciation comme politique de gestion optimale du taux de change en vue des objectifs économiques des autorités. S'est le cas en 1990 et on l'a revue en 2003-2004. En général, une dépréciation doit suivre les conditions pour optimiser le phénomène de la courbe en J afin de tirer les effets positifs de cette dévaluation et améliorer la compétitivité du pays.

Bref, l'économie malgache n'a jamais satisfait la condition Marshall – Lerner – Robinson. La dépréciation monétaire n'a pas encore apporté ses effets bénéfiques sur l'économie malgache, car un lourd déficit a toujours marqué le solde de la balance commerciale. L'exportation malgache doit donc être stimulée davantage, Madagascar a intérêt à diversifier sa production et à se spécialiser dans les produits et services où elle dispose d'un avantage comparatif pour pouvoir s'affirmer et acquérir une place sur le marché.

ANNEXE

L'établissement des conditions de Marshall-Lerner 1

On part de l'expression suivante de la balance commerciale en valeur :

$$(A1) \quad BC = P \cdot Q_X - E \cdot P^* \cdot Q_M$$

P et P* sont respectivement l'indice des prix des produits exportés en monnaie locale et celui des produits importés, en monnaie étrangère ; E est le taux de change coté à l'incertain ; Q_X et Q_M sont respectivement les volumes exportés et importés.

Si l'on divise les deux membres de l'égalité (A1) par P, on obtient l'expression de la balance commerciale en fonction du taux de change réel.

$$BC(\lambda_P) = \frac{BC}{P} = Q_X - E \cdot \frac{P^*}{P} \cdot Q_M = Q_X - \lambda_P \cdot Q_M$$

L'accroissement total de la balance commerciale dépend de celle des quantités exportées et importées et du taux de change réel :

$$\Delta BC(\lambda_P) = \Delta Q_X - \Delta \lambda_P \cdot Q_M - \lambda_P \cdot \Delta Q_M$$

On peut exprimer cet accroissement relativement aux quantités exportées. On obtient :

$$(A3) \quad \frac{\Delta BC(\lambda_P)}{Q_X} = \frac{\Delta Q_X}{Q_X} - \frac{\Delta \lambda_P}{Q_X} \cdot Q_M - \lambda_P \cdot \frac{\Delta Q_M}{Q_X}$$

Si au départ, pour simplifier l'analyse, on suppose la balance commerciale équilibrée, alors :

$$BC(\lambda_P) = Q_X - \lambda_P \cdot Q_M = 0 \Rightarrow Q_X = \lambda_P \cdot Q_M$$

Remplaçons dans les deuxième et troisième membres de la partie droite de l'égalité (A3) Q_X par $\lambda_P \cdot Q_M$. On obtient maintenant la différentielle totale de la balance commerciale :

$$(A4) \quad \frac{\Delta BC(\lambda_P)}{Q_X} = -\frac{\Delta \lambda_P}{\lambda_P} + \left(\frac{\Delta Q_X}{Q_X} - \frac{\Delta Q_M}{Q_M} \right)$$

Selon la formule (A4), la balance commerciale est toujours affectée par deux effets différents : un effet-prix et un effet volume. L'effet prix est négatif ; il est donné par la variation relative du taux de change réel, $-\Delta \lambda_P / \lambda_P$. Comme une dépréciation réelle se traduit par $\Delta \lambda_P / \lambda_P > 0$, alors $-\Delta \lambda_P / \lambda_P < 0$. La dépréciation réelle de la monnaie locale engendre donc toujours une dégradation de la balance commerciale. L'effet-volume est donné par l'expression entre parenthèses du membre de droite ; elle précise les ajustements de la balance commerciale exprimée en volume. Toutes choses égales par ailleurs, une dégradation du solde commercial en volume dégrade la balance commerciale en valeur. Comme une dépréciation réelle de la monnaie locale doit normalement engendrer une amélioration du solde en volume, l'impact final sur la balance commerciale en valeur va dépendre de l'intensité relative de ces deux effets.

Une croissance du solde de la balance commerciale suppose que l'expression (A4) soit positive. Donc,

$$(A5) \quad \frac{\Delta BC(\lambda_P)}{Q_X} > 0 \Rightarrow \frac{\Delta Q_X}{Q_X} - \frac{\Delta Q_M}{Q_M} > \frac{\Delta \lambda_P}{\lambda_P} \Rightarrow \frac{\Delta Q_X}{Q_X} - \frac{\Delta Q_M}{Q_M} > \frac{\Delta E}{E} - \left(\frac{\Delta P}{P} - \frac{\Delta P^*}{P^*} \right)$$

Une diminution de la valeur nominale de la monnaie locale, $\Delta E / E > 0$, se traduit par une diminution de sa valeur réelle, $\Delta \lambda_P / \lambda_P > 0$, du moment que la sensibilité des prix locaux aux variations du taux de change reste faible, ce qui se traduit par le fait que le différentiel d'inflation varie dans des proportions moindres que le change :

$$\Delta P / P - \Delta P^* / P^* < \Delta E / E.$$

Comme il a été souligné précédemment, une dépréciation de la monnaie ne peut améliorer la balance commerciale en valeur qu'à la condition d'avoir un effet-volume positif qui surpasse l'effet-prix négatif. Pour estimer lequel de ces deux effets domine, il nous faut par conséquent établir une mesure de la sensibilité des volumes échangés aux

variations des prix. Pour cela, divisons-les deux membres de gauche de la seconde inégalité de (A5) par le membre de droite:

$$\frac{\Delta BC(\lambda_p)}{Q_X} > 0 \Rightarrow \frac{\frac{\Delta Q_X}{Q_X}}{\frac{\Delta \lambda_p}{\lambda_p}} - \frac{\frac{\Delta Q_M}{Q_M}}{\frac{\Delta \lambda_p}{\lambda_p}} > 1 \Rightarrow \varepsilon_X - \varepsilon_M > 1$$

ε_X et ε_M sont respectivement les élasticités-prix (ici le prix est le taux de change réel) de l'offre d'exportation et de la demande d'importation du pays. Puisque $\varepsilon_X > 0$ et $\varepsilon_M < 0$, la condition $\varepsilon_X - \varepsilon_M > 1$ revient finalement à poser que :

(A6) $|\varepsilon_X| + |\varepsilon_M| > 1$

La formule (A6) est appelée condition de Marshall-Lerner ou encore théorème des élasticités-critiques. Elle stipule qu'une dépréciation réelle de la monnaie améliore la balance commerciale à la condition que la somme des valeurs absolues des élasticités-prix de l'offre d'exportation et de la demande d'importation soit supérieure à l'unité. Ce qui revient à affirmer que l'effet-volume positif engendré par une dépréciation doit être suffisamment intense pour compenser l'effet-prix négatif.

La courbe en J s'explique généralement par le décalage dans le temps entre l'effet-prix et l'effet volume. L'effet prix négatif est un effet quasi-immédiat, alors que l'effet volume nécessite du temps (mise en place de nouvelles capacités de production, réduction des importations partiellement remplacées par des produits substitués locaux, etc.). Une dépréciation réelle va donc entraîner au départ une dégradation de la balance commerciale et par voie de conséquence, de la balance courante. Ce n'est qu'au bout de quelques mois que l'influence positive de l'effet volume s'exercera pleinement.

Les progrès du solde de la balance commerciale vont dépendre de l'importance de l'effet-volume. Si la somme des valeurs absolues des élasticités-prix est très supérieure à l'unité, ce solde augmentera de façon conséquente. Si par contre cette somme est juste égale à l'unité, l'effet-volume compensera tout juste l'effet-prix, et le solde ne connaîtra aucune amélioration. Notons pour terminer que le rétablissement

durable de la compétitivité du pays va dépendre de sa capacité à contenir la poussée inflationniste que pourraient engendrer à court terme la hausse du prix des importations et à plus long terme la relance de l'activité économique, favorisée par le retour aux excédents commerciaux. Dans le cas contraire, la monnaie locale se réapprécierait et la balance commerciale finirait de nouveau par se dégrader.

Les interventions sur le taux de change

Ces dernières sont de trois types :

- des achats ou ventes de devises contre monnaie nationale, qui affectent le niveau des réserves de change en devises : on parlera d'*interventions directes* sur le marché des changes ;

- des *décisions de politique monétaire*, afin d'agir sur l'absorption interne (un ralentissement de l'économie par le biais de taux d'intérêt plus élevés, par exemple, se traduira par un redressement de la balance des paiements courants et une diminution du besoin de financement extérieur), ou, en cas de mobilité des capitaux, afin d'encourager ou décourager les entrées de capitaux ;

- des *déclarations* destinées à influencer les anticipations (par exemple, les communiqués publiés trois fois par an par les ministres des finances et les gouverneurs du G-7).

LE PASSAGE A L'ARIARY

D'aucun ne peut contester dans les économies contemporaines le rôle grandissant de la politique monétaire en matière de relance de l'économie. Dans cette optique, l'économie réelle dépend de ce qui se passe sur le marché monétaire.

Depuis le 31 juillet 2003, la monnaie utilisée sur le territoire national est l'Ariary. Ce changement peut induire des conséquences aussi bien sur la psychologie des agents économiques que sur l'économie du pays.

Il convient donc de soulever les problèmes relatifs au passage à l'Ariary et d'évaluer l'impact du changement d'unité monétaire sur les variables macroéconomiques.

Les problèmes

Le passage à l'Ariary pose deux problèmes essentiels aux agents économiques :

- l'inflation
- l'échange des anciens billets.

L'inflation résulte d'une part des coûts liés aux investissements engagés par les entreprises et d'autre part des arrondis consécutifs à la conversion du FMG en Ariary.

Inflation par le coût

Les entreprises devront procéder à des investissements matériels (imprimés, reprogrammation des logiciels, ...) et immatériels (formation du personnel pour le basculement de la comptabilité...). Des coûts supplémentaires seront donc engagés et le risque est grand de voir ces coûts répercutés sur le prix de vente.

Concernant les établissements bancaires, ils pourront répercuter ces coûts sur leurs rémunérations (commissions bancaires, taux d'intérêt débiteur). La hausse du taux débiteur va décourager l'emprunt et donc l'investissement.

Inflation déguisée

Il est d'usage dans le commerce d'utiliser des prix psychologiques tels que 999 000 FMG. En convertissant cette somme en ARIARY, on obtient 198 000 ARIARY. Les commerçants peuvent l'arrondir à 199 000 ARIARY qui sont aussi un prix psychologique, entraînant ainsi une inflation déguisée.

L'échange des anciens billets

Une grande partie de la population rurale a un problème de déplacement pour échanger les encaisses thésaurisées. En effet, le réseau bancaire malgache totalise aujourd'hui seulement 105 agences, soit environ une agence pour 150000 habitants. Les agences ne couvrent pas la totalité du territoire et sont concentrés dans les villes.

Des gens peu scrupuleux peuvent profiter de cette situation: ils se proposent d'échanger les billets moyennant une forte rémunération ; dans certains cas, ils disparaissent même avec l'argent. Ayant subi de telles escroqueries dans le passé, les paysans risquent de se refuser à échanger leur argent et perdre ainsi une partie de leur patrimoine. La masse monétaire de l'économie diminue en conséquence.

Malgré ces problèmes d'ordre pratique, il est intéressant de mettre en relief les avantages que pourraient procurer le passage à l'Ariary pour l'économie nationale.

Les opportunités

Le passage à l'Ariary constitue une opportunité pour l'économie car elle permet de remettre en circulation les encaisses thésaurisées, lesquelles seront par la suite :

- soit utilisées pour l'achat de biens de consommation ou de biens durables, ce qui entraîne une augmentation des dépenses de consommation et par conséquent une hausse des prix.

- soit affectées à des placements dans les établissements bancaires, mobilisant ainsi une épargne disponible en vue de financer les investissements.
- soit échangées contre des billets en ARIARY.

L'économie nationale a besoin d'épargne. En 2002, l'épargne intérieure brute représente 7% du PIB. Pour l'année 2004, le DSRP préconise d'augmenter ce taux à 15,3%. A cet effet, encourager les paysans à placer leurs épargnes serait bénéfique non seulement pour la population mais aussi pour l'économie dans son ensemble.

Le marché interbancaire de devise ou MID:

Le marché interbancaire de devise a été mis en place en juin 1994. Le système du change flottant a été institué avec la création du MID. Depuis, la détermination des taux de change s'est fait sur MID suivant le principe de l'offre et de la demande. L'accord dit : " Convention de Place " fixe les règles du jeu et régit son fonctionnement et son organisation. Les participants à ce marché sont la Banque Centrale et les banques commerciales locales.

A partir de ce nouveau système, la valeur du Fmg est déterminée par l'interaction de l'offre et de la demande de devises sur le marché interbancaire, et au cours de la période initiale, la Banque Centrale n'intervenait pas afin que le marché puisse fonctionner librement.

Il est a noté que le MID se fait de 10h à midi chaque jour ouvrable et a lieu dans les locaux de la BFV qui assure la présidence de l'association professionnelle des banques (A.P.B). Ce marché doit être tenue à tour de rôle pendant un an par différent banque.

Les ordres échangés sur le MID ont tous été évalués en Franc Français. Cette monnaie a été retenue comme pivot dans la détermination des cours de change car la France été le premier pays partenaire commerciaux de Madagascar (30.3% en 1992 et 28% en 1993 des importations malagasy provenaient de France). Mais des lors de la mise en place de la zone euro, s'est l'euro qui est retenue comme monnaie pivot.

MARCHE MONETAIRE

COURS INDICATIF DES PRINCIPALES DEVISES : MOYENNE ANNUELLE

(en FMG avec une décimale)(1)

PERIODES	U S D	100 YEN	G B P	C H F	E U R O	D T S
1999 Moyenne annuelle	6283,8	5 545,1	10164,2	4182,2	6693,4	8585,8
Fin de période	6543,2	6 409,0	10600,9	4104,8	6589,0	8984,5
2000 Moyenne annuelle	6767,5	6 282,8	10267,9	4014,6	6257,2	8934,2
Fin de période	6536,5	6 336,9	9555,7	3877,7	5863,9	8471,6
2001 Moyenne annuelle	6588,5	5426,4	9488,4	3907,6	5903,3	8392,0
Fin de période	6631,2	5050,0	9615,8	3955,6	5857,0	8327,5
2002 Moyenne annuelle	6832,0	5400,3	10211,1	4323,0	6369,0	8774,4
Fin de période	6578,4	5377,3	10420,8	4554,5	6686,9	8828,2
2003 Moyenne annuelle	6191,6	5345,4	10112,1	4602,6	6994,9	8675,4
Fin de période	6098,1	5698,0	10824,4	4887,5	6354,9	9027,0
2004 Moyenne annuelle	9344,3	8630,4	17115,3	7529,8	11601,6	13828,3
Fin de période	9347,0	9007,0	17945,8	8236,0	12672,0	14478,4
2005 Moyenne annuelle	2003,0	1818,0	3639,2	1607,4	2488,2	2956,7
Fin de période	2159,8	1838,0	3718,5	1643,6	2559,3	3086,6
2006 Moyenne annuelle	2142,3	1842,0	3943,7	1709,3	2686,8	3150,8
Fin de période	2013,9	1694,0	3950,9	1649,2	2650,1	3027,3
2007 Moyenne annuelle	1873,9	1592,0	3747,6	1561,3	2563,2	2866,1
Fin de période	1786,7	1584,0	3572,8	1582,5	2603,3	2800,2
2008 Moyenne annuelle	1708,4	1661,0	3156,8	1578,9	2504,1	2698,1
Fin de période	1860,4	2064,0	2701,4	1763,5	2629,2	2879,5
2009 Moyenne annuelle	1955,9	2093,0	3059,0	1803,9	2720,1	3013,9
Fin de période	1954,6	2122,0	3104,8	1883,6	2795,5	3067,5

(1) A partir de 2005 en ariary avec 1 décimale

BIBLIOGRAPHIE

- 1- Agnès BÉNASS “ Exchange-rate Strategies in the Competition for Attracting Foreign Direct Investment”
- 2- Banque de Canada, « les interventions sur le marché des changes », document d'information.
- 3- BERTRAND R, « Economie Financière Internationale », SUP, PUF.
- 4- BIALES C, « Le taux de change », (sur [WWW.Christian Biales. Net](http://WWW.ChristianBiales.Net)).
- 5- BINEAU Y. et BUPONT B ? « taux de change et soutenabilité extérieure. Un model dynamique », Revue économique.
- 6- DRUCKET,Xavier ; MARTEAU Didier « Le marché des changes et la zone franc »
- 7- FAUGERE J.P et VOIRIN.C « le système financier monétaire internationale ». Crises et mutations.
- 8- GHARBIA.H « la gestion des taux de change dans les pays émergents. La leçon des expériences récentes », revus de l'OFCE 93 Octobre 2005.
- 9- GHOSH.A « Les banques centrales doivent ordonner leurs interventions sur les marchés des changes pour être efficaces, » « Finance et développement, Juin 2008.
- 10- HABERER J.Y « La monnaie et la politique monétaire »
- 11- HAGGAR.B : « Les régimes de taux de change sur [http : // dsp – psd.pwgsc.gc.ca-collection-RE/LoPBdP/BP/prb 9914-f.htm](http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca-collection-RE/LoPBdP/BP/prb_9914-f.htm).
- 12- J.P. Allegret « Un modèle de choix de régime de change Aspects théoriques et analyse empirique »
- 13- Maros, Bernard, « Risque de change et gestion de trésorerie internationale »
- 14- Michael Catinat, Joel Maurice, Pole Zagamé « Stratégie du taux de change et mesures d'accompagnement. Une analyse des coûts et avantages à partir d'exercice.
- 15- Sfia Mohamed Daly « Le choix du régime de change pour les économies émergentes ».
- 16- PHILIPPE d'Avisenet « Finance Internationale ». la collection des sciences de gestion.

Glossaire

Marché des changes : Le marché des changes est un « lieu » abstrait où s'effectuent les transactions sur devises. Intégré au plan mondial, impliquant toutes les places financières, il fonctionne de façon permanente 24h/24.

Politique de change : la politique de change s'axe sur les théories du change, les contenus de la politique de change et ses instruments. La politique de change a deux objectifs principaux :

- la préservation de la valeur extérieure de la monnaie nationale.
- Le fonctionnement efficace des marchés de change.

Régime de change : Le régime de change est l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes et donc le comportement du taux de change. Il existe une très grande variété de régimes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes : changes fixes et changes flexibles.

Taux de change : De manière générale, le taux de change est le prix relatif d'une monnaie par rapport à une autre.

NOM: ANDRIAMARO

PRENOM: Nary Mampionona

TITRE : « Le marché des changes : son lien avec le secteur réel »

NOMBRE DE PAGES : 64

NOMBRE DE TABLEAUX : 07

NOMBRE DE GRAPHIQUE ET FIGURE : 06

ANNEXES : 04

BIBLIOGRAPHIE : 16

RESUME

Dans le contexte de mondialisation, le maintien de la compétitivité extérieure est vital pour un pays. Cette compétitivité se manifeste sur le marché des changes par le biais du taux de change qui traduit la valeur d'une monnaie par rapport à une autre.

Le taux de change, qui se détermine par le niveau de l'offre et de la demande sur le marché des changes, influe énormément sur le secteur réel. En effet, la balance commerciale est la première à être influencée, puisque si le taux de change chute, le niveau de la dette libellée en devises étrangères s'accroît et le prix des importations augmente. Tout bien importé utilisé dans la production nationale devient alors plus cher, ce qui fait augmenter le prix des biens produits et peut mener à l'inflation. L'adoption d'un régime de change convenablement structuré peut assurer une stabilité du taux de change. Le modèle de Mundell-Fleming, visant à adapter le schéma IS-LM-BP, décrit une corrélation entre le taux de change, l'amélioration de la compétitivité du pays et l'inflation, en se basant sur le taux d'intérêt et la production.

Dans le cas de Madagascar, le régime de change flexible a été mis en place de puis 1994. On a constaté que Madagascar s'en sortait avec une performance moindre. Le recours à la dépréciation a souvent été notre politique de gestion optimale du taux de change en vue des objectifs économiques. Mais l'économie malgache n'a jamais satisfait la condition Marshall – Lerner – Robinson. La dépréciation monétaire n'a pas encore apporté ses effets bénéfiques sur l'économie malgache. Madagascar a intérêt à diversifier sa production et à se spécialiser dans les produits et services où elle dispose d'un avantage comparatif pour pouvoir s'affirmer et acquérir une place sur le marché, et surtout pour se prémunir des chocs conjoncturels. Il est en effet vrai que ce sont surtout, et c'est d'ailleurs un cas beaucoup plus fréquent, les crises sociopolitiques, ainsi que les chocs externes comme la hausse du prix du pétrole et les crises économiques mondiales qui perturbent l'objectif de croissance.

MOTS CLES : Marché des changes- politique de change - régime de change - taux de change

ENCADREUR : Professeure RAMIARAMANANA Jeannot

ADRESSE DE L'AUTEUR : -Lot ac09 Fitarihana Ivato Aéroport

-Dextaire@gmail.com