

TD N° 10 – RÉGIMES DE CHANGE ET POLITIQUES DE CHANGE

1 – LES RÉGIMES DE CHANGE

a) – Marché des changes et taux de change

Les devises sont des avoirs en compte libellés en monnaie étrangère. La tâche du service des changes d'une banque est de convertir des avoirs libellés en une certaine monnaie en avoirs libellés dans une autre monnaie, par exemple, un dépôt en marks en un dépôt en liras italiennes. Pour que cette conversion soit possible, il faut que les monnaies concernées soient convertibles. Une monnaie est convertible lorsque celui qui la détient peut l'échanger librement en toute autre monnaie. En général, les monnaies recherchées sont convertibles, les monnaies faibles n'ont qu'une convertibilité limitée. Avec le développement des échanges internationaux et des mouvements de capitaux, le marché des devises a connu un essor formidable. Cet essor a été permis et favorisé par la mise en place d'un matériel de communication élaboré. A l'arsenal classique des lignes téléphoniques directes avec les grands établissements et les courtiers, et des téléscripteurs, les cambistes ont ajouté le terminal vidéo. Ce terminal permet de connaître à tout instant, par affichage sur l'écran, la cotation des devises dans toutes les grandes banques du monde.

(Source : Michel Didier, *Économie, les règles du jeu*, Economisa 1986)

Q1 – Donnez une définition d'une *devise* :

.....
.....

Q2 – Qu'est ce qu'un taux de change ?

.....
.....

Q3 – Comment se fixe le prix d'une devise sur un marché des changes ?

.....
.....

Q4 – Complétez les enchaînements suivants :

Vente d'euros ; Achat de dollars =>du cours de l'euro.....du cours du dollar

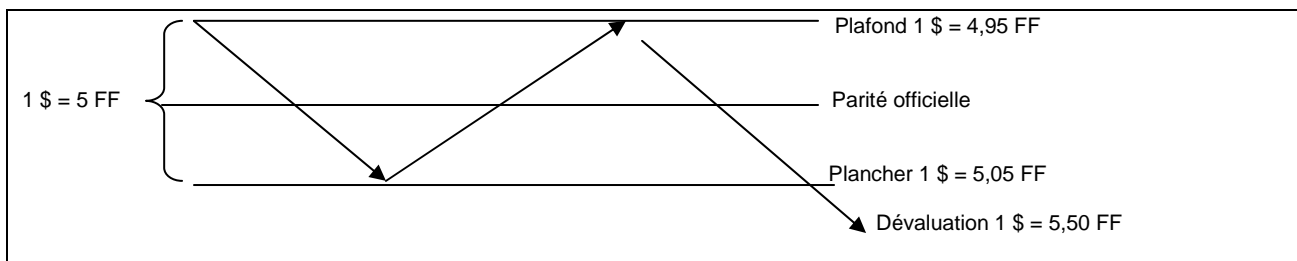
Investissement d'une firme américaine en France =>.....du cours de l'euro.....du cours du dollar

Déficit de la balance courante américaine vis-à-vis de l'UE =>.....du cours de l'euro.....du cours du dollar

b) – Le régime des parités fixes

Chaque pays adhérents est tenu de déclarer un taux de change officiel pour sa monnaie, exprimée soit en or, soit en dollar. La banque centrale du pays doit alors, éventuellement au moyen d'interventions sur le marché des changes, faire respecter cette parité (avec une petite marge de 1% de part et d'autre) : en fournissant des devises si le taux de change de la monnaie nationale a tendance à baisser, ou en achetant dans le cas contraire. Au cas où le maintien des taux de change officiel se révèle trop difficile, il est possible de modifier la parité à la baisse (dévaluation) ou à la hausse (réévaluation).

(Source : Dominique Plihon, *Alternatives Économiques*, Hors-Série n°9, 1989)



Q1 – Qui fixe le taux de change dans un système de parité fixe ?

.....
.....

Q2 – Que doit faire la Banque centrale si le cours de la monnaie nationale s'approche du plancher de 1% vis-à-vis de sa parité ?

.....
.....

Q3 – Que doit faire la Banque centrale si le cours de la monnaie nationale s’approche du plafond de 1% vis-à-vis de sa parité ?

.....
.....

Q4 – Qu’est-ce qu’une dévaluation ?

.....
.....

c) – Le système des changes flottants

1 – Dans ce système, il n'existe plus de parité fixe : le taux de change fluctue donc, au gré de l'offre et de la demande de devises sur le marché des changes. Lorsque la demande de devises tend à l'emporter sur l'offre, le cours des devises monte, ce qui signifie que le taux de change de la monnaie nationale baisse. En théorie, cette baisse réduit le prix en devises des marchandises nationales (ce qui devrait accroître leur compétitivité, donc le volume vendu) et augmenter le prix en monnaie nationale des monnaies étrangères (d'où une réduction de la demande) : plus d'exportations, moins d'importations, voilà qui devrait mettre fin à l'excédent de l'offre sur la demande et ramener l'équilibre, à la fois sur le marché des changes et sur le commerce extérieur.

(Source : Dominique Plihon, *Alternatives Économiques*, Hors-Série n°9, 1989)

2 – Dans le meilleur des mondes, le taux de change correct entre deux monnaies devrait être le taux de change assurant la parité de pouvoir d'achat (PPA), qui égalise le prix des biens vendus dans deux pays. Par exemple, si un même ordinateur vaut 1 000 dollars aux Etats-Unis et 1 200 euros en Europe, un taux de change de 1 dollar pour 1,2 euro assure l'égalité des prix des ordinateurs des deux côtés de l'Atlantique. Si le taux de change n'est que de 1 dollar pour 1 euro, il suffit d'acheter des ordinateurs aux Etats-Unis (pays où ils sont bon marché) pour les revendre en Europe (où ils sont plus chers) pour gagner de l'argent facilement, jusqu'à ce que les prix s'égalisent. Certes, le taux de change effectif s'écarte souvent de cette valeur "correcte" pour des raisons variées. Une monnaie peut être provisoirement surévaluée ou sous-évaluée, mais, à long terme, elle devrait rester proche de sa valeur en PPA, qui assure l'égalité des prix. Si ce raisonnement est juste, l'explication des mouvements longs des taux de change réside dans l'évolution des prix dans le pays à l'étranger.

(Source : Arnaud Parienty, *Comment se déterminent les taux de change ? Alternatives économiques* n° 197, Novembre 2001)

Q1 – En quoi consiste un régime de changes flottants :

.....
.....

Q2 – Quels sont les avantages attendus des changes flottants pour les libéraux ?

-
-
-
-
-
-

3 – Cours de l’Euro en dollar



Q3 – Quel était le cours de l’euro en dollar le 1^{er} janvier 2006 ?.....

Q4 – Donnez les cinq périodes de l’évolution de l’euro depuis sa naissance :

-
-
-
-
-

2 – LES POLITIQUES DE CHANGE

a) – Les politiques de change en régime de taux de change fixes

1 – Pourquoi dévaluer ? En théorie économique, un pays recourt à une dévaluation pour rétablir l'équilibre de son commerce extérieur. La baisse du taux de change entraîne un effet prix et un effet volume. A court terme, la dévaluation aggrave le déficit commercial. En effet, les termes de l'échange se dégradent : le prix des importations se renchérit, tandis que le pouvoir d'achat des exportations diminue. C'est l'effet prix. A moyen terme, la dévaluation agit aussi sur les volumes. Le renchérissement du prix des produits importés provoque une baisse des importations tandis que les exportateurs mettent à profit la baisse relative de leurs prix pour gagner des parts de marché. Ces deux phases, effet prix et effet volume, définissent la courbe en J.

Les dévaluations sont généralement associées à une politique d'austérité qui en accélère les effets bénéfiques sur le rétablissement du solde : la baisse de la consommation et de l'investissement fait régresser les importations, tandis que les producteurs nationaux sont incités à trouver à l'extérieur les débouchés disparus le marché intérieur. (Source : (Sandrine Trouvelot, *Alternatives économiques* n°132, décembre 1995)

En 1995, le taux de change du DM et du FF est de 1 DM pour 3 FF. La France importe 5 unités du bien A à un prix unitaire de 20 DM et exporte 10 unités du bien B à un prix unitaire de 20 FF.

	Importations du bien A			Exportations du bien B			Solde
	Quantités	Prix	Valeur	Quantités	Prix	Valeur	Valeur
1995							
1996							
1997							

Q1 – Exprimez le prix unitaire du bien A en FF.....

Q2 – Remplissez la ligne 1995 et calculez le solde des paiements courants de la France.

En 1996, la France souhaite rééquilibrer sa balance extérieure par une dévaluation de sa monnaie. Le taux de dévaluation est fixé à 10%. Le volume des quantités échangées ne change pas.

Q1 – Quelle est la nouvelle parité du FF par rapport au DM ?

Q2 – Calculez le solde extérieur en 1996. Quelle conclusion en tirez-vous ?

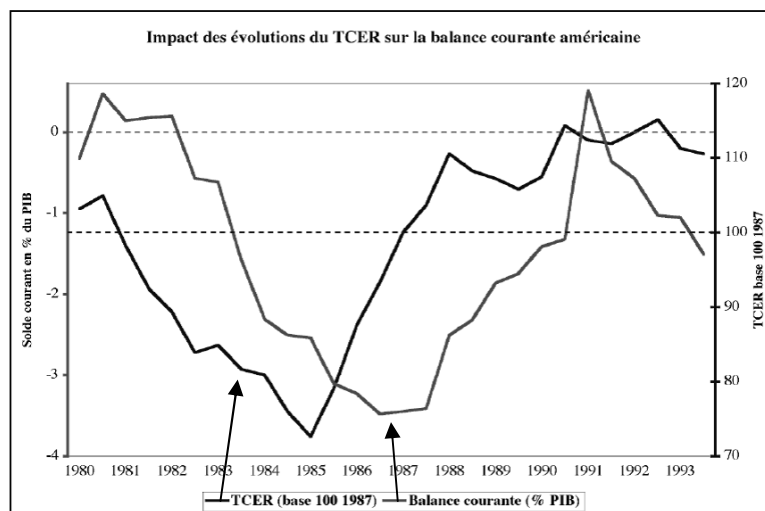
Q3 – Comment s'appelle cet effet d'après le texte ?

En 1997, les quantités exportées du bien B augmentent de 5 unités et les quantités importées du bien A baissent d'une unité.

Q1 – Complétez la ligne 1997 et calculez le solde extérieur.

Q2 – Qu'appelle-t-on « effet-volume » ?

2 – L'illustration de la courbe en J : les effets de la variation du dollar (TCER) sur la balance courante des Etats-Unis



Q3 – Qu'a fait le dollar entre 1980 et 1985 ?.....

Q4 – Comment a évolué la balance courante entre 1982 et 1992 ?

-
-

Q3 – Pourquoi les effets d'une dévaluation prennent-ils la forme d'une courbe en J ?

-
-

Q4 – Quelle politique doit adopter l'État pour le succès de cette dévaluation ?

- Politique budgétaire =
-
- Politique monétaire =
-

b) – Les politiques de change en régime de changes flottants

1 – L'intégration croissante des économies a conduit les économistes à prêter moins d'efficacité à l'outil monétaire. La nécessaire permanence des liens clients-fournisseurs, l'importance des échanges internes aux firmes multinationales et la spécialisation fine des économies (importance de l'effet-qualité) ont rendu les importations et les exportations plus indifférentes aux prix. En outre, plus les échanges extérieurs pèsent d'un poids élevés dans le PIB, moins les effets bénéfiques de la dévaluation sur la compétitivité sont durables : les importations "importent" de l'inflation, tandis que le secteur exportateur profite de la baisse du taux de change pour accroître ses marges. D'où des politiques de désinflation compétitive, politique suivie en France depuis 1983. On maintient le taux de change afin d'importer de la désinflation et on pratique une politique d'austérité.

(Source : Sandrine Trouvelot, *Alternatives économiques* n°132, décembre 1995)

Q1 – Pourquoi les dévaluations sont-elles moins efficaces de nos jours ?

-
-
-
-
-
-

Q4 – Que doivent donc faire les Etats ?

-
-
-

2 – L'appréciation de la monnaie peut être obtenue de deux manières. Le mark, éternelle référence des années 80, était fort par suite d'une politique sans faille de lutte contre l'inflation mais aussi car le commerce extérieur allemand était excédentaire et le chômage contenu, du fait de points forts (l'industrie) et de points faibles (la démographie) particuliers à ce pays. La confiance dans la valeur du mark étant élevée, les opérateurs plaçaient leur argent en marks sans demander de taux d'intérêt très élevés.

L'autre méthode consiste à pratiquer des taux d'intérêts réels plus élevés qu'à l'étranger. Attirés par cette forte rémunération, les investisseurs vont placer leurs capitaux dans le pays, ce qui leur imposera d'acheter de la monnaie locale, dont la valeur augmentera donc. Cependant, une telle politique ne peut réussir que si elle est crédible, c'est à dire si les opérateurs jugent que les autorités ont la capacité de maintenir la valeur de leur monnaie quoi qu'il arrive. Or, des taux d'intérêt élevés ont un coût très lourd en termes de croissance et de chômage.

(Source : A.Pariety, *Alternatives Économiques*, octobre 1998)

Q1 – Quels sont les deux moyens pour obtenir une *monnaie forte* ?

-
-

Q2 – Quels sont les avantages d'une *monnaie forte* ? Pouvez-vous les expliquer ?

-
-
-
-
-
-
-
-

Q3 – Quelles sont les limites de cette politique ?

-
-
-
-
-
-

RÉGIMES DE CHANGE ET POLITIQUES DE CHANGE

1 – LES RÉGIMES DE CHANGE

a) – Marché des changes et taux de change

Une *devise* est une monnaie convertible en monnaie étrangère détenue par des non-résidents. Cette devise est échangée sur le marché des changes. Il y a un seul marché des changes dans le monde. Les transactions sur une devise se font, *en continu*, simultanément à Londres, Paris, New York...

Le *taux de change*, c'est-à-dire le prix relatif d'une monnaie par rapport à une autre, est donc déterminée par l'offre et la demande respectives des monnaies dans un *marché parfait*. Si la demande d'une devise s'accroît plus vite que l'offre, son cours va monter et inversement.

Les agents économiques ont plusieurs raisons de détenir des devises :

- Les entrepreneurs, les ménages, en ont besoin pour régler leurs achats de biens et services étrangers.
- Les entrepreneurs doivent en disposer lorsqu'elles font un investissement direct à l'étranger.
- Les entrepreneurs, les ménages, s'en servent pour acheter des titres financiers étrangers (placement).
- Les banques et les firmes en achètent pour les revendre à terme avec plus-value (spéculation).
- La Banque centrale les conserve pour défendre le cours de sa monnaie s'il est besoin (thésauriser).

b) – Le régime des parités fixes

Un *système monétaire* correspond à l'ensemble des règles et des institutions qui facilitent la circulation et la conversion des devises. Il en existe deux : le système de *parités fixes* et celui des *parités fluctuantes*.

Le régime des *parités fixes* comprend trois règles :

1 – *Un taux de change officiel défini par l'État* qui doit rester stable dans un tunnel dont les marges de fluctuations sont définies par avance (dans le SMI de 1944 à 1971 : 1% au dessus et au dessous de la parité officielle et dans le SME de 1979 à 1999 : 2,5% de marges). Autrement dit, si $5 \text{ F} = 1 \text{ \$}$, la Banque de France s'engage à ce que le cours du franc vis-à-vis du dollar ne dépasse pas 4,95 F (plafond) et 5,05 F (plancher) pour un \$. Ainsi, si le franc atteint le plancher vis-à-vis du \$, la Banque de France doit vendre du \$ pour acheter du franc. Le franc devient plus rare et le dollar plus abondant, ce qui fait remonter le franc vis-à-vis du dollar.

2 – *La convertibilité des monnaies entre elles*, ce qui suppose que la Banque centrale dispose de suffisamment de devises dans ses réserves pour assurer à tout moment la conversion de la monnaie nationale qui lui est présentée en devises.

3 – *L'assistance d'une banque internationale de règlement* (le FMI dans le cadre du SMI, le FECOM dans le cadre du SME), qui prêtent les devises, qu'elle a reçues de chaque État membre, aux pays qui ont un besoin momentané de devises pour défendre le cours de leur monnaie. Ces prêts peuvent faire l'objet de recommandations qui doivent être suivies par le pays receveur.

c) – Le régime des parités flottantes

Un système de *taux de change flottant* suppose que le taux de change est fixé librement par le marché des changes en fonction de l'offre et de la demande, sans intervention de la Banque centrale (le tunnel a disparu). Les libéraux (Milton Friedman) y voient trois avantages :

1 – *Le rééquilibrage automatique de la balance courante* : une balance courante déficitaire se traduit, en effet, par une moindre demande de monnaie nationale (recettes des exportations en devises qui vont être transformées en monnaie nationale) et une plus grande demande devises (pour payer les importations). Le cours de la monnaie nationale va donc baisser (dépréciation externe de la monnaie), ce qui rend les produits nationaux moins chers pour les étrangers et les produits étrangers plus chers pour les nationaux. Les exportations vont augmenter et les importations diminuer. La balance courante va retrouver un équilibre, voire un excédent.

2 – *Le taux de change va devenir l'expression de la parité de pouvoir d'achat* : lorsqu'un pays a une inflation supérieure à celle de son principal partenaire commercial, son taux de change va se dévaloriser en proportion de l'écart d'inflation entre les deux pays afin de maintenir la parité de pouvoir d'achat.

UE = Inflation + 10% soit un panier de biens de 100 € => 110 €
Ex : 1 € = 1 \$ { } 1,1 € = 1 \$ nouveau taux en PPA.
USA = Inflation + 0% soit le même panier de biens de 100 \$ = 100\$

3 – L'Etat n'a plus à intervenir car le marché des changes est autorégulateur. Les Banques centrales n'ont plus qu'un seul objectif : limiter l'inflation en contrôlant la croissance de la masse monétaire car pour les monétaristes "*l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire*" (Milton Friedman). Mais, le Keynésien Robert Mundell souligne que dans ce cas l'État peut mener une politique interne keynésienne expansionniste sans se soucier de ses conséquences sur la balance courante puisque la flexibilité du change rétablira l'équilibre.

Depuis 1971 (dévaluation et inconvertibilité du dollar en or) et 1976 (Accord de la Jamaïque), les grandes devises (dollar, yen, et maintenant euro) flottent entre elles mais un grand nombre de pays ont choisi de lier leur monnaie par un système de parité fixe vis-à-vis d'une de ces grande devises (60% sont liées au dollar, 15% vis-à-vis de l'euro et 2% vis-à-vis du yen). L'Union européenne, après avoir créée, en 1979, son propre système de parité fixe (le SME), a décidé d'unifier ses monnaies dans l'Euro depuis 1999. En d'autres termes, le système monétaire actuel combine parités fixes et parités fluctuantes.

2 – LES POLITIQUES DE CHANGE

A – En régime de parités fixes

Pendant les 30 glorieuses, le SMI a connu un système de parités fixes. A cette époque, le *contrôle des changes* (autorisation administrative pour sortir des capitaux ou des devises à l'étranger), empêchait la libre circulation des capitaux au niveau mondial. En conséquence, le taux de change dépendait principalement de deux *fondamentaux* :

- *Le solde de la balance courante* : si la balance courante était durablement déficitaire, le taux de change atteignait son cours plancher et la Banque centrale devait intervenir pour en défendre le cours en puisant dans ses réserves de devises ou en empruntant au FMI.
- *Le différentiel d'inflation entre pays* : si l'inflation était plus forte dans un pays, sa compétitivité-prix se dégradait et le solde de sa balance courante devenait déficitaire.

Lorsqu'un pays n'arrivait pas à défendre le cours de sa monnaie parce que ses réserves et son crédit auprès du FMI étaient épuisés, il était contraint de *dévaluer* (diminution de la parité officielle) et de défendre la nouvelle parité dans le tunnel. La dévaluation a deux effets contraires :

- *Au départ, elle augmente la valeur des importations* puisqu'il faut donner plus de monnaie nationale pour acheter la même quantité de biens étrangers (*effet-prix*).
- *Mais, ensuite, elle augmente la quantité des biens exportés* car les étrangers doivent donner moins de leur monnaie pour acheter des biens nationaux (*effet-volume*).

Au total, une dévaluation rééquilibre à moyen terme la balance courante car l'augmentation des exportations qui en résulte l'emporte sur le renchérissement des importations (*courbe en J*). Cependant, il n'en reste pas moins qu'une dévaluation est considérée comme une sanction pour deux raisons :

- *Elle diminue le pouvoir d'achat externe de la monnaie nationale* car il faut donner plus de monnaie pour s'offrir un bien ou un service étranger ;
- *Elle oblige le gouvernement à ralentir sa croissance économique* pour ralentir ses importations et dégager des surplus exportables (*politique de rigueur*).

Historiquement, le DM et le Yen se sont révélés être des *monnaies fortes* grâce à leurs excédents commerciaux (le DM a été réévalué de 40% vis-à-vis du \$, et le yen de 17% entre 1960 et 1975) et la Livre sterling et le Franc des *monnaies faibles* (la Livre a perdu 25% de sa valeur vis-à-vis du \$ et le franc 33% de sa valeur vis-à-vis du DM). Le dollar était au centre du système puisqu'il servait à la fois de *monnaie d'échange*, de *monnaie de facturation* et de *monnaie de réserve*.

B – En régime de changes flottants

Depuis la crise des années 70, la libération progressive des marchés de capitaux (fin du contrôle des changes) a permis la création d'un *marché unique des capitaux aux niveaux mondial*. Les capitaux entrent et sortent très rapidement, sans contrôle étatique, d'une place financière à l'autre. En conséquence, la détermination du taux de change dépend principalement de la balance des capitaux ou *balance financière*. *Ce sont les détenteurs de devises, d'actifs financiers* (banques, fonds de pension...) qui déterminent le taux de change en fonction de quatre critères :

- *Le taux d'intérêt à court terme* : il est fixé par la Banque centrale en fonction de sa politique monétaire. Si ce taux est élevé, les détenteurs de liquidités vont placer leurs fonds dans ce pays. D'où une entrée de capitaux, une forte demande de monnaie nationale et une hausse du taux de change. mais toute modification du taux de la banque centrale provoquera immédiatement un reflux de ces capitaux vers d'autres pays plus rémunérateurs.

- *Le taux d'intérêt à long terme* : il est fixé par le marché financier en fonction de l'offre et de la demande. Un pays qui a un besoin de financement (investissement supérieur à l'épargne) va voir son taux d'intérêt augmenter ce qui va attirer les capitaux étrangers. C'est le cas des États-Unis au cours des années 90 qui vont être financés par de l'épargne européenne et japonaise. D'où une forte demande de dollars et une hausse de son cours.
- *Le différentiel de croissance* : un pays qui connaît une croissance supérieure à celle de ses concurrents offre des perspectives de débouchés et de profits supérieurs. Les capitalistes internationaux vont donc investir et placer sur ce marché, ce qui accroît la demande de la monnaie de ce pays et son taux de change. Là encore, les États-Unis ont connu cette situation favorable dans les années 90.
- *Le rendement des actions* : acheter une action donne droit à un *dividende* (part du bénéfice distribué) et à une *plus-value* si elle peut être revendue plus chère. Les capitalistes internationaux vont donc placer dans le pays qui offre le taux de rentabilité le plus élevé et la hausse des cours boursiers la plus forte, ce qui était le cas des NPI asiatiques au début des années 90.

En conséquence, les taux de change des principales devises vont connaître de fortes *variations* dans le temps (Hausse du dollar de 1972 à 1980, baisse de 1980 à 1985, hausse de 1985 à 1992, baisse de 1992 à 1995, hausse de 1995 à 2002, baisse de 2002 à 2009) et une forte *volatilité* (instabilité journalière). Les avantages supposés de la flottaison des changes ne sont pas au rendez-vous :

- *Le rééquilibrage automatique de la balance courante n'a pas eu lieu*. En effet, importations et exportations sont de moins en moins sensibles aux variations des taux de change. Les échanges intra-firmes ne dépendent pas des prix et le choix des consommateurs est plus guidé par la qualité ou la différenciation du produit. La compétitivité hors-prix ou structurelle l'emporte sur la compétitivité-prix. En conséquence, un déficit de la balance courante va se traduire par une baisse du taux de change qui va rendre les importations plus chères (effet-prix), sans être compensé par une hausse des exportations, ce qui va aggraver le déficit courant. Durant la période, les États-Unis ont accumulé les déficits et les allemands et les japonais les excédents.
- *Le taux de change de marché ne rétablit jamais la parité du pouvoir d'achat* : en effet, l'appréciation du cours des monnaies dépend de plus en plus de mouvements spéculatifs dans lesquels le jugement de quelques gourous de la finance est plus important (comportement moutonnier du marché) compte plus que la réalité de la situation macro-économique d'un pays. Ainsi, le dollar est actuellement surévalué de 20% par rapport à l'euro si on prend en compte la parité de pouvoir d'achat.
- *Les politiques économiques sont contraintes par l'extérieur* : la relance keynésienne solitaire devient impossible car elle provoque une hausse des importations et un déficit extérieur. La baisse du taux de change (dépréciation) ou la dévaluation (dans le cadre du SME), qui en résultent, n'ont plus d'effet positif sur la balance puisque la compétitivité-prix n'est plus déterminante. Les États sont donc obligés de mener des politiques de *désinflation compétitive* (ralentir l'inflation en ralentissant la demande) ou de *rigueur* pour rétablir l'équilibre l'extérieur et la stabilité de taux de change. D'où une hausse des taux d'intérêt (qui attire les capitaux étrangers) et une baisse des investissements qui provoquent une hausse du chômage (faible croissance de l'UE dans les années 90).

En définitive, la globalisation financière et les changes flottants ont privé, en grande partie, les États de leur capacité à utiliser les politiques de change et les politiques de relance pour lutter contre le chômage. Autrefois, le général de Gaulle prétendait que "la politique ne se décide pas à la corbeille" (la Bourse). Il semble que ce soit désormais le cas. Le prix Nobel 1999, Robert Mundell a montré l'existence d'un *triangle d'incompatibilité* : entre la liberté des marchés financiers, la fixité des taux de change et la liberté des politiques économiques, il faut choisir. Un pays peut décider librement du choix de deux de ces trois variables mais la troisième lui est imposée. Le taux de change flottant et la liberté des marchés financiers *contraignent* les politiques économiques. C'est la raison pour laquelle Robert Mundell est favorable à la création de l'euro qui, avec une liberté des marchés financiers, redonne des marges de manœuvres aux politiques économiques en Europe à conditions qu'elles soient coordonnées.

