

THÉORIES ET POLITIQUES DE CHANGE.

LE CHOIX D'UN REGIME DE CHANGE

Un bon régime de change doit durer dans le temps.

Il doit être en cohérence avec les autres éléments de la politique économique et plus particulièrement de la politique monétaire en étant attentif au triangle d'incompatibilité de Mundell.

Le FMI recense 8 régimes de change

- 1. L'adoption d'une monnaie étrangère***
- 2. La caisse d'émission***
- 3. Le taux de change fixe conventionnel (ancrage nominal) ou fixe ajustable***
- 4. L'ancrage avec bande de fluctuation horizontale***
- 5. L'ancrage glissant (« crawling peg »)***
- 6. Les bandes de fluctuations glissantes***
- 7. Le flottement contrôlé sans taux de change pré-annoncé (flottement administré)***
- 8. Flottement pur.***

PLAN

1. *Revue de la littérature de la détermination du taux de change d'équilibre.*

L'importante volatilité observée des taux de change réels pose de manière récurrente le problème de la détermination d'un niveau de référence ou d'équilibre. En outre, l'efficacité du taux de change en tant qu'instrument de la politique économique dépend fortement de la connaissance de son niveau d'équilibre.

2. *Face aux insuffisances de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, de l'approche monétaire du taux de change deux nouvelles approches se sont privilégiées : l'approche macroéconomique et l'approche NATREX. Le développement de la littérature consacrée aux taux de change réels d'équilibre.*

A. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

La parité des pouvoirs d'achat (PPA) constitue la théorie la plus fréquemment utilisée pour déterminer les taux de change d'équilibre. Cette théorie se présente sous deux formes : la forme absolue et la forme relative.

1. La forme absolue de la PPA s'applique en l'absence de toute entrave au commerce international (barrières tarifaires, barrières non tarifaires, etc.) en supposant négligeables les coûts de transaction et d'information. Selon cette approche, la valeur du taux de change nominal est déterminée par le rapport des niveaux de prix entre deux pays. Cette définition découle de la loi du prix unique selon laquelle le prix d'un bien échangeable est identique partout, une fois converti dans une monnaie commune. La réalisation de cette loi suppose alors que les taux de change réels bilatéraux sont toujours égaux à l'unité.

2. La forme relative de la PPA.

En présence d'entraves au commerce international, la loi du prix unique ne s'applique plus. Le principe de la PPA peut alors s'exprimer sous une version dite relative.

Cette théorie a été introduit par Cassel en 1916 qui a suggéré de définir le niveau du taux de change nominal d'équilibre comme le taux assurant la parité de pouvoir d'achat entre deux monnaies: une unité monétaire quelconque peut être échangée contre la même quantité de biens dans son pays d'origine ou dans tout autre pays après conversion en monnaie locale. Une variation du taux de change nominal vient compenser l'écart d'inflation entre deux pays. Dans ces conditions, le taux de change réel est constant (mais non nécessairement égal à l'unité).

3. Limites de la théorie de la PPA.

De façon générale, la théorie de la PPA présente plusieurs inconvénients tant au niveau théorique qu'au niveau empirique.

Au niveau théorique, le taux de change réel auquel fait référence la PPA fait abstraction de toute considération d'équilibre macroéconomique. En d'autres termes, elle ne permet pas de relier le taux de change réel à la situation économique d'un pays et notamment à sa position extérieure.

Au niveau empirique, la PPA suppose la constance du taux de change réel, ce qui semble difficilement compatible avec les importantes fluctuations observées des parités réelles. Les partisans de la PPA ont dès lors mis en avant la validité de cette théorie, mais uniquement sur le long terme, en raison notamment de l'existence de diverses rigidités rendant le processus d'ajustement très lent. Empiriquement, les études ont alors eu pour objet de tester la stationnarité du taux de change réel.

Les résultats sont apparus décevants, même à long terme. Certains travaux ont cherché à réhabiliter la version relative de la PPA à long terme en concluant à la stationnarité des taux de change réels d'un grand nombre de pays contre le dollar ou contre le mark. Ces insuffisances tant au niveau théorique qu'au niveau empirique ont conduit à d'autres approches. Nous présenterons l'approche monétaire que se soit à prix flexibles ou à prix rigides.

B. L'approche monétaire du taux de change.

1. Le modèle monétaire en présence de rigidité de prix.

***Ce modèle suppose la possibilité de déviations des taux de change nominaux et réels de leurs niveaux d'équilibre de long terme, gouvernés par la PPA. (Dornbush.R,1976)
Il traite des conditions d'équilibre sur le marché monétaire sous l'hypothèse de parfaite substitution entre les actifs monétaires locaux et étrangers.***

Le raisonnement est le suivant: Supposons une baisse de l'offre nominale de monnaie. A court terme, la rigidité des prix implique une baisse de l'offre réelle de monnaie et par suite un accroissement des taux d'intérêt. Cette hausse des taux va stimuler l'entrée de capitaux conduisant à une appréciation du taux de change nominal qui, à son tour, entraînera une appréciation du taux de change réel.

Dans ce cas les IDE devraient diminuer. Cependant tant que la perte de change anticipée (taux de dépréciation anticipé) est inférieure au différentiel de rendement des capitaux (c'est-à-dire le différentiel de taux d'intérêt), les investisseurs averses au risque vont continuer à acheter des actifs étrangers.

L'équilibre de court terme est atteint lorsque le taux de dépréciation anticipée égalise le différentiel de taux d'intérêt (la PTI est vérifié). Dès lors que ces deux variables sont différentes de zéro. Le taux de change va dévier de sa valeur d'équilibre de long terme, donnée par la PPA. Toutefois, à moyen terme, les prix locaux vont baisser suite à une réduction de l'offre de monnaie entraînant ainsi une baisse de l'offre réelle de monnaie et donc du taux d'intérêt local. Le taux de change nominal réagira à ces perturbations en se dépréciant lentement pour converger vers son niveau d'équilibre de long terme, défini par la PPA.

2. Limites et insuffisances des modèles monétaires du taux de change.

L'approche monétaire de Dornbusch (1976) a été fortement critiquée par Frenkel (1979) qui lui a reproché sa négligence des effets temporels de l'inflation. D'autres critiques ultérieures ont souligné:

- Le manque de fiabilité des estimations des fonctions de demande de monnaie supposées par ailleurs présenter les mêmes caractéristiques pour tous les pays.***
- L'hypothèse de stationnarité du taux de change réel découlant de l'hypothèse de la PPA.***

- ***L'hypothèse de la parité de taux d'intérêt couverte (PTIC) impliquant soit la neutralité à l'égard du risque soit la diversification parfaite du risque de change.***
- ***L'hypothèse de la fonction d'offre de monnaie exogène.***
- ***La possibilité de bulles spéculatives qui contribuent à l'échec empirique du modèle monétaire.***

Plusieurs versions correctives et extensives de l'approche monétaire ont été proposées pour répondre à ces critiques. D'autres modèles alternatifs ont tenté de dépasser cette approche.

C. Les nouvelles approches du taux de change.

1. L'approche macroéconomique.

a) Williamson [1985, 1994] en cherchant à expliquer les insuffisances de la PPA par l'absence de référence aux déterminants réels des taux de change a introduit la notion de **taux de change d'équilibre fondamental (Fundamental Equilibrium Exchange Rate, FEER).**

Le taux de change d'équilibre fondamental est défini comme le taux de change assurant simultanément la réalisation de l'équilibre interne (l'économie se trouve sur son sentier de croissance potentielle ou soutenable) et de l'équilibre externe (son compte courant est soutenable à long terme). Le sentier de croissance potentielle ou soutenable est tel qu'il n'engendre pas de tensions sur le système productif.

L'on suppose vérifiée la condition de Marshall-Lerner sur les élasticités-prix du commerce extérieur. Dans ce cas une dépréciation du taux de change engendre à terme un excédent commercial pour le pays considéré et une amélioration de la balance courante. L'équilibre externe est donc défini par l'égalité du compte courant à une valeur d'équilibre généralement reliée à la soutenabilité des paiements extérieurs.

Plus précisément, pour maintenir la balance courante à son niveau soutenable, toute baisse des exportations induite par une appréciation réelle du change devra être compensée par une baisse équivalente des importations, ce qui implique dès lors une baisse de la production.

Ainsi, dans le plan (PIB, change réel), la pente de la droite d'équilibre externe est positive: elle indique les combinaisons du change réel et de l'activité pour lesquelles le compte courant est à un niveau prédéterminé, qualifié d'équilibre. Cette droite décrit donc l'influence du change réel sur le bloc de demande du modèle.

En général l'équilibre interne coïncide avec la réalisation d'un niveau potentiel ou soutenable de production. En conséquence, dans le plan (PIB, change réel), l'équilibre interne est représenté par une courbe verticale, constituant la courbe d'offre du modèle, indiquant le niveau potentiel d'activité. Dans ce cadre d'analyse, le taux de change réel d'équilibre est alors la valeur du change réel qui permet d'obtenir une cible donnée de compte courant, sachant que l'activité domestique et l'activité étrangère sont à leur niveau d'équilibre de moyen terme.

L'écart relatif du change réel à sa valeur d'équilibre est fonction de l'écart, en part du PIB domestique, du compte courant structurel à sa valeur d'équilibre. Ainsi, un compte courant structurel inférieur à sa valeur d'équilibre correspond à une surévaluation du taux de change par rapport à sa valeur d'équilibre. Il reste maintenant à déterminer précisément la valeur de cette cible de compte courant.

b) Les difficultés de définition des cibles.

Le calcul des taux de change d'équilibre fondamentaux nécessite de connaître deux éléments: L'écart entre la production réalisée et la production potentielle (l'équilibre interne) et l'écart entre le solde courant observé et le solde courant soutenable (l'équilibre externe).

Cependant, la définition de ces deux cibles ne fait pas l'unanimité. L'approche de Williamson étant souvent qualifiée de normative dans la mesure où le niveau des taux de change d'équilibre est conditionnel aux hypothèses retenues. Certains préfèrent parler dans ces conditions de taux de change d'équilibre désiré (Desired Equilibrium Exchange Rates, DEER) plutôt que de taux de change d'équilibre fondamental.

Il semble préférable en général de chercher à définir des déséquilibres soutenable plutôt que d'éliminer automatiquement toute éventualité de déséquilibre. Mais si l'intérêt d'une telle approche ne fait pas de doute, sa mise en oeuvre est délicate dans la mesure où peu de théories permettent de quantifier ces déséquilibres. Williamson [1994], faisant appel aux théories du cycle d'endettement et du cycle de vie, suggère de relier la cible de la balance courante à la position extérieure nette, compatible avec le cycle d'endettement et les caractéristiques démographiques du pays.

Cependant, comme Williamson lui même le souligne, cette approche présente le risque, pour certains pays, de conduire à des niveaux de déficit courant qui ne sont pas soutenables à moyen terme. Le recours à la théorie du cycle de vie autorise également à effectuer une distinction entre les pays ayant des taux d'épargne privée plus élevés que d'autres. Enfin, dans la mesure où l'évolution des finances publiques a un impact sur le compte courant à moyen terme, il convient également de tenir compte des mesures de politique budgétaire afin d'évaluer la cible de compte courant.

Joly et al.[1999] suggèrent de rattacher le taux de change réel d'équilibre à la contrainte budgétaire inter temporelle de la nation conduisant à un profil de compte courant qui permette de rembourser la dette extérieure en un nombre donné de périodes.

Dans le contexte actuel de crise de la dette publique, il serait en effet judicieux de se fixer comme le suggérait Williamson une règle de stabilisation du ratio de la dette sur le PIB permettant de définir un niveau soutenable de déficit courant pouvant être financé par des entrées de capitaux.