TROISIÈME PARTIE : La Mondialisation Economique Et Financière

I- LA DYNAMIQUE DE LA MONDIALISATION FINANCIÈRE

Chapitre 1 : Balance des paiements, taux de changes, systèmes de change

Introduction

Ce chapitre portera sur 4 grands thèmes de problèmes historiques (aussi très actuels) :

- **Déséquilibres financiers internationaux (DFI)** → Echanges entre acteurs = déséquilibrés (exemple : flux de Kx inégaux). Cette question est actuelle car elle est par exemple liée à la crise interne à la zone € (exemple : Irlande en déficit), mais aussi aux déséquilibres actuels entres la Chine (excédents importants) et les USA (déficits importants). On peut aussi citer des exemples historiques comme le déséquilibre de l'entre-deux guerre entre les pays belligérants (USA = créanciers) ou pendant le système d'étalons-or par rapport aux pays qui exportaient massivement les capitaux.
  Les DFI sont le fait que certaines éco pdt période + ou – longues dépensent + que leur revenu national tandis que d'autres dépensent moins → transfert net de Kx entre ces éco (les écos qui dépensent moins dégagent un excédent qui permet de compenser les écos qui dépensent trop).
  Ces DFI = cœur de la crise actuelle de la zone € car les écos touchés par ces crises ont en commun d'avoir présenté pdt années 2000 un déficit courant très important et donc un DF très importants (pas forcément un pb de dépenses publique, à l'origine pb de dépenses privées).
  Ces DFI existaient bien avant : américains années 80 avec « déficits jumeaux » US (Japon et RFA → excédents).
  + XIXe s. : qqs gds pays européens (RU, FR, ALL) exportaient des Kx vers RdM (à l'époque puissance hégémonique EXp des Kx alors qu'auj. elle en IMp).
  + Crise de la dette du Tiers-Monde années 80.
  Q° des déséquilibres = récurrente.
  D'où viennent ces déséquilibres ? Quelles sont les opportunités offertes par ces déséquilibres ? Quels sont les risques de ces déséquilibres ? Comment peut-on les résorber ?
- **Variations des taux de changes et crises de changes** → Là encore, ces questions sont actuelles : pourquoi l'€ varie-t-il par rapport au $? Pourquoi le $ a connu d'importantes fluctuations dans les années 80 ? ***Quels sont les déterminants des taux de changes ? Existe-t-***

il une bonne valeur des taux de changes ? Pourquoi les tx de change des différentes monnaies varient ? Quel est le rôle de la spéculation financière sur le marché des changes ?

$ a connu des fluctuations avant l'€ (années 80 après BW) ; on peut s'interroger sur els causes de la fluctuation du franc dans l'entre-deux-guerres dans les années 20 avant la stabilisation Poincaré ; explication de la stabilité du tx de change avant l'étalon-or.

- **Choix du régime de change et politique de change** → La zone € est-elle une zone monétaire optimale ? Pourquoi y a-t-il eu autant de débats sur l'entrée dans le système € ? Comment fonctionnent les différents régimes de change ? Faut-il préférer un régie de change fixe ou un régime de change flexible ? Quels sont leurs avantages et leurs inconvénients ? A-t-on bien fait de créer l'€ ? Pq le RU a-t-il refusé de rentrer dans la zone € ? Les pays devraient-ils en sortir ? Q° du retour à l'or des différentes écos après la 2nde GM.

  Au sein de ce régime de change, les écos mènent une pol de change → quels sont les avantages/inconvénients d'une monnaie faible/forte ? (Clinton : $ fort ≠ Bush : $ faible). Pb chinois. Faut-il dévaluer ou revenir à la aprité d'avant-guerre (entre-deux-guerres).
- **Politiques économiques d'ajustement** → Comment on résorber les déséquilibres ? Quelles pol mettre en œuvre pour cela ? Q° des plans de rigueur actuels en Europe. Mais ≠ nouveau (ex : pays du Tiers-monde avec crise des paiements extérieurs à qui on avait imposé des PAS). Après 1ère GM : pays européens devaient savoir comment réaliser l'ajustement : faut-il dévaluer ou pratiquer la déflation (cad pratiquer l'austérité) ?

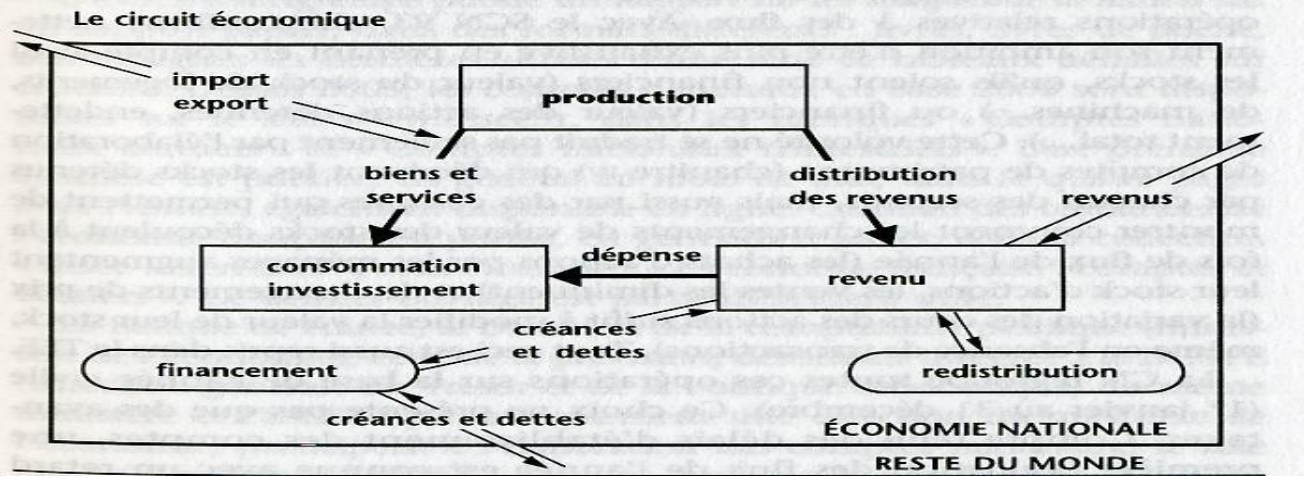
Partie 1 : Les relations économiques internationales et leur enregistrement dans la balance des paiements

1) Equilibre emplois-ressources et contrainte de financement d'une économie

L'objectif est de comprendre les opportunités qu'offre une éco ouverte, bien qu'elle puisse être aussi source de risques. ***Comprendre les interdépendances des écos internationales****.*

Le cadre d'analyse de la comptabilité nationale

Depuis l'équilibre emploi/ressources, on peut comprendre les différentes contraintes de financement de l'économie. Il faut noter que l'économie mondiale est découpée en économies nationales, on étudie donc les relations entre les économies nationales.



⇨ ***Qu'est-ce qu'une économie nationale ?***

Économie Nationale : ensemble des agents économiques <u>résidents</u> qui ont leur principal centre d'intérêt sur le territoire de l'économie nationale.
Donc on délimite un territoire (DOM mais pas TOM pour la France) donné et tous les agents qui ont leur principal centre d'intérêt sur ce territoire sont considérés comme faisant partie de cette éco nationale (cad comme des agents résidents de cette éco nationale).
Peut poser pb car agents = intérêts variés (ex : Leurs transfrontaliers, fonctionnaires internationaux, les E peuvent produire sur un territoire mais être la propriété d'actionnaires étrangers). ➔ La comptabilité nationale délimite en fait un territoire donné (*exemple : les DOM sont comptés et pas les TOM en France*). Ce qui compte, c'est l'unité de P°. Tous les autres agents font partie du RdM.

• **<u>Les agents résidents ont en priorité des relations économiques entre eux</u>**

Ils ont des **relations économiques prioritaires entre eux**, **produisent sur un territoire** et reçoivent en contrepartie des **revenus** (primaires → salaires, revenus du K). En les dépensant, ces revenus permettent d'acheter les B&S produits sur le territoire national. De plus, les administrations prélèvent une partie des revenus primaires et les redistribuent ensuite.

Dans ces territoires circulent des B&S mais aussi des biens monétaires. De plus, certains systèmes financiers permettent aux agents de dépenser plus que leur revenu dans ce cas ils empruntent ou vendent des créances. Et inversement, certains peuvent ne dépenser que partiellement leur revenu dans ce cas ils peuvent acheter des créances ou prêter.

• **Ensuite, les agents peuvent avoir des relations avec d'autres économies du monde**

Il s'agit d'échanges de B et de S mais également d'échanges de revenus entre agents résidents et agents non résidents.
Exemple : les revenus de propriété (dans le passé des agents résidents ont acquis des créances sur des agents non-résidents. Celles-ci rapportent un revenu au cours de la période actuelle).

Cadre national : Les ≠ agents de l'éco nationale produisent des B et S pour la consommation et l'investissement. En contrepartie de cette P) → distribution de revenu (qui est l'exacte contrepartie de la valeur créée). Ce revenu permet d'acheter par la dépense intérieure des B et des S + permet des prêts entre les différents agents nationaux + une partie des revenus distribués ne sont pas dispo car prélevés par l'Etat qui lui-même redistribue cette richesse (retraite, alloc chômages, prestations sociales, …).
Cadre mondiale : relations entres les agents d'une éco et ceux d'une autre. Les B et S dispo sur le territoire national ne se réduisent pas aux B et S produits sur territoire national. Symétriquement un partie de la P° va être EXp et donc ne sera plus dispo pour les agents nationaux. Donc les agents du RdM versent des rev à l'éco nationale et inversement → facteurs de P° de l'éco nationale ne sont pas forcément tous la propriété des agents résidents (ex : une partie des K d'une E a pu être apporté par des agents étrangers). Donc le rev national n'est pas toujours égale à la P° nationale même s'ils sont assez proches (en éco ouverte). Raison pour laquelle les agents de l'éco peuvent parfois dépenser + que la P° nationale. ➔ Flux de créances et flux de dettes entre les différentes éco nationales.

On peut financer ou emprunter à des agents non-résidents :
- **IDE** = aller produire = logique productive.
- **Investissements de portefeuille** = placement financier = logique financière.

En comptabilité nationale, **on se place après les faits**, c'est-à-dire qu'on enregistre ce qu'il s'est passé avant au cours d'une période. *Ex : pour l'année civile 2013, on enregistre à la fin de l'année du 1er janvier au 31 décembre*. Enregistrement après coup de toutes les relations qui ont eu lieu au cours de l'année → c'est ce qui permet d'enregistrer des égalités comptables.
De plus, on est dans une **logique de circuit** (= ce qui a été créé se retrouve toujours quelque part). Ce qui a été créé a forcément une utilisation. Eventuellement une partie peut être stockée. On peut faire ainsi faire **une liste exhaustive qui permet de créer l'équilibre emplois-ressources**. C'est une égalité comptable (nécessairement vraie).
C'est aussi vrai pour les revenus. L'entreprise vend les produits, la somme qu'elle obtient est forcément versée à quelqu'un ou épargner. On peut ainsi aussi écrire un équilibre emplois-ressources pour les revenus.
Si une éco a dépenser + que ce qu'elle a généré de revenu ➔ déficit courant. Nécessairement, cette éco a emprunté la différence au RdM.
➔ **On peut appliquer cette logique dans une éco fermée ou ouverte.**

Contrainte de financement d'une économie

⇨ ***L'ouverture d'une économie permet de desserrer la contrainte de financement de cette économie***

On voit donc tout l'intérêt qu'il y a à ouvrir l'éco (desserrer sa contrainte de financement), et derrière cet avantage : il y a la croissance (+ forte).

Il suffit de raisonner dans une économie fermée puis de voir ce qui change en économie ouverte.

En économie fermé :

- **Pas de possibilité d'importation ou d'exportation** : tout ce qui est produit dans l'éco est forcément consommée, utilisée dans l'éco nationale. Il faut trouver des débouchés extérieurs pour tout ce qui a été produit et on ne peut pas répondre à tous les besoins intérieurs.
- **Pas d'échange de revenus avec le reste du monde** : les agents tirent leurs revenus de la production nationale. Ils n'ont comme source de revenus que la valeur de la production. On ne peut pas tirer les revenus des relations éco internationales.

Au niveau individuel, le ménage n'est pas contraint de la même façon. Il peut dépenser plus que son revenu. Sa seule condition est qu'il arrive à emprunter dans l'économie nationale. Cela suppose qu'il y ait un autre agent qui ait dépensé moins que son propre revenu ➔ Agents à capacité de financement et agents à besoin de financement. Mais tous ces agents de l'éco nationale ensemble ne peuvent pas dépenser + que le revenu national.

PIB = RNB = Dépense intérieure totale

On ne peut pas produire plus que ce que l'éco est prête à consommer. On ne peut pas dépenser plus que ce que l'on a réussi à produire. Dépense intérieure = limitée par P° intérieur et les E ne peuvent pas produire + que ce que l'éco veut acheter.

Cependant, on trouve certains problèmes :

- **Si les ménages ont la volonté d'épargner peu** : les E qui n'ont comme seul débouché que les agents nationaux vont avoir des difficultés à écouler leurs produits. Elles vont donc investir moins pour ajuster leur capacité de P° aux désirs des consommateurs nationaux, et donc comme elles produisent peu, elles distribuent moins de revenus et les agents dépenseront et consommeront peu.
- **Si les ménages dépensent beaucoup** : il y aura une tension qui se fera sur le financement → les E n'arriveront pas à investir suffisamment car il y aura peu d'épargne de la part des ménages et de ce fait les E ajusteront leur P° pour réfréner les ménages qui veulent trop dépenser.

➔ **D'où l'intérêt de l'ouverture :** les E pourront dépenser plus ou moins que leur P°. L'ouverture de l'éco permet de desserrer cette contrainte de financement, l'ensemble des agents de l'éco n'est plus limité dans sa dépense par la P° intérieure et même le revenu national. L'éco national peut emprunter au RdM de quoi dépenser plus que son revenu national (à condition que le RdM accepte de prêter à l'éco).

2 cas de figure d'éco nationale dans ce cas là :

Dépense intérieure > Revenu national	**Dépense intérieure < Revenu national**
Déficit courant	Excédent courant
Entrée nette de Kx	Sortie nette de Kx
Excédent du compte financier (endettement sur le RdM)	Déficit du compte financier (accumulation de créances sur le RdM)

• **Tableau de l'équilibre emploi-ressources d'une économie nationale**

	ÉCONOMIE FERMÉE	ÉCONOMIE OUVERTE
Ressources	PIB (Y)	PIB(Y) Importations (IM)
Emplois	- Consommation finale (C) - FBCF privée (FBCF) - Dépense publique (G) - Variations de stocks (VS)	- Consommation finale (C) - Investissement privé (I) - Dépense publique (G) - Exportations (EX)
Équilibre emplois-ressources (Ressources = Emplois)	Y = C + G + FBCF + VS *(Par convention : FBCF + VS = I → I = Investissement privé)* **(1) Y = C + G + I = A** *(A = Absorption : dépenses intérieures totales = tout ce qui a été dépensé par les agents au cours de la période)*	Y + IM = C + G + I + EX Y = C + I + G + (EX – IM) **(1') Y = A + (EX – IM)** *(EX – IM = Balance commerciale)*

⇨ ***Contrainte de financement de l'économie nationale***

Du PIB au RNB :
En éco fermée, PIB = RNB.
En économie ouverte, le revenu des agents résidents n'est pas forcément limité aux revenus qu'ils tirent de la P° nationale. Ils peuvent aussi percevoir des revenus en plus qui découlent de leur participation dans d'autres économies nationales. *Exemple : un ménage qui acquiert des dividendes US*.

RNB = PIB + REVENUS VERSÉS PAR LE RdM – REVENUS VERSÉS AU RdM

RNB = PIB + U → U = entrées de revenus – sorties de revenus (= balance des revenus)

La France perçoit plus de revenus du RdM qu'elle en verse au RdM (gde partie de la dette publique est détenue par des agents étrangers mais cela rapporte peu alors que les E françaises qui investissent à l'étranger rapportent bcp). Cas de nbx pays dvpés. Un pays comme la France peut financer un déficit commercial par une partie des excédents de revenu.

	ÉCONOMIE OUVERTE	ÉCONOMIE FERMÉE
RNB	**RNB = Y + U = A + (EX - IM) + U** *(EX - IM) + U = balance courante (BC)* **→ *BC = balance commerciale (EX – IM) + balance des revenus (U)*** **(2') RNB = A + BC → BC = RNB – A**	**U = EX = IM = 0** **(2) RNB = Y = C + I + G = A**

On peut avoir un excédent commercial en même temps un déficit courant et inversement.
Déficit courant : l'économie a plus dépensé que perçu de revenus → A > RNB
Excédent courant : l'éco a moins dépensé que perçu de revenus → A < RNB

◊ ***Approche par les revenus* : *Quels sont les origines et emplois possibles pour ces revenus ?***

RESSOURCES	EMPLOIS
PIB Transferts nets de revenus en provenance de l'étranger (U) **→ Entrée de revenus**	Consommation (C) Épargne (S) Impôts (T) **→ Sortie de Revenus**

Equilibre Emplois-Ressources (approche par les revenus en éco ouverte) :
PIB + U = C + S + T
(3) PIB = C + S + T – U

(1') Y = C + G + I + (EX – IM)
(3) Y = C + T + S – U
(1') – (3) : 0 = (G – T) + (I – S) + (EX – IM) + U

◊ Contrainte de financement de l'économie

(4) (EX – IM) + U = (T – G) + (S – I) → (EX – IM) + U : Balance courante du pays (BC) ; (T – G) : Epargne nette publique ; (S – I) : épargne nette privée ➔ (T – G) + (S – I) : « Capacité de financement » ou « épargne financière nette ».
➔ **BC = RNB – A**
➔ **BC = (T – G) + (S – I)**

Contrainte de financement en économie fermée : G – T = S – I

Ces 2 expressions peuvent être positives ou négatives :

- En **économie fermée**, par définition la balance courante du pays est équilibrée donc la contrainte de financement = 0. Si les administrations publiques présentent un déficit, il aura été financé par l'ensemble des agents privés.
- En **économie ouverte**, il n'y a aucune raison que ce soit le cas. On peut avoir une épargne nette publique positive et une épargne nette publique négative : tout le monde est alors en besoin de financement et on peut se tourner vers l'étranger pour se financer. La situation inverse est aussi possible. La contrainte de financement est plus souple.

L'épargne sert à financer l'investissement national et ce qui reste sert à acquérir des créances financières sur le RdM.
Balance courante = RNB –A

A chaque fois qu'un pays présente un **déficit courant**, il y a 2 façons de l'interpréter :

- au cours de la période générale de l'année passée, l'ensemble des agents de l'éco a plus dépensé que le revenu national (la somme de la dépense intérieure > somme du revenu national) ➔ **excès de dépense sur le revenu national** ;
- l'investissement national a été supérieur à l'épargne nationale, cela peut concerner le secteur privé, public ou les deux ➔ **excès d'investissement sur l'épargne nationale**. *Ex : l'Espagne, en raison d'un excès d'investissement, présentait une balance courante très déficitaire et était obligée de faire appel à l'épargne étrangère → L'Espagne, avant la crise, présentait des comptes publics équilibrés, même légèrement excédentaire donc les administrations publiques espagnoles avaient une capacité de financement mais du côté des agents privés : important besoin de financement lié à un boom de l'investissement et à une épargne insuffisante. Ce qui fait que l'éco espagnole dans son ensemble présentait un important besoin de financement.*

• **Des déficits jumeaux ?**

→ ***Tableau I.3 page 5*** : La France présente un excédent courant puisque malgré les 6% de déficit, les agents privés sont en capacité de financement. Allemagne en 1994 : Etat présentait un déficit courant malgré un déficit public bcp plus faible que celui des français.
En 1994, le Mexique avait une épargne intérieure insuffisante au regard de l'investissement et cela conduisait à un déficit important (avant de rentrer en crise) qui était entièrement lié à un excès de dépense privée (agents privés consommaient bcp mais épargnaient peu) car les comptes publics

étaient équilibrés. Ce cas de figure s'est retrouvé en 2006 pour l'Espagne par exemple, mais aussi dans le cadre de la crise irlandaise.

Quand le déficit courant est lié à un excès d'investissement il est davantage soutenable.

Sous **REAGAN**, dans les années 80, les USA présentait un déficit public important et un même temps un déficit courant important, notamment commercial. On parle de « **déficits jumeaux** » : c'est parce que l'Etat présentait un déficit public important qu'on avait un déficit important de la balance courante. Ces 2 déficits étaient la conséquence de la politique de R.REAGAN qui avait fortement augmenté les impôts. Ce raisonnement est construit sur une logique de toutes choses égales par ailleurs, il s'agit d'une relation mécanique entre le déficit publique et le déficit courant. Il y a un lien de causalité entre ces 2 déficits, d'où le terme déficits jumeaux. Si l'Etat réduit son déficit public, il réduira son déficit courant. Les agents privés peuvent anticiper des impôts futurs et ainsi épargner plus.
→ Cf. dossier p.3-4

◊ Le cas de l'UE dans la phase de transition vers la monnaie unique

Dans la phase de transition de la monnaie unique de l'UE, les pays voulant rentrer dans la zone € devaient remplir un certain nombre de critères, notamment en terme de déficit public (qui ne devait pas excéder 3% du PIB). C'est pourquoi ils ont dû mener des politiques monétaires pour résorber leurs déficits publics (politiques d'austérité). On est alors passé d'un déficit budgétaire de –5,4% en 1995 à –0,8% en 1999. ***→ Cf. tableau dossier p.3***

D'après la théorie des déficits jumeaux, il devait y avoir une amélioration des comptes publics qui devait aussi conduire à une amélioration de la balance courante. Or, ce n'est pas ce que l'on a observé et cela peut s'expliquer par des agents privés ayant compensé cette amélioration. Dans ce cas, cette théorie n'a pas été vérifiée. Entre 1995 et 1999, les déficits publics ont été réduits de 4 pts, cependant la balance n'a pas pour autant réduit son déficit. Forte réduction du déficit public qui ne s'est pas du tout accompagné d'une amélioration du solde courant. Il est toutefois indéniable qu'il y ait une relation entre ces 2 déficits mais c'est une relation toute chose égale par ailleurs. Les agents privés ont, en fait, réduit leur épargne au cours de cette période. ***→ Cf. dossier p.3-4***

La théorie de l'équivalence ricardienne peut peut-être expliquer cela.
En **situation de crise économique**, l'État met en place des **plans de relance** mais ils n'est pas du tout évident que la balance publique s'équilibre car les agents privés épargnent beaucoup (épargne de précaution). Le comportement des ménages neutralise les efforts de l'Etat. Ici, c'est l'inverse, l'Etat dépense moins donc les agents dépensent plus. Les agents de l'éco sont rassurés par les efforts de l'Etat et ont anticipé la baisse des impôts donc ils anticipent des revenus plus élevés pour l'avenir car ils se sentent plus riches et se permettent de dépenser plus directement donc ils épargnent moins.

Balance courante = situation d'ensemble de l'économie d'un pays.

→ ***Doc graphique p.5*** : USA, taux d'épargne et besoin de financement.
Dégradation de l'épargne nette des ménages sur la période 1995–2005 alors que le besoin de financement des APU américaines se réduisait, revenant même en capacité de financement.

2) Les déséquilibres financiers internationaux (DFI) : opportunités et risques

◊ ***Des déséquilibres courants aux DFI***

Les **déséquilibres financiers internationaux** sont la contrepartie des déséquilibres courants que l'on vient de présenter. Certaines économies présentent un déficit courant. Ce déficit courant signifie que ces économies dépensent trop par rapport à leur revenu ce qui signifie que l'économie présente un besoin de financement qui va être couvert par des entrées nettes de capitaux (IDE, investissements de portefeuille ou avoirs de réserve). On va donc avoir un excédent du compte financier (déséquilibre du compte financier). Et inversement.

Déficit courant	Excédent courant
Dépense intérieure > Revenu National Besoin de financement Entrées nettes de capitaux > Sorties nettes de capitaux	Dépense intérieure < Revenu National Capacité de financement Epargne financière nette positive Sorties nettes de capitaux > Entrées nettes de capitaux
Excédent du compte financier	Déficit du compte financier

Nécessairement l'excédent financier des uns est la contrepartie du déficit financier des autres.

→ Les déséquilibres financiers sont l'exacte contrepartie des déséquilibres des comptes courants (transferts d'épargne de certains pays vers d'autres économies).

Ces déséquilibres financiers internationaux présentes des opportunités (surtout une grande opportunité) mais ils peuvent surtout déclencher une crise (souvent matérialisée par une crise de chance).
Ces DFI = fréquents et récurrents dans l'histoire. Au cours de l'histoire, à chaque fois qu'il y a eu de tels déséquilibres, cela a souvent accompagné la croissance éco mais souvent au cours de l'histoire ces DFI ont débouché sur une crise (« sudden stop »).

Une opportunité

Ils présentent une opportunité car ils permettent de desserrer les contraintes de financement des économies nationales, et donc indirectement de maintenir la croissance → ***Cf. Doc page 20***.

⇨ ***Les DFI desserrent la contrainte de financement des économies et soutiennent la croissance***

En éco fermée, on a une contrainte de financement qui risque de brider la croissance de l'éco, l'I nationale est contraint par l'épargne nationale. L'ouverture (commerciale et financière) de l'éco permet de desserrer cette contrainte, cela permet de déconnecter au moins partiellement l'épargne et l'investissement national.
→ Cf. dossier p.19
L'ouverture de l'éco peut desserrer la contrainte de financement car les agents peuvent produire pour le RdM, ce qui permet de soutenir une croissance plus forte pour l'éco nationale, cela implique nécessairement que l'éco dégage un excédent courant (Exporte bcp) dont la contrepartie financière est inévitablement un déficit financier. En fait, l'éco nationale exporte son excès d'épargne : les E produisent bcp, donc il y a bcp de revenus, donc les agents peuvent bcp épargner à condition qu'ils

placent une partie de leur épargne à l'étranger.

Les DFI permettent de desserrer la contrainte de financement des économies nationales et soutiennent la croissance : un parallèle avec le rôle du système financier national.

Si dans une économie, les ménages ont une très forte propension à épargner et dépensent peu, pour soutenir un fort niveau d'activité, il faut que les autres agents, notamment les entreprises investissent beaucoup. Mais, si elles ne peuvent vendre leurs produits qu'aux ménages nationaux, elles ne sont guère incitées à investir beaucoup. Les entreprises investiront donc peu, ce qui réduira les revenus des ménages de façon à limiter leur épargne au besoin de financement des entreprises. C'est un ajustement par le bas avec une faible croissance qui a lieu. L'équilibre comptable Emplois-Ressources est bien évidemment respecté mais il l'est pour un niveau d'activité faible du fait de la faible propension à dépenser des agents qui exerce une pression déflationniste sur l'économie.

Si au contraire l'économie nationale peut exporter son épargne, elle peut soutenir un niveau d'activité plus important. Grâce aux débouchés extérieurs, les entreprises investissent et produisent. Elles embauchent et distribuent beaucoup de revenus. Ces revenus nourrissent une épargne qui est exportée, permettant au RDM de régler ses achats et donc d'absorber les exportations du pays. Elle produit alors plus et exporte plus qu'elle n'importe. Elle dégage un excédent courant dont la contrepartie est l'acquisition de richesse sur le RDM. L'équilibre Emplois-ressources est là encore atteint mais pour un niveau d'activité et d'emploi plus élevé. Les fourmis peuvent travailler. Et les cigales peuvent chanter.

Le raisonnement est ainsi le même qu'en économie fermée. S'il n'existait pas de système financier permettant des transferts de pouvoir d'achat entre les agents d'une économie nationale, les individus devraient dépenser ni plus ni moins que ce qu'ils gagnent et l'ajustement se ferait par le bas. Les gens dépensiers devraient réfréner leur envie et limiter leurs dépenses à ce qu'ils ont perçu comme revenu au cours de la période ; les gens parcimonieux devraient travailler et produire moins pour ne pas gagner plus que ce qu'ils veulent dépenser.

◊ *Long-terme : les DFI permettent le financement du rattrapage des PED*

On peut appliquer cet argument au financement des **PED**. En effet, les PED sont des pays caractérisés par leur pauvreté et la jeunesse de leur population et ces 2 éléments combinés font que l'épargne intérieure est faible. Il est difficile d'épargner beaucoup sur un revenu pas élevé. Dans le même temps, ces pays ont des **besoins de financement** qui sont considérables, notamment pour le financement de toutes les infrastructures qui sont des biens indivisibles. Certains considèrent que c'est un des cercles vicieux des PED.
A l'inverse, les **pays développés** sont plutôt riches et vieillissants, par conséquent ils ont une épargne nationale importante et comme ils ont déjà investi dans les infrastructures nécessaires à leur développement, ils ont un besoin de financement beaucoup moins grand (moins besoin d'investir) et donc ils présentent une **capacité de financement**.
➔ Les mécanismes de marché devraient conduire naturellement les capitaux des pays développés vers les PED : **transfert de biens financiers** des PDEM vers les PED → cela sera bénéfique puisque ces pays pourront par exemple soutenir l'économie nationale en important des produits étrangers.

De plus, dans les **PED**, le **K est relativement rare** ce qui explique une productivité marginale élevée qui entraîne à son tour un rendement du capital élevé (d'après la théorie néoclassique).
Symétriquement, dans les **PDEM**, le **K est relativement abondant**, ce qui explique une productivité marginale faible qui entraîne un rendement du capital faible.
Il est donc, a priori, tout à fait normal qu'un pays dans sa phase de développement présente un déséquilibre courant et financier, cad que dans un 1er temps il présente un déficit courant (besoin de financement) qui parvient à couvrir ses besoins en capitaux (permet d'acheter des B et S) mais ces capitaux permettent de financer la croissance et donc ce pays en se développant progressivement devient capable de rembourser sa dette extérieure. On peut donc imaginer des **transferts d'épargne entre pays au cours du processus de développement**.

➔ C'est ce qu'on appelle la **théorie des stades de la balance des paiements** :
- D'abord, le pays emprunte à des pays en capacité de financement pour pouvoir financer son développement → **entrée de capitaux étrangers dans le pays**.

- Grâce à ces capitaux, le pays développe ses produits et devient capable d'exporter. Dès lors, son **déficit commercial devient un excédent commercial** qui s'accompagne toutefois toujours d'un déficit courant car il y a toujours de capitaux étrangers investis dans le pays.
- Mais dans un 3e temps, le pays va devenir **capable de dégager un excédent courant** en exportant beaucoup et en plaçant des capitaux dans le RdM (dès lors, le pays pourra se permettre d'avoir un déficit commercial car il aura un excédent de revenu).

➔ **De manière générale, cette organisation soutient la croissance à LT.**

⇨ *Court-terme : les DFI permettent d'absorber les chocs conjoncturels*

On peut aussi avoir des DFI à la suite de chocs conjoncturels. Lorsqu'une éco est frappée par un choc conjoncturel, les DFI peuvent grossir et permettre ainsi d'absorber au moins en partie ces chocs.

Par exemple, dans une **économie touchée par un choc de demande négatif**, les consommateurs perdent confiance et consomment moins (veulent épargner plus). La demande intérieure ralenti et baisse même. **Ce choc peut être amorti grâce à l'ouverture de l'économie avec les débouchés extérieurs**, ce qui limite la récession dans le pays. Dans ce cas l'éco exporte un excès d'épargne donc les capitaux sortent, ce qui soutient la demande extérieure pour les produits nationaux. La demande étrangère va peut-être augmenter après ce choc, car dans ce pays la montée du chômage réduit la progression des salaires, ce qui donne de la compétitivité aux produits nationaux. Un tel choc va alors s'accompagner d'un excédent courant et d'un déficit financier.

Exemple du recyclage des pétro-dollars *: choc pétrolier, choc récessif, négatif qui a touché les pays européens → conséquences néfastes sur la croissance. Choc en partie amorti par le phénomène du recyclage des pétro-dollars : les banques des pays dvpés ont prêté aux PED (qui avaient besoin de Kx pour financer leur dvpt), ce qui a permis à ces PED d'acheter des biens aux pays dvpés, ce qui a permis à ces derniers de payer leur facture pétrolière aux pays exportateurs de pétrole qui ont ainsi pu déposer leur pétro-dollars dans les banques des pays dvpés qui ont ainsi pu accorder des prêts aux PED, etc*.

Quand la croissance s'accélère soudainement dans un pays et pas dans le RdM (choc positif de progrès technique par exemple) ; les entreprises se mettent à investir beaucoup. Si il n'y a pas assez d'épargne intérieure, on emprunte au RDM. C'est souvent le cas en reprise économique. Le pays connaissant cette reprise va voir ses importations augmenter sous l'effet de la hausse de la demande. Dans le même temps, les exportations ne bougent pas ce qui conduit à une dégradation de la balance commerciale. Cette dégradation va alors être financée par l'entrée de capitaux → **déficit courant mais excédent financier** (créance vis-à-vis des autres pays).

Un risque de crise

Ces déséquilibres peuvent, s'ils ne sont pas maitrisés, engendrés des crises.

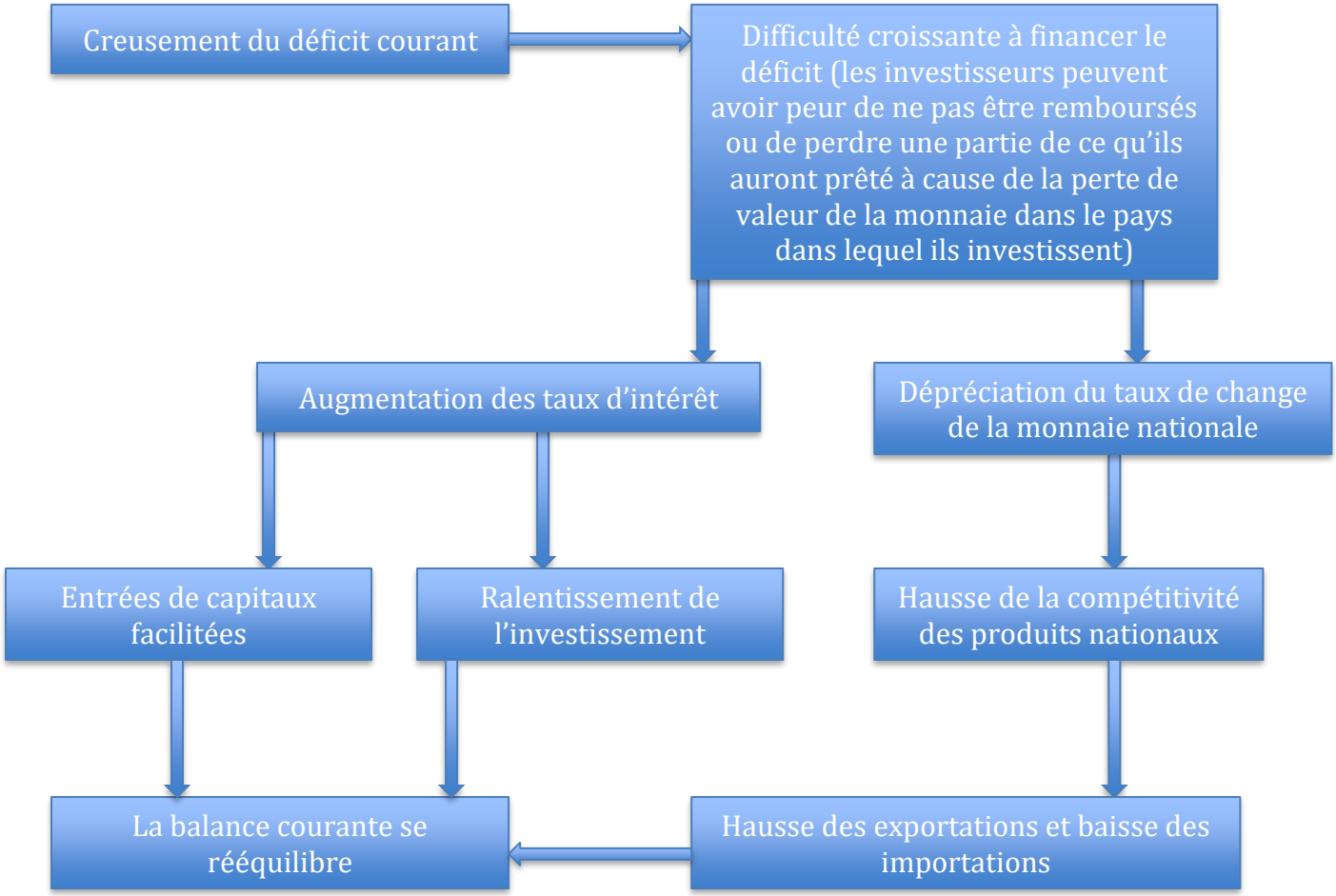
Par définition, si le déficit courant a eu lieu c'est qu'il a été financé. Mais le financement de ce déficit peut être plus ou moins coûteux.

⇨ *Quels sont les mécanismes stabilisateurs ?*

Normalement, si les marchés fonctionnent bien, ces déséquilibres financiers se régulent tout seul et on a un ajustement qui est progressif sans crise majeure. Néanmoins, l'histoire montre que ces mécanismes ne fonctionnent pas beaucoup, il est donc souhaitable de les vérifier avant que les crises arrivent.

Augmentation des taux d'intérêt : cette augmentation des taux d'intérêts peut avoir pour effet de ralentir l'investissement et faciliter l'entrée de capitaux.
Dépréciation du taux de change : si les investisseurs commencent à hésiter à acheter des titres nationaux, les taux de changes peuvent permettre de restaurer la compétitivité des produits nationaux, une augmentation de l'exportation mais aussi des importation. Ainsi là aussi, l'entrée de capitaux est facilitée.

➔ **Ainsi, la balance commerciale se rééquilibre.**



⇨ ***Pourquoi peuvent-ils dysfonctionner ?***

Les ajustements ne sont néanmoins pas toujours efficaces. Leur mise en place est souvent très brutale, cumulative et déstabilisatrice.
Les anticipations des investisseurs sont loin d'être parfaites, les Kx continuent d'affluer dans le pays alors même que les déséquilibres grossissent et après coup sont jugés insoutenables → Les déficits courants peuvent grossir pendant des années sans qu'il y ait variation des taux de change et des taux d'intérêt.
Ces mécanismes eux-mêmes (notamment ceux qui tiennent à la variation du taux de change) ne fonctionnent pas parfaitement, il leur faut du temps pour être efficace : avant que la baisse du tx de change n'entraîne effectivement une hausse des EX et une baisse des IM (amélioration de la balance courante), il faut plusieurs années.
Même si ces mécanismes existent, ils sont loin d'être aussi automatiques, immédiats et efficaces.

Tableau 4 page 5* : *Exemple de la crise Mexicaine de 1994
En 1993, le Mexique a signée l'ALENA avec les USA et le Canada. Cet accord concerne aussi les capitaux. Les capitaux étrangers viennent alors s'investir massivement au Mexique. Le Mexique connaît des entrées massives de capitaux. Le pays présente un déficit courant qui année après année

se creuse. Brutalement, les investisseurs s'inquiètent brutalement des déséquilibres et donc toute l'entrée de capitaux s'effondre. La banque centrale est obligée au bout d'un certain temps de dévaluer la monnaie

Des DFI à la Position Extérieure Nette (PEN)

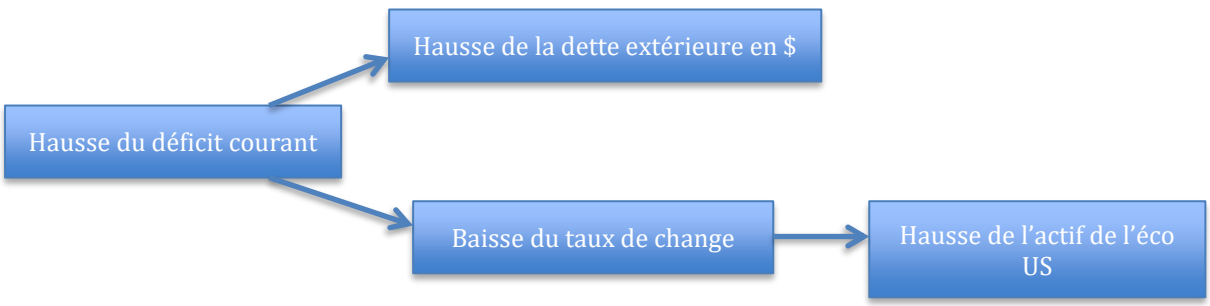
DFI : flux au cours d'une période
Position Extérieure Nette (PEN) : stock à une date donnée ➔ **PEN = créances sur le RdM (actifs émis par RdM et possédés par les agents résidents) – dettes vis-à-vis de RdM (actifs émis par des agents résidents et possédés par des agents du RdM).**
Cette Pen dit si l'éco nationale est globalement créancière ou débitrice du RdM. Cette situation est le résultat des excédents ou déficits passés.

➔ Cf. tableaux TO-2 : « Position extérieure » et TO-4 : « Position extérieure de la France », dossier p.14
Les français ont plus d'IDE placés à l'étranger que d'étrangers d'IDE en France.
En 2014, en France, on a une PEN de -418 milliards d'€, soit 20%.

➔ Dossier p.18-19 : PEN des USA
En 2014, aux USA, la PEN était de -7000 milliards de $.

3 facteurs de variation de la PEN :

- **Solde courant et financier** : si au cours de l'année l'économie présente un déficit courant, cela veut dire qu'au cours de cette année le pays s'est endetté auprès du RdM de l'équivalence des déficits courants, cette nouvelle dette s'ajoute à la dette des années passées et détériore la PEN. Déficit courant → endettement net vis-a-vis du RdM au cours de cette année → la PEN se dégrade.
- **Variation du taux de change** : très souvent, l'actif et le passif d'une économie nationale ne sont pas libellés dans la même monnaie. Dans le cas des pays dvpés par exemple, à fortiori pour les USA, le passif est presque exclusivement en monnaie nationale. L'économie s'est endetté dans sa propre monnaie Quand la banque centrale achète des titres, elle le fait en $. Alors que l'actif est en devise étrangère. Ex : une entreprise US qui rachète une entreprise française, la rachète en €. Si elle investit au Japon, elle investira en yen. Lorsque le tx de change de la monnaie nationale se déprécie, l'actif de l'éco nationale augmente en monnaie nationale et donc la PEN s'améliore. Quand le $ baisse (dépréciation), la dette reste la même MAIS les créances US sur le RdM prennent de la valeur en $. Et donc mécaniquement la baisse du $ améliore la PEN. D'où l'importance des flux. Entre 2001 et 2007, les USA accumulent des déficits courants très importants et pourtant malgré cette endettement nette, la PEN américaine s'est sensiblement améliorée, ce qui s'explique en grande partie par la faiblesse du $ à l'époque qui se déprécie pendant cette période. A la faveur de la crise éco, le déficit américain s'est nettement résorbé mais la PEN s'est très fortement dégradée. Il y a un avantage pour les USA à s'endetter en monnaie nationale.



- **Variation de la valorisation des actifs** : une part importante des actifs des différentes

économies est placée sur les marchés financiers. Or ces produits voient leur valeur changer en permanence. Quand le cours des actions des E US augmente, cela augmente le passif de l'éco US. Ces effets de valorisation ont joué, avec le tx de change, pour expliquer l'éclatement de la bulle japonaise ou le krach de 2000 par exemple (l'effondrement de la bourse américaine ont augmenté la PEN du pays).

➔ Le fait pour une économie d'avoir la possibilité d'importer des capitaux, ou exporter un excès d'épargne lui permet de desserrer sa contrainte de financement et de favoriser la croissance. Néanmoins si ces déséquilibres s'accumulent, il peut y avoir des risques d'ajustement brutal. Il existe toutefois des mécanismes régulateurs.

Toutes ces opérations vont être enregistrées dans la balance des paiements …

3) L'enregistrement comptable des relations économiques internationales : la Balance des Paiements

Présentation générale

⇨ *Principe de construction et d'écriture*

La **balance des paiements** est un document statistique qui enregistre l'ensemble des relations économiques internationales (agents résidents / agents non-résidents). On va par exemple y retrouver les importations, exportations, IDE…
Balance des paiements = Document comptable qui rassemble toutes les opérations qui ont lieu au cours de l'année écoulée entre les agents résidents et ceux non résidents.

C'est la Banque de France qui est chargée d'établir ce document en France, on a donc une publication mensuelle de la BP en France. Le principe fondamental de ce document est d'obéir au **principe de la comptabilité en partie double** : une colonne crédit et une colonne débit. Toutes les opérations éco donnent lieux à deux écritures dans la BP, dans chacune de ces colonnes (deux montants identiques avec un signe différent) car toute opération doit être financée. Par construction, le document est nécessairement équilibré mais les différents soldes intermédiaires qui la composent ne sont pas forcément équilibrés.
Par convention, on décide d'écrire aux crédits toutes les opérations de vente de l'éco nationale et au contraire toute opération d'achat de l'éco nationale sera inscrite dans la colonne débit.
Normalement, toute opération serait écrite deux fois avec un signe différent donc la somme de toutes les lignes devrait faire 0.
➔ La balance des paiements devrait donc théoriquement être toujours équilibrée.

	Signe positif (crédit) « vente »	Signe négatif (débit) « Achat »
Opérations réelles	Exportations de biens et de services Paiement de revenus de l'étranger à un agent résident	Importations de biens et de services Versement de revenus à un agent non résident
Opérations financières	IDE, IP entrants en France (vente d'un actif à un agent non-résident)	IDE, IP sortants de France (achat d'un actif à un agent non-résident)
Opérations monétaires	Prêt accordé à un agent résident par un agent non résident Diminution des avoirs de réserves de la Banque centrale	Prêt accordé à un agent non-résident par un agent résident Augmentation des avoirs de réserve de la BC

→ Cf. tableau dossier 1 p.6 (plus détaillé p.7 et 10) + p.8-9 (exemples d'écritures)

La balance des paiements est établie à partir de sources statistiques différentes et agrégées. Les importations et les exportations sont enregistrées par les douanes, les opérations financières sur la base des déclarations des banques (mais pas toutes), ce qui fait que le document statistique n'est pas parfait (pas toutes les infos), pas équilibré, c'est pour cela qu'on y ajoute par convention une ligne « ***erreurs et omissions nettes*** ».

Dans son ensemble, la balance des paiements est équilibrée mais chacune des parties peut être déséquilibrée. Il faut donc s'intéresser aux différents soldes de cette balance.

⇨ *Principaux soldes de la Balance des Paiements*

On parle régulièrement des déséquilibres de la BP, on fait référence aux déséquilibres des différentes parties de la BP. Il faut donc s'intéresser aux différents soldes de la BP.
→ Cf. dossier tableau 2 p.6

On peut répertorier :

- **Comptes courants →** Balance courante = EXp et IMp de B&S (solde commercial et solde des services), transferts courants, revenus nets de capitaux (+ revenus secondaires).
- **Comptes du capital** : transfert en capital.
- **Comptes financiers (ou comptes de tiers)** : IDE, Investissements de portefeuille (= actions, obligations, produits dérivés), autres investissements (dont compte public), erreurs et omissions nettes.
- **Comptes de valeurs →** transactions monétaires : opération du secteur bancaire dont banques commerciales et banques centrales.

Épargne financière nette = Balance courante + transferts en capital
Balance globale = Comptes courants + Comptes du capital+ Compte financiers (→ pour savoir si on est en capacité ou en besoin de financement)
Variation des avoirs de réserve = Comptes courant + Comptes de capital + Comptes de tiers + Comptes de valeur (balance monétaire)

Généralement, la balance courante est égale à la balance financière (signes différents) donc s'il y a un déficit courant, il y a forcément un excédent financier et inversement.

Besoin à financer d'un pays = investissements directs + transactions courantes

• <u>La BP de la France</u>

→ Cf. Doc page 9 + page 11

On n'a aujourd'hui pas assez d'épargne pour investir sur le territoire français. En plus du déficit courant, il faut aujourd'hui financer les IDE.

Tous les ans au mois de juin, la Banque de France publie les chiffres annuels de la balance des paiements.
(Nb : PIB Français = 2000 milliards d'euros)

Compte des transactions courantes : la France présente un déficit courant depuis 2004-2005 (environ 30 milliards d'euros soit 1,5% du PIB). La PEN (position extérieure nette) de la France est négative. Les créances sont moins nombreuses que les dettes sur le RDM mais les créances rapportent plus. Globalement chaque année, le RDM verse plus de revenus.

Compte financier : on investit plus à l'étranger que les étrangers investissent en France.

• **<u>La BP de la zone €</u>**

→ ***Cf. Doc page 15 : Balance des paiements mensuelle de la zone euro***
Excédent courant de 223 milliards d'€ (PIB zone € ≈ 10 000 milliards d'€) → soit ≈ 2% du PIB.
Excédent de l'Allemagne considérable.

Tableau 2 : Balance des paiements mensuelle de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; flux ; données brutes)

	Chiffres cumulés sur douze mois à fin de période					
	Janvier 2013			Janvier 2014		
	Net	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	128,7	3 190,3	3 061,6	223,5	3 203,8	2 980,3
Biens	97,8	1 928,0	1 830,2	174,0	1 937,9	1 763,8
Services	90,3	629,4	539,1	111,4	658,8	547,4
Revenus	50,6	533,4	482,8	61,6	510,3	448,7
Transferts courants	-110,1	99,5	209,6	-123,5	96,9	220,4
COMPTE DE CAPITAL	14,4	29,6	15,2	19,0	29,8	10,8
	Solde	Avoirs	Engag.	Solde	Avoirs	Engag.
COMPTE FINANCIER[1]	-154,8			-238,8		
INVESTISSEMENTS DIRECTS[2]	-29,1	-323,2	294,1	-99,6	-186,0	86,4
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	33,5	-189,7	223,5	-61,0	-114,9	54,5
Autres opérations principalement prêts intragroupes	-63,1	-133,5	70,5	-39,0	-71,1	31,9
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	153,5	-182,4	336,0	138,8	-210,4	349,3
Actions	83,7	-71,7	155,4	127,4	-125,4	252,7
Titres de créance	69,8	-110,7	180,5	11,5	-85,0	96,5
Obligations	58,4	-119,1	177,5	9,6	-60,8	70,4
Instruments du marché monétaire	*124,4*	*-505,7*	*630,0*	*39,2*	*-396,4*	*435,6*
Pour mémoire : montant cumulé des investissements directs et de portefeuille	13,9			8,8		
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS (NET)	-275,5	-22,7	-252,8	-284,6	46,0	-330,6
AUTRES INVESTISSEMENTS	37,0	-1,3	38,3	-45,0	21,9	-66,9
Eurosystème	-0,7	2,4	-3,1	-2,3	4,2	-6,5
Administrations publiques	7,8	7,8		-4,1	-4,1	
dont : monnaie fiduciaire et dépôts	-239,2	70,6	-309,8	-261,1	-11,6	-249,6
IFM (hors Eurosystème)	-10,8	21,2	-32,1	69,3	139,8	-70,5
long terme	-228,4	49,3	-277,7	-330,4	-151,4	-179,0
court terme	-72,6	-94,4	21,8	23,8	31,4	-7,6
Autres secteurs	-47,9	-47,9		-13,3	-13,3	
dont : monnaie fiduciaire et dépôts	-17,6	-17,6		-2,3	-2,3	
AVOIRS DE RÉSERVE	11,7			-3,7		
Erreurs et omissions						

Source : BCE

Partie 2 : A la recherche des déterminants du taux de change

Introduction

Le marché des changes, ses acteurs et leurs stratégies

Marché des changes : compartiment des marchés financiers sur lequel s'échange les monnaies entre elles à un prix (le taux de change) qui évolue continuellement en fonction de l'offre et de la demande sur ce marché. Donc **taux de change = prix à un moment donné d'une monnaie contre une autre monnaie.**

Ce marché n'a pas d'existence matérielle. Il est fait de l'interconnexion des différents intervenants (appelés « *les cambistes* ») qui sont reliés grâce à l'outil informatique et qui peuvent échanger en permanence des monnaies contre d'autres monnaies. Le marché des changes fonctionne en continu grâce au décalage horaire.

Le taux de change est en fait une moyenne de toute une série de transaction des banques (valeurs indicatives). Il existe 2 cotations :

Cotation au certain de l'euro (nombre de $ contre 1€) : 1€ = 1,3$	**Cotation à l'incertain de l'€** (nombre d'€ pour acquérir 1$) : 0,75 € =1$

→ Cela induit une implication : selon le côté où l'on se trouve (certain ou incertain), la hausse du taux de change correspond à une appréciation ou une dépréciation → change l'interprétation.

Le marché des changes est essentiellement un **marché interbancaire**, càd que les agents de l'économie qui ont besoin d'échanger une monnaie contre une autre le font rarement directement (sauf pour les grandes E) mais passe par les banques. C'est donc essentiellement un marché sur lequel les banques échangent entre elles de grosses sommes de monnaie. Le change manuel représente une toute petite partie du marché des changes.

Les banques réalisent une première opération de compensation car elles ont beaucoup de clients et les demandes de leurs clients peuvent être complémentaires : un client veut de l'€ alors que l'autre veut du $. Donc les banques vont se porter sur le marché des changes que pour le solde des opérations de leurs clients. Elles achètent ou vendent de la monnaie entre les acheteurs et les demandeurs sur le marché des changes.

→ ***Cf. Dossier tableau page 20 : Activité journalière sur le marché des change :*** Etude de la BRI (Banque des Règlements Internationaux) qui réalise tous les 3 ans une enquête sur le marché des changes → 5 300 milliards de $ sont échangés chaque jours sur le marché des changes. Cela représente à peu près 15 fois le PIB mondial et 65 fois le commerce international.

Le marché des changes est un marché unique fonctionnant en continu, il est appelé le ***FOREX***. Il est toutefois organisé en **différents compartiments** :

- **Marché au comptant :** transactions fermes et immédiates.
- **Marché à terme :** transactions fermes et différées. Sur ce marché les échanges sont différés, cad que l'on s'engage aujourd'hui à acheter ou à vendre, à une certaine date donnée, une certaine quantité de devises, à un certain prix fixé aujourd'hui. Au terme fixé, les échanges ont forcément lieu. → Les agents fixent ensemble les termes du contrat.

- **Marché des produits dérivés :** on parle de produits dérivés car on n'achète pas directement des devises mais on achète un actif qui donne le droit, ferme ou optionnel, d'acheter, de vendre ou d'échanger des devises à une date donnée et à un prix donné. Ce droit a un prix et est librement cessible sur le marché. → futures (= contrats à terme standardisés que l'on peut acheter et revendre en permanence), options de change, swaps.

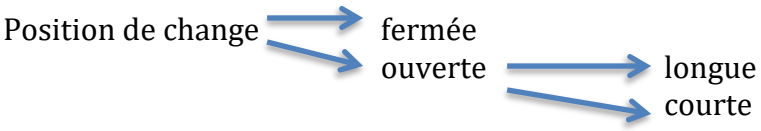
⇨ *Les stratégies en présence*

→ Cf. doc 11.4 page 20

Les agents ont des ressources en devises et de l'autre côté, ils ont des engagements (ou emplois) en devises, cad que d'un côté ils peuvent recevoir des devises mais ils ont aussi des besoins en devises qui découlent de leurs propres dépenses.
La **position de change = somme algébrique des emplois et des ressources en devises aux différentes échéances**.

Si les **emplois sont égaux aux ressources**, on dit que la **position de change est fermée**. Dans ce cas, l'agent en question ne subit pas de risques de changes. Par exemple si un exportateur sait que dans 3 mois il sera payé un contrat de 1Million de $ et qu'il devrai payer lui-même dans 6 mois 1million de $, la position est fermée si il garde ce million pendant 6 mois pour payer. Il ne subit pas le risque de change.

Mais les **emplois ne sont pas toujours égaux aux ressources** (rare). Dans ce cas, la **position de change est ouverte**. De plus, si les ressources sont > aux emplois alors la position de change est ouverte et longue. Et inversement, si les ressources sont < aux emplois, la position de change est ouverte et courte.



Dans les deux cas, on subit le risque de change. Face à cette situation, il existe **3 stratégies différentes** :

Couverture	Spéculation	Arbitrage
Se protéger en reportant le risque sur d'autres acteurs, moyennant un certain coût connu. **➔ L'agent ferme sa position de change.**	Assumer le risque de change et essayer de jouer sur ses variations pour réaliser un profit futur. **➔ L'agent garde sa position ouverte (longue s'il anticipe une appréciation, courte sinon).**	Prendre des positions de change opposées pour des durées différentes afin de jouer sur les différences de valorisation entre les marchés. **➔ Position globale fermée** **Permet d'unifier les marchés (PTIC = Parité des Taux d'Intérêt Couverts).**

→ Cf. tableau 11.5 page 21

Position à terme	Couverture par marché au comptant	Couverture par marché à terme
Longue (devises à recevoir)	- Emprunter les devises - Vendre les devises au comptant	- Vendre les devises à terme
Courtes (devises à livrer)	- Acheter les devises au comptant - Prêter les devises	- Acheter les devises à terme

Fondamentaux du change et taux de change d'équilibre

Sujets classiques aux concours dessus :
- *Comment expliquer les variations de l''€ par rapport au $ depuis sa création ? Comment expliquer les variations du $ pendant les années 1980 ? Comment expliquer le retour à l'or après la 1ère GM ?* (sujets de l'oral ESCP)
- *Depuis le XIXe siècle, qu'est-ce qu'un bon taux de change ?* (sujet Ecricome 2014)
- *Le taux de change est-il encore un bon outil de compétitivité ?* (sujet ESCP 2013)

Pour expliquer la variation du taux de change, on fait intervenir un grand nombre de variables appelés ***fondamentaux du change***. Ce sont toutes les variables, réelles ou nominales, qui déterminent le taux de change (= prix d'une monnaie par rapport à une autre).
La difficulté est double :
- Ces variables sont très nombreuses et influencent chacune de façon différente le taux de change.
- De plus, elles interagissent entre elles pour déterminer au final l'évolution du taux de change. On ne peut donc pas les étudier toutes ensembles tout de suite, mais séparément en raisonnant toutes choses égales par ailleurs.

Ces théories conduisent à établir des relations et il est **très difficile de les étudier empiriquement** puisque chaque variable ne fonctionne pas individuellement. La théorie toute chose égale par ailleurs n'est pas fausse mais seulement partielle.

L'économiste peut dire que fondamentalement, **la vraie valeur dépend des différentes variables identifiées**. Mais il reste qu'à un moment donné, le taux de change sera le résultat des achats et des ventes de monnaie sur le marché des changes, ce qui peut faire que le taux de change, à un moment donné, peut paraître déconnecté des variables fondamentales. Le taux de change, au-delà de ces variables fondamentales, est le prix d'un actif financier sur un marché financier.

Il faut, en plus des valeurs fondamentales, aussi étudier le rôle des anticipations. **On doit distinguer :**
- Le **long-terme** : on peut plus ou moins ignorer les perturbations engendrées par la spéculation. Cela permet de calculer la « ***valeur fondamentale du taux de change*** » (ou « ***taux de change d'équilibre à long-terme*** »), cad la « ***vraie /bonne valeur du taux de change*** ».
- Le **court-terme** : on ne peut pas ignorer les comportements spéculatifs qui font varier le taux de change, il faudra donc les analyser. A CT, il faut faire intervenir les anticipations, le rôle de la spéculation.

Un des enjeux est d'expliquer quelle est la bonne valeur du taux de change ?

1) Prix et taux de change

➔ Taux de change PPA (= Parité Pouvoir d'Achat)

De la loi du prix unique à la loi PPA absolue

Le tx de change d'une monnaie à une autre est sensé pouvoir refléter le PA relatif d'une monnaie par rapport à une autre monnaie. G.CASSEL, 1920
Un même panier de biens doit avoir le même prix dans tous les pays une fois exprimé dans la même monnaie.

Hypothèses de départ de la loi du prix unique :

- **Aucune barrière aux échanges** : pas de droits de douane (pas de barrières douanières), pas de coûts de transactions, pas de formalités administratives, pas de coûts de transport.
- **Concurrence parfaite** : information parfaite, biens homogènes, atomicité des acteurs, libre entrée/sortie (→ respecté sur le plan national et international).

Si nous vivions dans un tel système, la **loi du prix unique devrait prévaloir pour tous les biens**. En effet, le même bien devrait avoir le même prix partout une fois converti dans une même monnaie. Pourquoi ? Car si ça n'était pas le cas, des comportements d'arbitrages seraient possibles, qui progressivement, feraient que cette loi serait vérifiée.

<u>Règle du prix unique</u> :
Pour le bien i, son prix en euro dans la zone euro $\mathbf{p_i^{€}}$, sera tel que :
$\mathbf{p_i^{€} = C \cdot p_i^{\$}}$ → où $\mathbf{p_i^{\$}}$ est le prix du même bien en $ aux USA et **C** est le taux de change de l'€ coté à l'incertain.
***Exemple** : Imaginons que le bien en question coûte 100€ dans la zone euro, et que ce même bien coûte 120$ aux USA. Imaginons aussi qu'au départ le taux de change €/$ est de 1€ pour 1,3$. On voit ici que la règle du prix unique n'est pas vérifiée (100€ = 130$).*
Ainsi si toutes ces hypothèses sont réalisées, les consommateurs iront acheter le bien aux USA. Mais on ajustera :

- *en baissant les prix de la zone € et en augmentant aux USA*
- *l'€ va se déprécier → le taux de change va baisser*

<u>Loi PPA</u> :
Un même panier de bien doit avoir le même prix dans tous les pays une fois exprimé dans la même monnaie. Le taux de change doit donc se fixer à terme de façon à refléter le PA relatif des différentes monnaies.
$\mathbf{p^{€} = C \cdot p^{\$}}$ → où $\mathbf{p^{€}}$ est le niveau général des prix en Europe ; $\mathbf{p^{\$}}$ le niveau général des prix aux USA ; **C** le taux de change de l'€ côté au certain (1€ = x$)
***Exemple** : un panier de biens vaut 100€ en zone € donc pour le même panier de biens, il doit valoir 120$ aux USA. Donc le taux de change PPA de l'€ en $ au certain = 120/100 = 1,2$ (taux de change PPA de l'€ en $ à l'incertain = 100/120 = 0,8$).*

<u>Une loi logiquement non vérifiée (du fait des hypothèses très fortes)</u>

Une première façon originale de vérifier si cette loi est respectée est d'utiliser « **l'indice Big Mac** », proposé par <u>*The Economist*</u> en 1986. Il propose de comparer le prix du Big Mac dans les différents pays dans différentes monnaies, également en équivalent de temps de travail. Cet indice est pertinent puisque les ingrédients utilisés sont universels.
→ <u>*Exemple*</u> *:*
Juillet 2014 : Prix du BigMac aux USA (4,80$ → 3,56€) / Prix du BigMac dans la zone € (3,68€)
Taux de change PPA de l'€ en $ au certain = Prix du BigMac aux USA (4,80$) / Prix du BigMac dans la zone € (3,68€) = 4,80/3,68 → 1€ ≈ 1,3$
Or, sur le marché des changes : 1€ = 1,35$. Donc l'euro est légèrement sur-évalué.
→ Cf. dossier p.23, graphiques p.24

Néanmoins, il y a des **écarts qui restent assez persistants dans cette loi PPA.** On constate que la loi du prix unique est loin d'être vérifiée. → ***Exemple** : sur le marché des changes, avec 1$ on obtient 0,75€. Sur le marché des changes, le $ est sous-évalué puisqu'en PPA 1$=0,78€ (au premier septembre 2014).*

Ces écarts persistants se comprennent assez logiquement en raison des hypothèses nécessaires pour que ce calcul soit vérifié. La **réalité est différente :**

- Malgré la libéralisation, il y a encore des **barrières tarifaires et non tarifaires**, et ces obstacles sont tels qu'il n'y a tout simplement pas de commerce international pour certains produits. Une partie non négligeable des services appartient à ce qu'on appelle le ***secteur abrité***. Il n'y aura donc pas sur ces activités d'arbitrage de la part des consommateurs.
- Les **structures de consommation sont aussi différentes** (prismes culturels desquels dépendent les choix de biens).

Une bonne partie des biens qui rentrent dans l'indice des prix ne donne pas lieu à des arbitrages : la loi du prix unique est loin de s'appliquer à tous les biens, on peut alors avoir dans un pays des prix plus élevés pour le même bien sans que cela donne lieu à des corrections qui garantissent la loi PPA.

La loi PPA relative

Ces difficultés ont porté à établir une loi un peu différente, moins exigeante, la **loi PPA relative** et non plus absolue. Le taux de change nominal va varier et cette variation du taux de change nominal dans le temps va être égale à la différence des taux d'inflation entre les zones monétaires. Le taux de change ne profite pas forcément à la loi PPA relative.

Exemple : *si zone € : 3% d'inflation et USA : 5% d'inflation* ➔ *le taux de change du $ se déprécie de 2%. Après cet ajustement, la PPA n'est pas plus garantie qu'au départ mais tous les écarts qui auraient pu se créer sont répercutés dans le taux de change.*

➔ ***Cf. dossier tableau p.27***

➔ ***Cf. figure 15.2 page 27 :***

En abscisse, le taux d'inflation étranger moins taux USA. En abscisse, l'appréciation de la monnaie par rapport aux $. Si aux USA il y avait un point d'inflation en plus et que la loi était parfaitement vérifiée, les USA se déprécieraient et les monnaies étrangères s'apprécieraient. Tous les pays seraient placés sur la droite diagonale rouge.

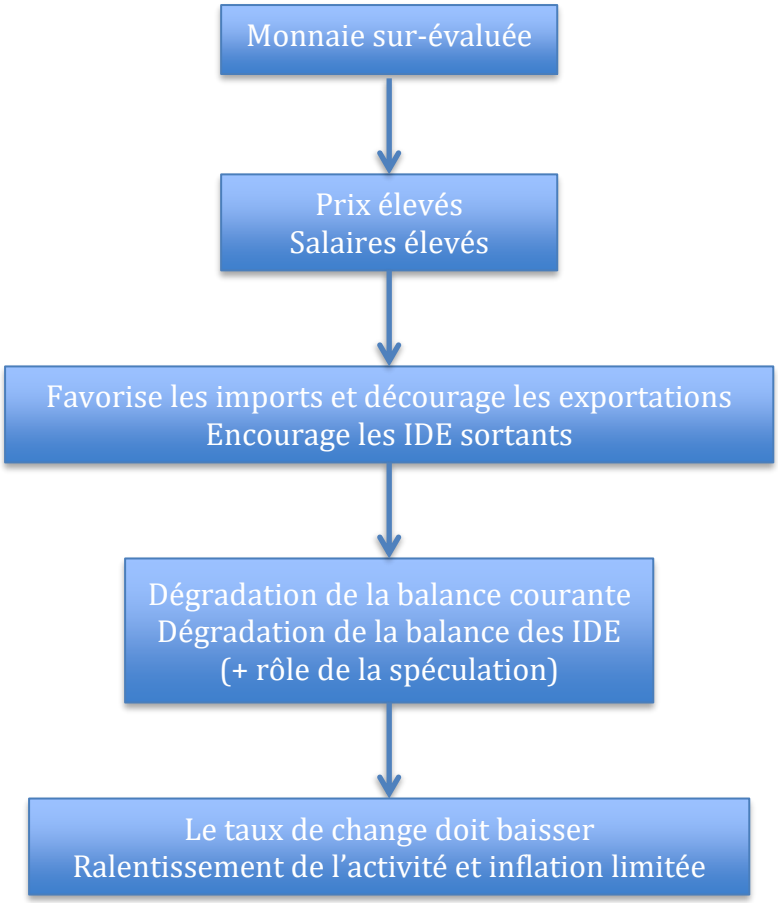
La PPA relative dans la réalité

La figure 15.2 donne la relation entre les changements dans les taux de change et dans le niveau relatif des prix pour 16 pays industriels sur la période 1973-2005 (les taux de change flottants ont été introduits en 1973). L'axe horizontal mesure le taux d'inflation dans le pays moins celui des États-Unis et l'axe vertical le changement dans le taux de change (défini comme le prix en monnaie étrangère du dollar de sorte que sa hausse signifie une dépréciation de la monnaie étrangère et sa baisse une appréciation).

Selon la PPA, les pays avec un taux d'inflation plus élevé que les États-Unis devraient avoir une monnaie qui se déprécie et ceux avec une inflation moindre une monnaie qui s'apprécie. On voit sur la figure que c'est le cas mais une validité parfaite de la théorie demanderait que tous les points soient sur une ligne de pente égale à 1 : la théorie ne fonctionne donc que de manière approximative.

➔ A plus CT, cette loi PPA fonctionne encore moins. Mais à LT, les ajustements sont plutôt conformes.

La PPA : une force de rappel à long-terme



La conséquence de cette non vérification est qu'on a besoin en éco du taux de change réel.

Définition et utilisation du taux de change réel

⇨ *Définition du taux de change réel*

Il s'oppose au taux de change nominal en monnaie. Réel signifie en terme de biens et de services, ce qu'on peut réellement acheté.
➔ **Taux de change réel = prix des B nationaux exprimé en termes de biens étrangers (ou l'inverse).**

Taux de change réel de l'€ en $ = prix des biens européens en termes de biens américains.

$$\textbf{Taux de change réel de l'€ en \$} = \frac{\textbf{Prix du panier de référence européen exprimé en \$ au taux de change courant}}{\textbf{Prix du panier de référence américain exprimé en \$}}$$

Il s'agit d'un indicateur essentiel car il permet de mesurer la compétitivité-prix d'une économie et son évolution. La compétitivité-prix dépend de 2 choses (pour savoir si elle est bonne ou mauvaise) :

- le niveau des prix
- le taux de change nominal.

Une seule information ne suffit pas.

⇨ *Interprétation du taux de change réel*

Taux de change réel > 1 : monnaie sur-évaluée par rapport à son PA relatif, faible compétitivité-prix.

Taux de change réel < 1 : monnaie sous-évaluée par rapport à son PA relatif, forte compétitivité-prix.

Loi PPA absolue ➔ Taux de change réel = 1 :

- Baisse du taux de change réel = hausse de la compétitivité (baisse de la sur-évaluation ou sous-évaluation en hausse)
- Hausse du taux de change réel = baisse de la compétitivité (surévaluation de la monnaie en hausse ou sous-évaluation en baisse)

Loi PPA relative ➔ stabilité du taux change réel

L'effet BALASSA – SAMUELSON

D'après cette théorie, le taux de change réel d'un pays s'accroît au fur et à mesure que son économie se développe. Plus un pays est riche, plus son taux de change est élevé (phénomène assez bien mesuré empiriquement).

➔ Cf. dossier p.20

Hypothèse de base : l'économie est divisée en deux secteurs :

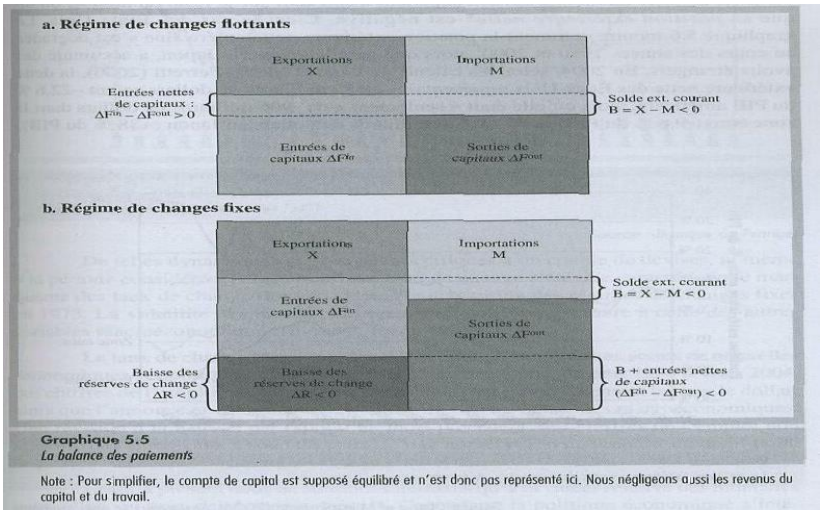
- **Secteur ouvert à la concurrence** → loi du prix unique s'applique seulement à ce secteur. Les PED ont un niveau de productivité plus faible, et pourtant il faut arriver à vendre les produits au même prix. Donc les salaires vont être plus faibles. Ces salaires se retrouvent ensuite dans toute l'économie, aussi dans le secteur abrité.
- **Secteur fermé à la concurrence (abrité)** → pas d'écart de productivité. Les salaires sont également plus faibles dans les PED que dans les PD. Mais la conséquence c'est que les prix dans le secteur abrité dans les PED sont moins élevés que dans les PD, donc les salaires plus faibles et les services moins cher. Par conséquent, le niveau général des prix est plus faible que dans les PD.

Progressivement, ces PED au cours de ce processus rattrapent ce retard de productivité, et les salaires se diffusent dans toute l'économie, y compris dans le secteur abrité. Ceci est à l'origine d'une **tendance inflationniste dans les PED**. En effet, dans le secteur abrité, il n'y a pas les mêmes gains que dans le secteur ouvert à la concurrence.
➔ C'est l'effet BALASSA – SAMUELSON.

Il existe des écarts de développements réels dans les pays de la zone €, mais aussi des écarts de salaires et prix non négligeables. Ce que dit cet effet c'est que l'inflation est nécessairement structurellement plus forte dans les pays les plus pauvres que dans les pays les plus développés. Cela rend difficile la gestion de la zone et peut expliquer certaines pressions déflationnistes dans les pays les plus développés de la zone.
Le tx de change nominal ne peut pas servir de variable d'ajustement car les objectifs de Maastricht voulaient faire converger es tx d'inflation. Or, ils n'ont pas les mêmes salaires.

2) Balance des paiements et taux de change

Taux de change et bouclage de la balance des paiements



Graphique 5.5
La balance des paiements

Note : Pour simplifier, le compte de capital est supposé équilibré et n'est donc pas représenté ici. Nous négligeons aussi les revenus du capital et du travail.

• **Dans un régime de changes flottants**

Les importations et les exportations ne sont pas forcément égales. Ici un **déficit commercial est signe d'un besoin de financement**. L'entrée nette de capital correspond à la contrepartie exacte du déficit de capital. On a pu arriver à ça par la variation du taux de change.

C'est la **variation du taux de change qui permet de boucler la balance des paiements**. On part d'un taux de change de départ. On va imaginer que **X<M**. On va donc avoir plus d'agents qui vont être désireux de vendre la monnaie nationale que d'agents qui vont être désireux de l'acheter. Le problème, c'est qu'on ne peut avoir plus de ventes que d'achats sur un marché. Il y a une contrepartie qui découle du déficit commercial et qui viendra des opérations financières. Si, à la fin de l'année, on a effectivement enregistré un déficit commercial, c'est parce que **les entrées de capitaux sont supérieures aux sorties** (si le déficit commercial a été enregistré, il a nécessairement été financé par les entrées de capitaux).

Si les **entrées de capitaux sont insuffisantes pour le taux de changes de départ**, le taux de change se déprécie. La dépréciation du taux de change va dans un premier temps soutenir les exportations (produits plus compétitifs). Ça décourage aussi peut-être certains importateurs (produits étrangers trop chers). Ça favorise donc les entrées de capitaux et décourage les sorties. À la fin de l'année nécessairement, le déficit courant a été financé par une entrée nette de capitaux.

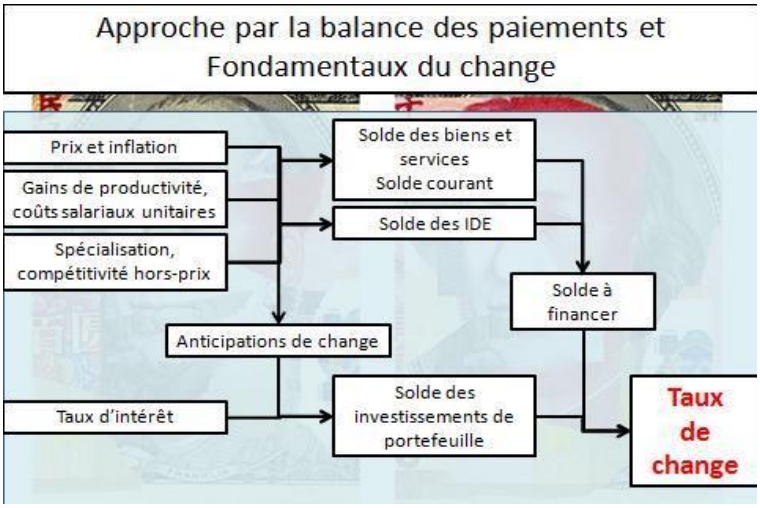
• **Dans un régime de change fixes**

On va surtout regarder le déficit courant. Le taux de change ne varie pas. Le déficit extérieur va être financé par les réserves de change de la Banque Centrale, puisqu'elle vend alors ses réserves. C'est là qu'intervient la balance globale → Ici, le déficit global est important

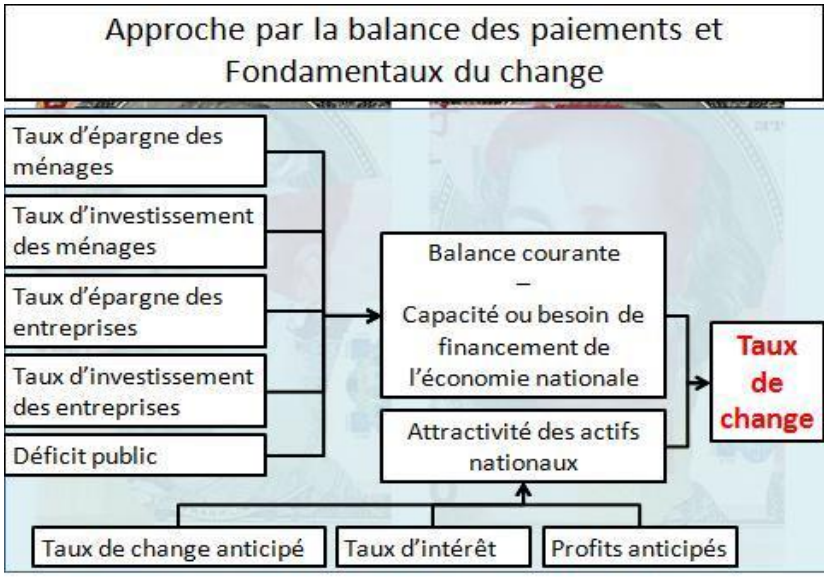
Les économistes vont dire qu'**à LT on ne peut pas avoir une balance excédentaire ou déficitaire**. À long-terme, elle doit être équilibrée. Donc on peut calculer le taux d'équilibre qui permettra cela.

Approche par la Balance des paiements et fondamentaux du change

→ ***Cf. doc 1 page 31 :*** Flèches = « détermine »



→ ***Cf. doc 2 page 31 :***



A CT, ce qui va engendrer la variation du taux de change = l'ensemble des opérations qui ont lieu entre des agents résidents et non résidents et qui donnent lieu à des échanges sur le marché de change.

Là encore, si on a à interpréter les variations d'une monnaie, il faut aller chercher **les variables des taux de change** pour expliquer les appréciations/dépréciations des monnaies. Cela se retrouve derrière la balance courante.

Variation du taux de change et ajustement de la balance courante : condition Marshall-Lerner et courbe en J

• **Dépréciation/dévaluation et balance commerciale**

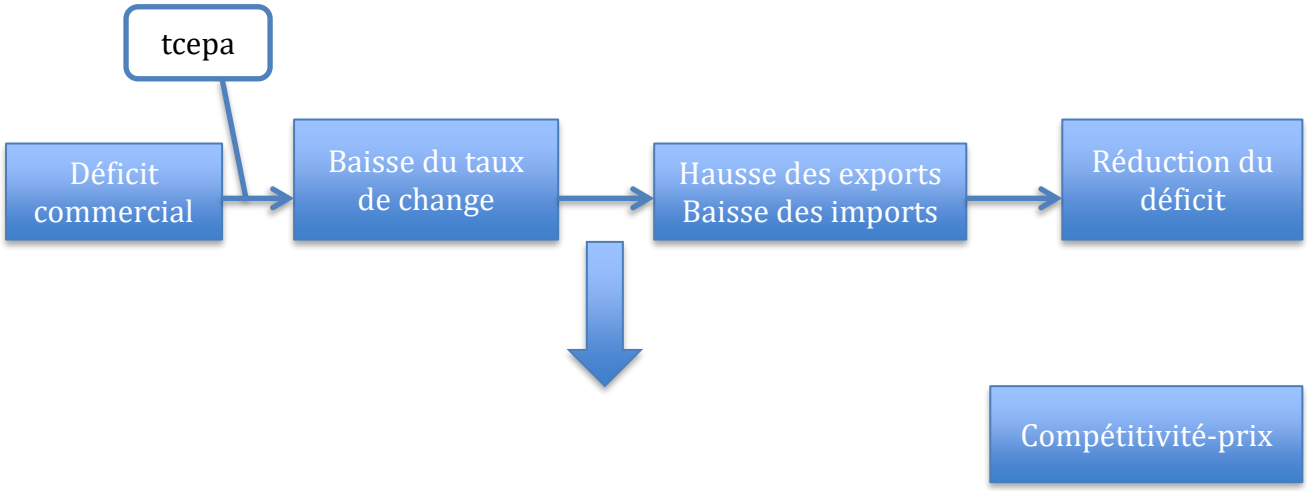
La dépréciation de la monnaie nationale entraîne **3 effets** qui s'ajoutent sur la balance commerciale et par extension la balance courante. Le premier effet est un effet négatif (dégrade la balance commercial), **l'effet prix**. En effet, les importations coûtent désormais plus cher. Si l'euro se déprécie par exemple, cela augmente la valeur des importations et dégrade la balance commerciale. Ce premier effet est compensé par un deuxième effet qui est positif. Normalement, les effets importés et exportés

doivent s'ajuster. Justement, parce que les importations coûteront plus cher, on devra importer moins. Symétriquement, on peut espérer que le RDM achète plus de produits.

3 effets d'une dévaluation/dépréciation :

- **Prélèvement extérieur (effet-prix)** : joue négativement sur la balance commerciale
- **Effet pur de compétitivité (effet volume)** : joue positivement sur la balance commerciale
- **Hausse des revenus et des prix suite à la relance** : joue négativement sur la balance commerciale (inflation)

Effet pur de compétitivité et rééquilibrage automatique de la balance commerciale *(→ Cf. David HUME)* :
Si on raisonne toute chose égale par ailleurs, un **déficit commercial** (plus d'importations que d'exportation) fait **pression à la baisse sur le taux de change**, mais cette dépréciation du taux de change, grâce à la compétitivité prix, permet d'**augmenter les exports et de baisser les imports**, ce qui conduit à une réduction du déficit (amélioration de la balance commerciale).



• **<u>Une relation beaucoup plus incertaine</u>**

Ce mécanisme est, en réalité, partiel : les relations sont beaucoup plus complexes et beaucoup de raisons font que cela ne doit pas fonctionner aussi bien. **De nombreux facteurs perturbateurs :**

- importations inévitables (incompressibles) + comportements de marge des entreprises (augmentation des marges en augmentant les prix à l'importation) = **inflation importée**
- **importance de la concurrence hors-prix**
- **délais de réaction de l'appareil productif**

➔ Toutes ces hypothèses peuvent conduire à une dégradation de la balance courante qui elle-même conduit à une dépréciation et vice-versa (**spirale cumulative**).

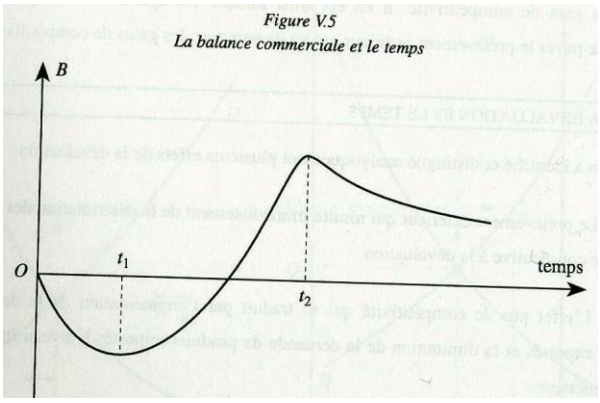
Dépréciation ➔ hausse du prix des biens intermédiaires importés ➔ hausse des coûts de P° ➔ hausse du prix de vente.

• **<u>Théorème des élasticités critiques</u> (condition de MARSHALL – LERNER)**

La dévaluation/dépréciation améliorera la balance commerciale *si et seulement si* la somme des élasticités-prix des imports **et** des exports est supérieure à 1.

Elasticité des imports : $\frac{Variation\ des\ IM/_{IM}}{Variation\ des\ prix/_{Prix}}$ (on change IM par EX pour l'élasticité des exports)

• **<u>La courbe en J : l'ajustement de la balance commerciale au cours du temps</u>**
→ Cf. doc page 32

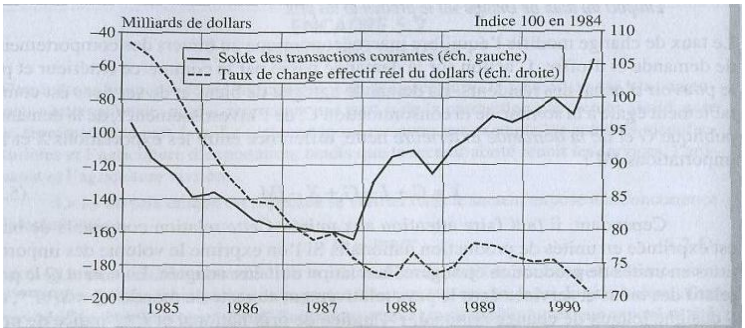


La courbe en J représente l'ajustement de la balance commerciale au cours du temps. On fait l'hypothèse que la balance est équilibrée au départ.

- **Dans un premier temps**, on devrait observer une dégradation de la balance commerciale, car dans un premier temps, on devrait à court-terme continuer à importer presque autant qu'avant (on ne change pas le capital à court terme par exemple). Donc dans un premier temps la balance se dégrade. Il faut un certain temps pour que les importations diminuent (substitution par des biens nationaux) et que les exportations augmentent.
- **Dans une deuxième phase**, l'effet pur de compétitivité commence à re-hausser la balance commerciale, ce qui implique une relance de la compétitivité, mais aussi de l'inflation…
- **Troisième phase** : du fait de cette rehausse de la balance commerciale créant des tensions inflationnistes, il y a de nouveau une perte de compétitivité et une dégradation.

ATTENTION ! Cette courbe reste très théorique.

→ Cf. doc page 32 : La courbe en J des USA :



Graphique 5.12
La courbe en J aux États-Unis, 1985-1990
Source : FERI.

Au début des années 80, le $ s'apprécie et à partir de 1985, il commence à se déprécier. En 1985, la balance courante des USA est déficitaire. Le taux de change du $ se dégrade fortement jusqu'en 1987 où la balance courante se redresse.
Bcp de pays étaient en change fixe par rapport au $ donc le fait que le $ se déprécie n'a rien changé pour eux.

→ Cf. dossier p.79 : Courbe en J de l'€
Le véritable redressement de la balance commerciale de la zone €, c'est à partir de 2011.

Globalement, à terme, une dépréciation est corrélée à une amélioration de la balance commerciale mais elle met du temps à se mettre en place.

Taux de change d'équilibre fondamental

Inventé par WILLIAMSON en 1983.

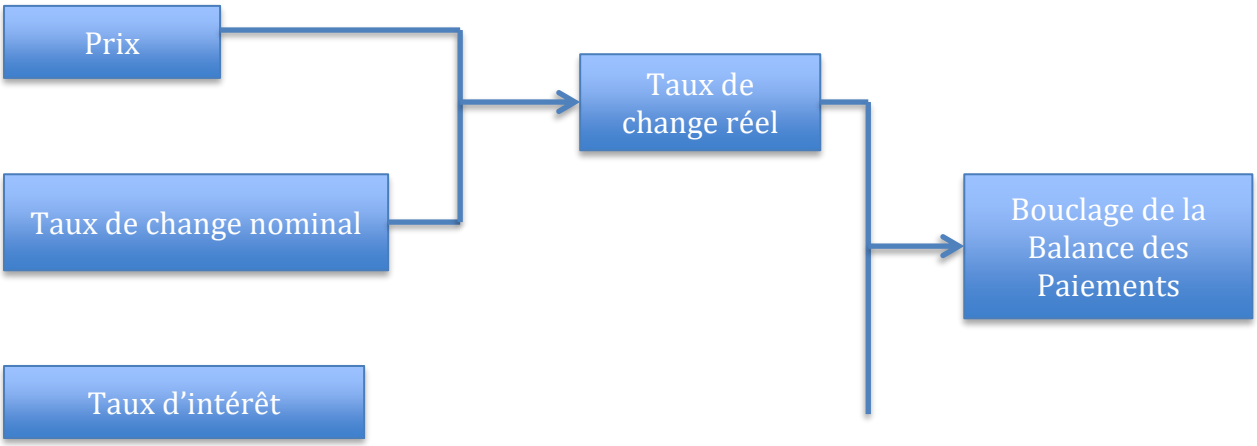
À LT, le **bon taux de change** est celui qui permet à la fois un **bon équilibre des comptes extérieurs** et un **plein emploi des facteurs sur les plans intérieurs**. Pour garder le plein emploi dans l'économie, il faut un certain taux d'intérêt, et un certain taux de change pour que les comptes ne soient pas trop déséquilibrés.

On va définir une **cible de compte courant** (balance courante équilibrée, ou nulle, ou autre) que l'on juge soutenable. Une fois que l'on a défini cette cible, il faut estimer la valeur du taux de changes qui permet d'atteindre cette cible étant donné l'objectif de plein emploi sur le plan intérieur. Pour estimer cela, on doit connaître l'élasticité-prix des importations et exportations.

Étant donné la valeur des élasticités-prix des importations et des exportations, quelle doit être l'ampleur de la variation du taux de change pour atteindre la cible de compte courant, tout en garantissant le plein-emploi des facteurs ?
→ ***Exemple** : Si un pays a une balance courante déficitaire de 5% du PIB, et que l'élasticité prix des imports + exports =2, à chaque fois que le taux de change se déprécie d'1%, globalement, la balance commerciale s'améliore de 2%.*

À CT, il n'y a aucune raison d'obtenir une balance équilibrée. Le taux de change n'est pas la seule variable (*prix, taux de change nominal, taux d'intérêt influence aussi*). Quel devrait être la bonne valeur du taux de change pour permettre à ces déséquilibres de se résorber ?
Quel est à moyen terme le niveau soutenable de déséquilibre pour le compte courant (ou financier, les 2 étant symétriques) ?
***Ex** : USA → cible de solde courant de -1% (cela signifie qu'à CT un déficit courant de 1% est tout à fait soutenable), aujourd'hui, on est à peu près à -4%. De combien le tx de change du $ doit-il se déprécier pour permettre au compte courant de rejoindre sa cible ? Comme une dépréciation de 3% du $ est nécessaire pour résorber le déficit de 1 point → alors une baisse de 9% du $ est nécessaire pour résorber le déficit de 3 points. Mais si la FED décide d'augmenter les intérêts, cela limitera le tx d'activité aux USA, l'inflation, etc. En réalité n'importe quel tx de change peut permettre un retour à l'équilibre du compte courant, à condition d'accepter en même temps un tx d'intérêt faible ou élevé.*

La **bonne valeur du taux de change** est une variable qui permet un **certain équilibre de la balance des paiements**. Si on détermine une certaine cible pour la BP, qu'on juge soutenable à moyen terme, il faut un certain taux de change. D'une certaine façon, n'importe quel taux de change nominal sur le marché, on peut atteindre un équilibre de la BP. À long-terme, le bon taux de change est celui qui permet l'équilibre de la balance, mais qui est en plus compatible avec l'équilibre intérieur de l'économie. On veut en plus la stabilité des prix et le plein emploi.



À LT, le bon taux de change est celui qui permet d'équilibrer la balance, mais qui est en plus compatible avec l'équilibre intérieur de l'économie. Cet équilibre intérieur (objectif du pays), est aussi basé sur :

- le plein emploi
- le PIB (PIB potentiel)

Il y a au moins **3 difficultés derrière cette estimation** :

- Quelle cible de compte courant faut-il choisir ? Cela peut être un excédent ou un déficit.
- L'évaluation du PIB potentiel : A partir de quel niveau de richesse le niveau l'inflation s'accélère ? Cela aura un impact sur la bonne valeur du taux de change.
- L'estimation des élasticités : le taux de change varie, ce qui entraine des baisses ou hausses d'IM ou d'EX.

➔ Une fois que l'on a défini la cible du compte courant et du PIB, il reste à savoir quel taux de change permet de les atteindre. Or, ces mesures sont compliquées et les manœuvres sont variables. Il y a en effet une marge de manœuvre qui montre qu'il est **parfois difficile de trouver le taux de change qui permet d'atteindre l'équilibre intérieur**. Néanmoins, cela donne quand même une idée, une estimation de l'endroit (définition de zones-cibles) où doit se situer le bon taux de change.

➔ Cf. dossier tableau p.41

Exemple : Les USA dans les années 2000…
À l'époque beaucoup d'économistes s'inquiétaient du niveau excessif de déficit courant. Il y avait des craintes d'un effondrement du dollar, puisque celui-ci devait baisser pour retrouver un équilibre de la balance courante. En fait, la détérioration de cette dernière était tout à fait soutenable puisqu'elle résultait d'un arbitrage inter-temporel des agents. Les gains de productivité accéléraient, plus de richesses étaient créées, ce qui conduisait à plus de revenus futurs. Les agents américains auraient anticipé la hausse de leur revenu futur et se seraient mis à consommer dès maintenant plus. Les investisseurs étaient d'accord pour prêter car confiance dans les revenus futurs. Cette détérioration serait donc juste la conséquence d'un arbitrage inter-temporel et du progrès technique. On ne cherchera pas forcement un déficit à moyen terme de 0% (on peut peut-être soutenir un déficit de 4-5%) et il n'y a donc pas besoin d'ajuster outre mesure le $.
Accélération du PT (fin du Paradoxe de Solow, années 90) ➔ Anticipation de revenus futurs + élevés ➔ hausse des dépenses aujourd'hui (arbitrage inter-temporel).

➔ Cf. dossier tableau 4 p.31 : tx de change d'équilibre €/$

➔ A l'aide de cet outil et à côté du taux de change PPA (à LT), on dispose d'une 2e estimation de la bonne valeur du taux de change (à MT).

3) Marchés financiers et taux de change

5300 milliards de $ sont échangés chaque jour sur le marché mondial. Au delà des EX et des IM et des transactions courantes en général, ce qui motive vraiment la variation du taux de change sont les choix des investisseurs à CT.
A CT, le tx de change reste un actif sur un compartiment particulier des marchés financiers et sur le marché des changes. Ce qui fait varier le tx de change à CT : achats et ventes de devises sur le marché des changes.

Modèle du choix de portefeuille et Parité des Taux d'Intérêt Non Couverts (PTINC)

Parallèle avec la théorie PPA déterminée en fonction des choix des consommateurs. On a aussi un comportement d'arbitrage qui va faire varier le taux de change mais ce sont ici des **investisseurs financiers qui effectuent un choix de portefeuille** : ils ont des avoirs monétaires à placer qu'ils vont investir sous forme de dépôts bancaires libellés dans différentes monnaies (choix). On ne va pas arbitrer avec des biens comme pour la PPA mais avec des dépôts bancaires dans différentes monnaies.

Dans ce cadre simplifié, l'investisseur va choisir le dépôt qui lui rapport le plus. En fonction du choix qu'il fera, ce seront plutôt des dépôts en $ ou en € qui seront privilégier et par conséquent ce sera plutôt des $ ou des € qui manqueront sur le marché des changes. Donc le tx de change d'équilibre sur le marché des changes sera celui qui égalisera le rendement anticipé des dépôts dans les différentes monnaies.

Hypothèses : les **dépôts bancaires** présentent les mêmes risques et la même liquidité. Le choix de l'investisseur va donc dépendre du **rendement anticipé** des dépôts dans les différentes monnaies (hypothèse que l'agent est maximisateur). ***De quoi dépend ce rendement anticipé des dépôts ?***

- Du **taux d'intérêt en vigueur dans chaque zone monétaire**. *Ex : Vous placez 1 million d'€ dans une banque française (ex : BNP → €) qui vous propose alors 3% sur un an alors que dans une banque à New York (Ex : CityBank → $) elle peut proposer 5% sur un an. Mais le tx de change sur le marché des changes est 1€=1,10$.*
- Mais ca ne suffit parce qu'il faut aussi anticiper la valeur du **taux de change futur €-$ dans 1 an**. *Ex : on fait l'hypothèse de 1€=1,15$, l'€ s'est donc apprécié donc il devient plus intéressant d'acheter des €, ce qui permet d'apprécier le $, qui devient alors plus attractif et donc le $ devient intéressant à placer, les investisseurs l'achètent, ce qui permet d'apprécier l'€, etc. Autre ex : Si le placement dans la zone € est à 5% et dans la zone $ 10%, cela rapporte 2 fois plus mais si le $ se déprécie de 10%, on perd de l'argent en reconvertissant les $ en € et il aurait donc mieux valu placer directement les € en €.*

Toute la difficulté de cette théorie réside dans la combinaison des taux d'intérêts actuels et des anticipations des taux de changes futurs.

Anticipations de change + Taux d'intérêt = Taux de change au comptant

• Taux d'intérêt et taux de change la PTINC

Placement en monnaie nationale	Placement en monnaie étrangère
1€ permet d'obtenir de façon certaine $\mathbf{(1+i_n)€}$ $\mathbf{i_n}$ = taux d'intérêt national	1€ permet d'obtenir en monnaie nationale : $\mathbf{1/C \cdot (1+i_e) \cdot C^a}$ **C** = nombre d'€ pour 1$ au comptant (taux de change de l'€ à l'incertain) $\mathbf{C^a}$ = taux de change €/$ anticipé, coté à l'incertain $\mathbf{i_e}$ = taux d'intérêt étranger

A l'équilibre, le rendement anticipé des dépôts de monnaie sera automatiquement le même car sinon cela impliquerait des échanges de capitaux et donc des ventes ou achats de monnaie (arbitrage des investissements).

→ Cf. dossier p.80 (démonstration et interprétation PTINC)

Les mouvements de capitaux cesseront quand les 2 rendements anticipés seront égaux :
$(1+ i_n) = 1/C . (1+i_e) . C^a$
Soit pour des taux d'intérêt faibles : **i_e = % de dépréciation anticipée du taux de change (PTINC)**

$(1+i_n)/(1+i_e) - 1 = (C^a/C) - 1$
$(1+ i_n - (1+i_e))/(1+i_e) = (C^a - C)/ C$
$(i^n - i^e)/(1+i^e) = (C^a - C)/C$
$i^n - i^e$ = % de dépréciation anticipée (de l'€)

Comment interpréter le résultat final ?
Pour des anticipations données, si on considère que le taux de change donné, c'est ce qu'ont calculé les investisseurs en posant des fondamentaux, le taux de change doit s'ajuster en fonction des différentes zones monétaires.

Les monnaies qui présentent un taux d'intérêt élevé sont des monnaies qui, dans le futur, ont plutôt tendance à se déprécier et à l'inverse, si les taux sont bas, la monnaie aura tendance à s'apprécier. Avoir une monnaie dont les investisseurs pensent qu'elle va s'apprécier permet de pratiquer des taux d'intérêt faibles. Comme les investisseurs savent qu'ils vont gagner sur le change, ils peuvent comprendre d'avoir un taux d'intérêt faible. A l'inverse, si la monnaie se déprécie de la part des investisseurs, ils seront attentifs aux taux d'intérêt que les banques pratiqueront et demanderont des taux d'intérêt élevé.

→ Cf. dossier graphique page 35

PTINC et ajustement du taux de change : L'ajustement du taux de change au comptant pour $i^€$, $i^\$$ et C^a donnés
La PTINC stipule que le marché des changes est à l'équilibre lorsque la rentabilité des placements en euro et en dollar apparaît identique aux investisseurs. La détermination du taux de change d'équilibre est représentée sur la graphique 13.5 :

- *Pour un détenteur d'euros, la rentabilité des placements en euros est indépendant du taux de change euro- dollar. Elle ne dépend que du taux d'intérêt perçu sur ces placement, supposé donné : $R^€$*
- *Pour un détenteur d'euros, la rentabilité des placements en dollars dépend par contre du taux de change euro/dollar. Pour un certain niveau du taux de change anticipé euro/dollar et un certain taux d'intérêt sur les placements en dollars, la rentabilité est une fonction décroissante du taux de change de l'euro coté à l'incertain. Plus l'euro est fort (ie E est faible), plus l'investisseur obtient de dollars à placer et donc plus la rentabilité est forte. Etant donnés les taux en vigueur dans les 2 zones et les anticipations des investisseurs sur le futur taux de change euro/dollar, si le taux de change au comptant s'établit à E^2, les placements en dollars offrent une rentabilité anticipée plus faible que les placements en euros. Cela conduit à une vente de dollars qui fait progressivement baisser E jusqu'à E^1. L'euro s'apprécie jusqu'à égaliser les taux de rendement anticipés. Un détenteur d'euros obtient de plus en plus en plus de dollars, ce qui améliore la rentabilité des placements en dollars tandis qu'un détenteur de dollars obtient moins d'euros, ce qui réduit le rendement des placements en euros. L'ajustement est inverse en partant d'un taux E^3.*

Marchés efficients et spéculation stabilisatrice

On s'intéresse ici à la **formation des anticipations**.

Théorie des Marchés efficients de E.FAMA (Prix Nobel d'économie en 2013) → 1965.

⇨ *Définition et hypothèses*

Un marché est dit efficient ou informationnellement efficient si le prix d'un actif reflète en permanence sa valeur fondamentale. C'est valable pour tous les marchés financiers donc pour le marché des changes.

Cela suppose certaines hypothèses :

- **Information parfaite** (qualité de l'information) → toute l'information pertinente pour évaluer la valeur/le prix de l'actif sont disponibles sur le marché pour tout le monde et gratuitement.
- Les agents forment des **anticipations rationnelles**, cad qu'ils utilisent toutes ces informations et qu'ils sont dotés de toutes les informations de calcul nécessaire pour les traiter
- On suppose que ces agents pour traiter de cette information ont une **connaissance du bon modèle de détermination du taux de change** → les agents savent comment les variations du taux de change font varier le taux de change.

Les actifs reflètent en permanence sa valeur fondamentale.

ATTENTION ! Cela ne signifie pas qu'ils peuvent prévoir exactement le futur mais cela veut dire qu'en moyenne leurs prévisions sont justes, ils estiment à peu près correctement le taux de change futur. Ils peuvent sur-évaluer ou sous-évaluer le taux de change mais ces erreurs se compensent et donc généralement ils anticipent la bonne valeur du taux de change.

Idée ? Les agents, à partir de cette information qui est disponible, ne peuvent pas prédire avec certitude la valeur future du taux de change mais peuvent faire un calcul de probabilité qui leur permet de calculer l'espérance de ce taux de change. → *Ex : il y a 10% de chance qu'il soit stable, 30% qu'il augmente, etc.*

De nouvelles informations peuvent arriver sur le marché, qu'ils n'avaient pas anticiper car elles étaient impossibles à prévoir lors de la réalisation du calcul → *Ex : une grève*.

Si les marchés sont efficients, la spéculation des anticipateurs est stabilisatrice.

⇨ *Une spéculation réputée stabilisatrice : l'exemple d'une détérioration de la balance courante*

Situation de départ
Déficit courant, pression à la baisse sur le taux de change

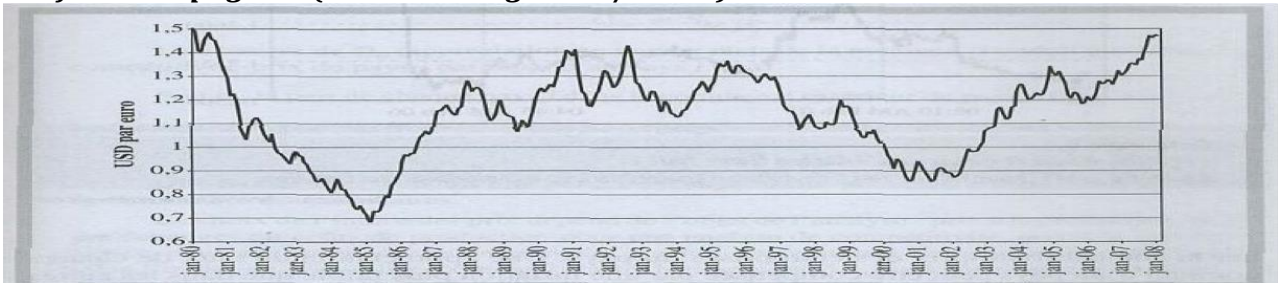
Situation 1 Déficit structurel, mauvais fondamentaux	Situation 2 Déficit conjoncturel, fondamentaux solides
Monnaie sur-élevée au regard de ses fondamentaux	Monnaie correctement évaluée au regard de ses fondamentaux
La spéculation fait immédiatement se déprécier la monnaie nationale	La spéculation empêche la dépréciation de la monnaie nationale
La spéculation rapproche le taux de change courant de sa valeur fondamentale, sa valeur d'équilibre à long-terme	

⇨ *Le marché des changes est-il efficient ?*

Des taux de changes variables et volatiles : le taux de change €/$ a connu de très amples fluctuations depuis les années 80. Maximum historique de l'€ en juillet 2008. Le bonne valeur de l'€ est entre 1,2 et 1,4$.

Théorie difficile à vérifier car le marché est très instable et les anticipations ne répondent pas aux critères de la théorie.
Variations fortes.
Ex : En 2013, aux USA, on avait des chiffres très encourageants sur la reprise de l'économie américaine et les investisseurs ont anticipé une future politique monétaire restrictive. Ils se sont alors mis à vendre de l'€ contre du $. Les marchés sur-réagissent aux anticipations futures.

→ Cf. doc 5.7 page 40 (taux de change euro/dollar)



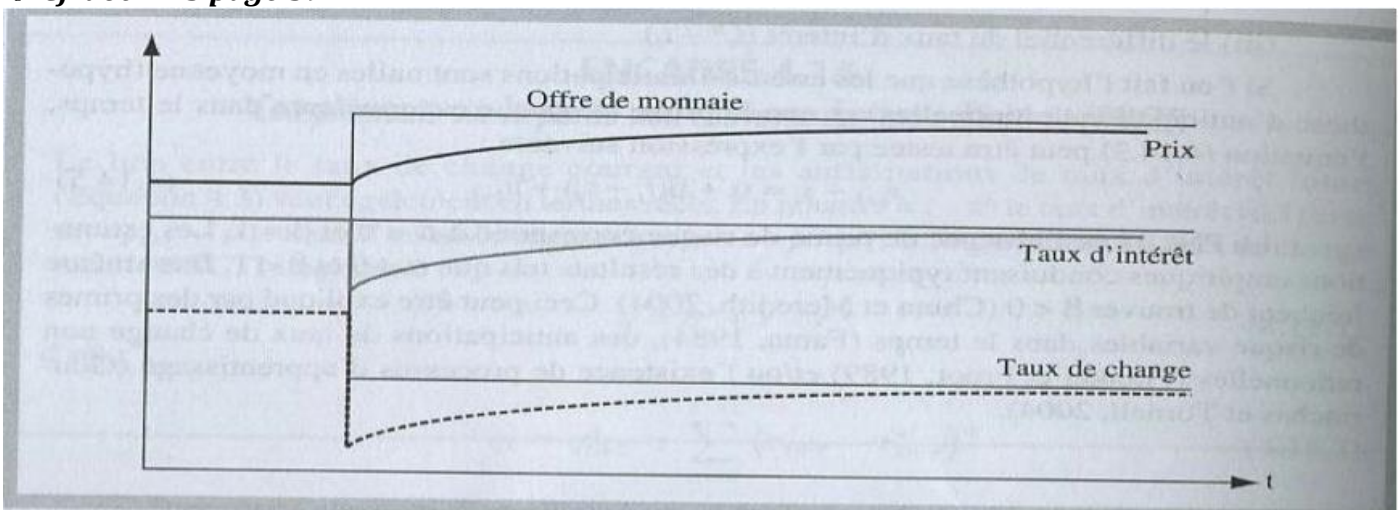
Graphique 5.7
Le taux de change nominal euro/dollar, 1980-2008
(Début de mois, euro synthétique avant 1999)
Source : Banque de France.

→ Cf. dossier article p.39-40

Théorie du sur-ajustement du taux de change (R.DORNBUSH, 1976)

Théorie qui permet de rendre compte de la forte variabilité du taux de change et qui permet de nuancer la critique faite ci-dessus. On peut conserver la théorie des marchés efficients tout en rendant compte de la forte variabilité du taux de change.

→ Cf. doc 4.15 page 59



Graphique 4.15
Le surajustement à la Dornbusch : comment les prix, le taux d'intérêt et le taux de change répondent à un accroissement de l'offre de monnaie

Thèse de DORNBUSH : Il existe des **rigidités dans les ajustements sur le marché des biens et des services** qui entraîne un sur-ajustement du taux de change sur le marché des changes (le marché des changes fonctionne de manière efficiente mais il y a des rigidités sur le marché des biens et des services).

Pour le montrer, on part d'un choc monétaire et on observe les ajustements qui ont lieu à partir de ce choc monétaire.

C'est la BC qui contrôle la monnaie et elle décide d'accroitre la masse monétaire (qui augmente donc subitement de 1%). On fait l'hypothèse qu'il n'y a pour l'instant pas de rigidité sur le marché des biens et des services ➔ ajustement parfait des prix qui augmentent dans la même proportion que la masse monétaire (soit 1%). Donc la masse monétaire réelle est en fait inchangée et il n'y a pas d'effet réel sur les taux d'intérêt. La valeur fondamentale du taux de change se déprécie de 1% et le taux de change s'ajuste.
Choc monétaire (pas de rigidités) : Masse monétaire (M) + 1% → immédiatement, Prix (P) + 1% ➔ Masse monétaire réelle inchangée (M/p) ➔ Taux d'intérêt inchangé ➔ Taux de change : -1% (PPA).
Mais le marché des biens et services comporte des rigidités et les prix ne changent qu'à LT (et pas immédiatement) donc sur le CT, la masse monétaire augmente réellement de 1%. A LT, quand les prix auront rejoint leur valeur réelle suite à l'augmentation de la masse monétaire, le taux de change va alors s'apprécier progressivement de 2% car le taux d'intérêt baisse d'un point.

Incertitudes et bulles rationnelles

Remise en cause de toutes ces théories par des théories d'inspiration keynésienne des marchés financiers.

• L'approche keynésienne : des marchés financiers intrinsèquement instables

Hypothèses :

- **Incertitude radicale**. Les informations des marchés sont insuffisantes pour fonder un calcul fiable. D'une part, elle ne peut pas être disponible, par définition, car le futur est incertain. On a donc des bases très fragiles pour prédire l'avenir. La valeur à long-terme du taux de change euro/dollar dépend d'une multitude d'informations qui ne sont pas forcément disponibles.
- **Prophétie auto-réalisatrice** : peu importe qu'elles soient fondées ou non, les anticipations, par nature, s'auto-réalisent. Si les investisseurs anticipent une dépréciation de l'euro il vont être conduit à vendre l'euro, qui va se déprécier. Et inversement, s'ils anticipent une appréciation d'une monnaie, ils vont acheter cette monnaie et cela va faire que cette monnaie va s'apprécier. « *Anticiper, c'est inventer le futur mais c'est aussi contribuer à inventer le futur* », M.AGLIETTA.
- **Les anticipations sont auto-référencées, « concours de beauté »** : les agents sur le marché ont rationnellement intérêt à chercher à anticiper ce que les autres anticipent, car au final c'est ce qui fera la valeur de l'actif (c'est l'opinion moyenne qui va déterminer le taux de change, peut importe qu'elle soit bien fondée ou pas). Il faut donc aussi anticiper ce que les autres pensent et ce qu'ils vont anticiper (jeu en miroir). Il est parfaitement rationnel pour les agents sur le marché de tourner le regard vers le marché lui-même et non pas vers les fondamentaux.
  KEYNES compare le fonctionnement du marché aux concours de beauté de son époque. Un lot était offert à ceux qui trouvaient les vainqueurs. Stratégiquement, on doit voter en fonction de ce que l'on pense de l'opinion moyenne.
- **Conventions et mimétismes** : le prix d'un actif ne reflète pas sa valeur fondamentale mais l'opinion moyenne des agents à un moment donné. Ce sont des conventions. Sur le marché des changes, on a une valeur qui s'installe et brutalement on change de convention car l'opinion moyenne s'est modifiée. La valeur de marché n'est pas forcément la bonne. Les mimétismes aggravent ces comportements. Un investisseur regarde ce que fait le marché donc s'il voit une action qui augmente, il va en acheter aussi.
- **« Bulles rationnelles »** : mimétisme jusqu'au jour où la valeur apparaît surévaluée donc l'opinion moyenne se renverse. Cela ne conduit pas à un rajustement rééquilibrant car cela peut aller beaucoup plus bas, on peut avoir une monnaie sous-évaluée. On passe de bulle en bulle. Cependant elles sont rationnelles car elles découlent des anticipations rationnelles des agents sur le marché.
  La finance est intrinsèquement instable, le taux de change reflète à un moment donné l'opinion moyenne du marché et cette opinion moyenne a la dimension d'une convention. Ces

conventions sont malheureusement fragiles, ce qui découle sur des changements de conventions et c'est lors des changements de conventions que la monnaie s'apprécie ou se déprécie.

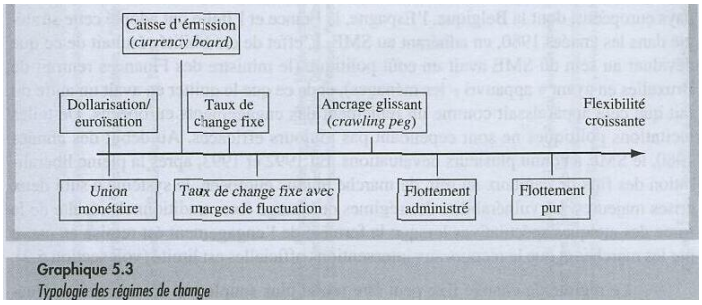
→ *L'exemple du taux de change au début des années 80 : On peut considérer qu'il y a une sorte de convention qui est apparue, une sorte de confiance dans le dollar.*

→ Cf. dossier p. 41 + pages suivantes : extrait d'un ouvrage de M.AGLIETTA → exemple p.43 : extraits empruntés à la presse financière.

Conclusion : des fondamentaux du taux de change aux variations effectives

De nombreux fondamentaux et des relations toutes choses égales par ailleurs

La valeur d'équilibre du taux de changes dépend de nombreux critères et notamment de l'horizon temporel dans laquelle on se situe. On a procédé à une approche par les prix, une deuxième par la balance des paiements et une dernière par les arbitrages financiers des acteurs
→ Cf. doc 5.3 page 61



Graphique 5.3
Typologie des régimes de change

Plusieurs estimations du taux de change d'équilibre aux différents horizons

→ Cf. dossier graphique p.47

On observe des écarts importants et persistants au taux de change PPA → A très LT, on peut imaginer que les PD respectent la PPA.
A MT, on peut avoir des déséquilibres mais on peut espérer que ces déséquilibres se résorbent, soient soutenables donc la position extérieure nette à l'équilibre peut nous donner une bonne valeur de taux de change (ou plutôt un intervalle de bonne valeur) → équilibre de SAMUELSON.
A CT, c'est le taux de change du marché.

Application : l'évolution du taux de rechange euro – dollar depuis 1999

(*Sujet qui tombe presque tous les ans à l'ESCP à l'oral*)
→ Cf. dossier graphiques p.47

€ = monnaie faible au moment de sa création.
On peut mettre en relation les évolutions du taux de change €-$ depuis 1999 avec les évolutions des taux directeurs BCE et FED depuis 1999.

Les anticipations des acteurs étaient telles que malgré l'écart entre le $ et l'€ (années 2005 – 2008), les investisseurs préféraient placer en € car ils pensent qu'à la fin de leur investissement, le $ se sera déprécié. Ceci illustre plutôt la parité des taux non couverts.

→ Cf. dossier p.48

C'est l'ensemble des relations économiques entre l'€ et le $ qui vont déterminer les achats en € et $.

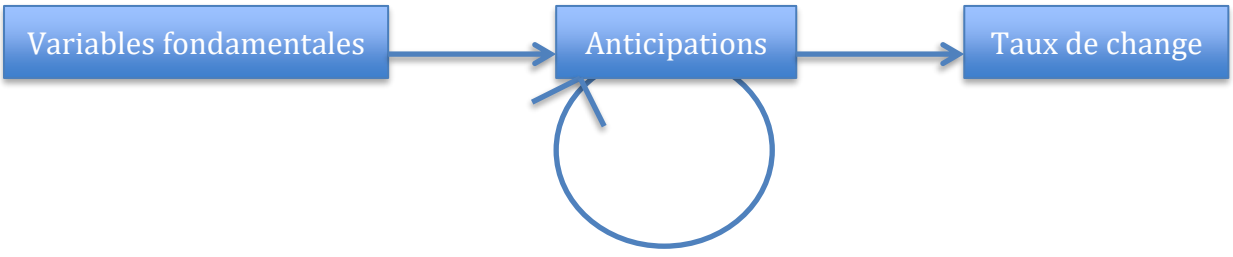
Dépréciation du taux de change €/$ (US$ pour 1€) entre 1999 et 2001, puis une appréciation entre 2002 et 2004, puis une stagnation entre 2005 et 2006 et encore une appréciation en 2007.

L'€ doit s'apprécier sur le LT du fait de cette plus faible inflation par rapport aux USA → valable pour toute la période (1999 – 2007).
Cette 1ère tendance est cohérente avec l'évolution du solde courant des 2 zones. L'évolution du solde courant est assez aléatoire dans la zone € mais la plupart du temps elle est assez faible (pas plus d'1% du PIB). Toutefois, c'est ridicule comparé au déficit courant américain qui ne cesse d'augmenter sur la période 1999 – 2007. Donc normalement, cela pousse l'€ à la hausse et le $ à la baisse. Donc l'évolution du solde courant de la zone € et de la zone $ tend à une appréciation du taux de change €/$. La bonne valeur du taux de change €/$ est celle qui permettrait à ce déséquilibre du solde courant de se résorber.
Puis on a les flux nets d'IDE de la Zone € vers les USA → un nombre positif va dans le sens d'une appréciation du $ donc d'une dépréciation de l'€.
Enfin, on a l'écart de taux d'intérêt à 3 mois (€ – US$ = taux européen – taux américain) → Pendant la période 1999 – 2000, c'est en plaçant aux USA que l'on obtient un rendement plus élevé qu'en plaçant en zone €. De 2001 à 2004, c'est l'inverse et de 2005 à 2007, pareil que sur période 1999 – 2000. Lorsque le taux européen devient supérieur au taux américain (2001 – 2004), cela tend vers une appréciation de l'€ et inversement.

Pour le déficit américain, peut-être que les investisseurs peuvent se dire que c'est l'arbitrage spatio-temporel des américains qui anticipent l'appréciation de la valeur du $ pour plus tard grâce aux nouvelles technologies → donc les investisseurs peuvent se dire que ce n'est qu'un déséquilibre passager et dans ce cas je n'anticipe pas la dépréciation du $ et malgré l'écart de taux, ils peuvent se dire qu'ils vont acheter du $. Donc les anticipations peuvent tout changer.

Aujourd'hui, on sait que la BCE a la réputation d'être très stricte dans sa lutte contre l'inflation. Ce n'était pas forcément évidemment au moment de sa création. Dans ce cas, les investisseurs peuvent se dire que les prix dans la zone € auront tendance à être moins élevé que dans la zone $ et donc que l'€ sera une valeur forte. Mais c'était peut-être pour asseoir sa légitimité, sa crédibilité au début en luttant contre l'inflation mais peut-être que maintenant cet acharnement va diminuer, ce qui peut amener les investisseurs à parier sur une dépréciation de l'€.

Dans tous les cas, les informations objectives que l'on peut rassembler sur les variables fondamentales des monnaies sont interprétées par les investisseurs et ce sont ces anticipations qui détermineront le taux de change futur de la monnaie et le taux de change sur le marché. Les anticipations peuvent même être auto-référencée et dans ce cas, on en oublie presque les variables fondamentales.



Partie 3 : Régimes de change, politique de change

Introduction

Cette question du choix du régime de change et de la politique de change est une question qui traverse l'histoire économique et a mené à des débats importants → ***Exemples :***

- *Dès le XIXe siècle, la controverse entre bullionistes/anti bullionistes qui se demandait si il fallait restituer la convertibilité en or de la monnaie après la guerre*
- *Le débat sur le retour à l'or après la première guerre mondiale (dans les années 20)*
- *Dans les années 30 sous le front populaire, la question était de savoir si il fallait dévaluer*
- *Sous Bretton-Woods, faut-il passer aux changes flexibles ? C'est ce qui se passera après en 1973 où les changes fixes seront abandonnés*
- *Dans le SME, le système de changes fixes est adopté en raison d'une estimation d'un manque de compétitivité de l'Europe*
- *Création de l'euro : faut-il participer à la zone euro ?*
- *Question de la politique de change chinoise aujourd'hui …*
- *Aujourd'hui, on se pose la question de la sortie de l'euro, la question de l'euro fort ou non…*

1) Les régimes de changes

On va d'abord définir et présenter la situation des pays, et ensuite poser le débat.

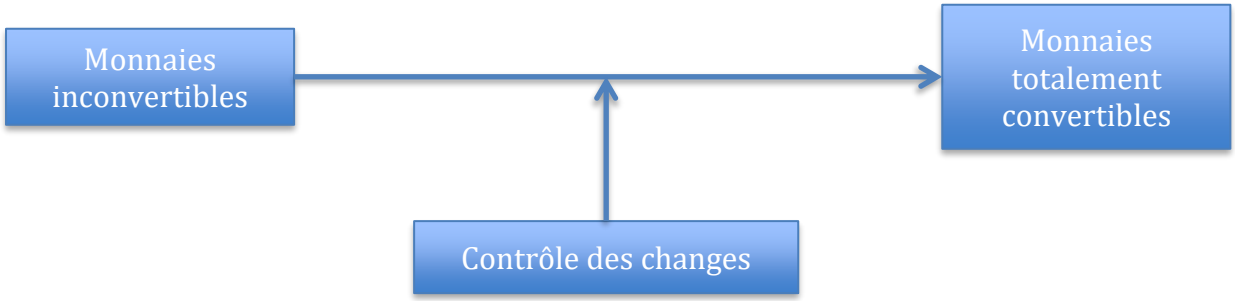
Etat des lieux

Régime de change = Ensemble des règles (cadre institutionnel) qui encadrent le fonctionnement du marché des changes.

Ces règles sont nombreuses mais elles peuvent plus ou moins être classées dans 2 grands ensembles :

⇨ ***Convertibilité d'une monnaie***

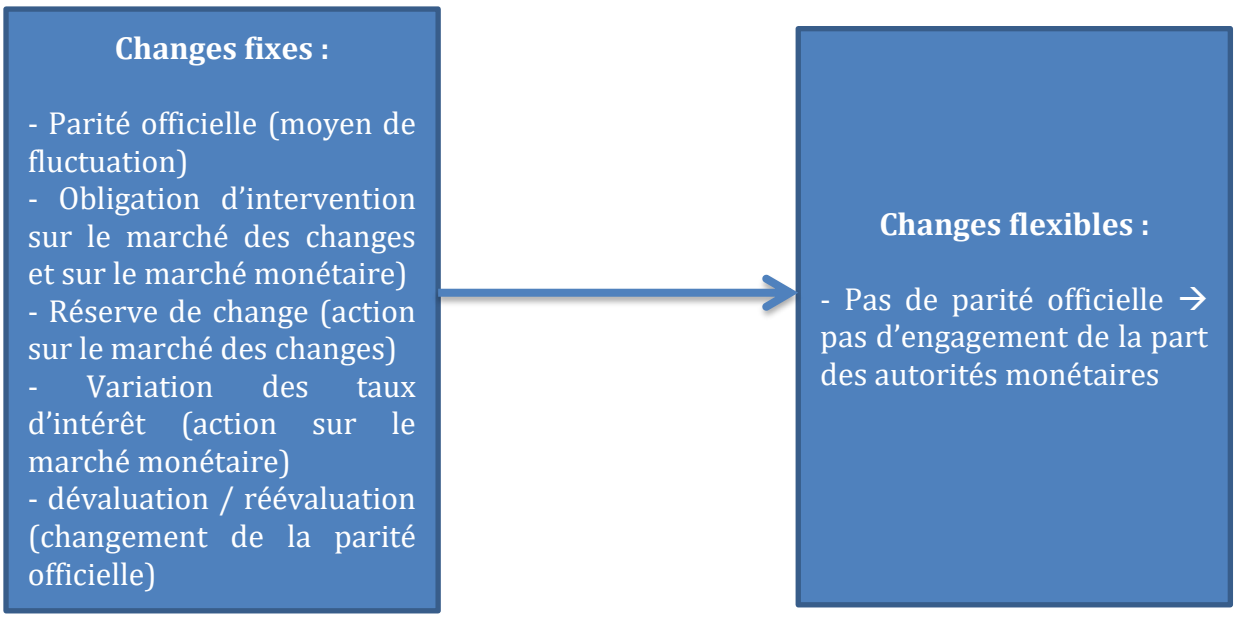
Possibilité, garantie par un Etat (car comme c'est l'émetteur de monnaie c'est aussi lui qui décide si on peut utiliser cette monnaie en dehors du territoire, il décide de la libre circulation de la monnaie nationale en instaurant des règles), de la changer contre un actif réel (comme l'or, *sens fort* → mais aujourd'hui, les monnaies ne sont plus convertibles en or depuis 1976, certains appellent d'ailleurs à un retour de cette convertibilité-or) ou une autre monnaie (*sens faible* → quelles sont les règles qui vont encadrer la possibilité d'échanger sa monnaie contre une autre monnaie ? Et ses règles sont-elles contraignantes, limitées, intermédiées, etc. ? Souvent, à l'époque, les agents devaient justifier les raisons de leurs opérations de change. ➔ Cf. dossier encadré « Contrôle des changes » p.63).



→ *Ex : pendant le système de Bretton Woods, les pays signataires se sont engagés à assurer la convertibilité de leur monnaie pour toutes les opérations courantes.*
Les agents ne peuvent pas détenir d'avoirs en devise à l'étranger car c'est la banque centrale qui détient toutes les devises.
Donc le contrôle des changes peut passer par toute une série de mesures mises en place pour permettre de situer le pays en matière de convertibilité de sa monnaie.
Dans les années 80, en Europe, on supprime le contrôle des changes. De plus, les capitaux circulent de plus en plus librement dans les pays développés mais aussi dans les PED (même si plus tard). Toutefois, dernièrement on peut assister à un retour du contrôle des changes.

⇨ *Stabilité d'une monnaie*

Possibilité de la changer contre une autre à un prix connu d'avance à peu près garanti (dans des marges étroites). ➔ Régimes de changes fixes et régimes de changes flexibles (ou flottants).
Donc dans tous les cas, on a un taux de change sur le marché qui varie en fonction des achats et des ventes sur le marché (prix d'équilibre), simplement les Etats et les autorités monétaires (banques centrales) déterminent la flexibilité du taux de change.
Changes fixes : les autorités s'engagent à garantir une parité officielle, cad qu'elles s'engagent à faire en sorte que, sur le marché, le taux de change se situe à proximité de cette parité officielle. Dans ce cas il y a une marge de fluctuation. Cela oblige la BC (autorité monétaire) à intervenir soit sur le marché des changes, soit sur le marché monétaire pour garantir cette parité officielle. En changes fixes, la BC doit conserver des avoirs monétaires en devise pour pouvoir ensuite racheter des avoirs monétaires en monnaie nationale (marché des changes). Mais les banques centrales peuvent aussi intervenir sur les marchés monétaires en modifiant les taux d'intérêt (→ en faisant monter le taux d'intérêt, cela attire les capitaux étrangers qui, par conséquent, achètent de la monnaie nationale sur le marché des changes). De plus, l'Etat peut décider de changer de parité officielle (= dévaluation) et dans le cas inverse, on peut réévaluer la monnaie.
Changes flexibles : Il n'y a pas de parité officielle, pas d'engagement. Remarque : parler de dévaluation en changes flexibles n'a aucun sens. En fait, les BC et les autorités monétaires ne s'engagent à rien mais elles ne vont pas pour autant s'interdire d'intervenir (elles n'ont pas l'obligation de le faire mais elles peuvent se réserver le droit de le faire, rien ne les empêche de le faire).



→ Cf. dossier schéma 1 p.62
→ Cf. dossier schéma p.61

→ Cf. dossier p.69 – 70

La parité officielle est régulièrement réajustée selon une règle préétablie. Les pays en développement, leur problème est que comme ils sont plus inflationnistes tous les ans, il y a un moment où la parité officielle ne correspond plus aux fondamentaux de l'éco => crise de change. Solution -> ajuster la parité officielle en fonction de l'inflation avec un pays de référence.
Ancrage dur = quand la fixité du taux de change s'appuie sur un schéma institutionnel (règles solides) qui garanti la crédibilité de l'engagement des autorités.
Ancrage souple = l'engagement ne repose que sur la confiance en les autorités.

→ Cf. tableau p.64

Les pays en développement ont plutôt tendance à avoir un système encadré. Ces petits pays peuvent avoir peur du flottement qui crée des chocs trop importants pour leur économie.
Les changes flottants se sont développés (≠ généralisés). On a ensuite nuancé les avantages du système, et on a eu un retour aux changes fixes à partir des années 90 (surtout flottement libre → aucune intervention, on laisse le système s'ajuster tout seul). On peut qualifier cette période de « ***peur du flottement*** » (CALVO et REINHARDT, 2002).

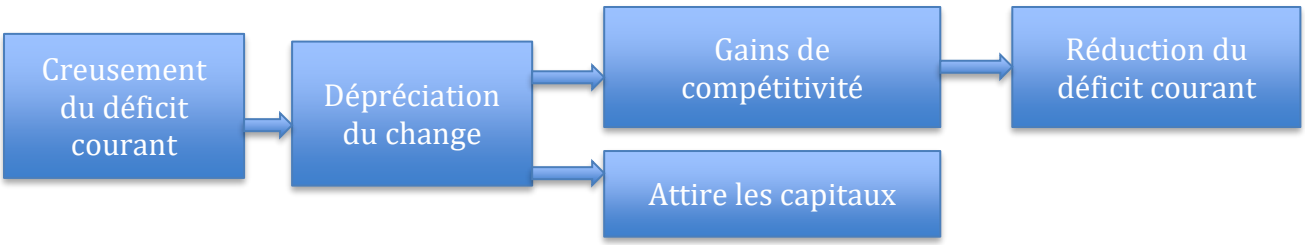
Changes fixes ou changes flexibles ?

On va commencer par présenter le débat tel qu'il était posé avant la théorie de MUNDELL des zones monétaires optimales. Des théoriciens défendaient les changes fixes d'un côté, et d'autres les changes flexibles. 2 positions difficilement conciliables. Quand MUNDELL est arrivé, il a montré qu'il n'y avait pas un système meilleur que l'autre dans l'absolu, mais tout dépend de la situation des pays. C'est une décision à prendre au cas par cas, en fonction des caractéristiques de la zone à laquelle on s'intéresse. Les théoriciens peuvent éclairer les critères à prendre en considération pour établir tel ou tel système dans telle ou telle zone.

« *No single currency regime is right for all countries at all time* » Jeffrey FRANKEL, 1999.
« *The concept of optimum currency areas helps us to see that the conflict reduces to an empirical raher than a theoretical question* » Robert A.MUNDELL, 1961.

⇨ *Un débat frontal : les arguments*

Débat posé dans les années 50 avec d'un coté les partisans des changes flottants (Friedmann) et de l'autre les partisans des changes fixes (économistes d'inspiration keynésienne).
→ Cf. tableau p.61



Arguments en faveur des changes flexibles	Arguments en faveur des changes fixes
Marchés efficients et spéculation stabilisatrices ➔ les marchés des changes sont réputés stables et le taux de change refléter en permanence sa valeur fondamentale	Marchés intrinsèquement instables, secoués par les anticipations auto-réalisatrices et auto-référencées des spéculateurs, bulles rationnelles. ➔ Variabilité et volatilité excessive du taux de change
Ajustement automatique de la balance des paiements. ➔ Résorption naturelle et progressive des déséquilibres courants et financiers internationaux	Rigidités des ajustements et spirales cumulatives. ➔ Grossissement des déséquilibres et ajustements brutaux et désordonnés lors de crises de change. Inflation importée
Autonomie des politiques monétaires nationales. Insularisation des économies nationales. Taux de change comme variable d'ajustement limitant la contrainte extérieure	Contrainte extérieure comme prix à payer pour la stabilité. Autonomie toute relative en changes flexibles du fait des variations excessives des taux de change et de leur caractère peu stabilisateur
Incapacité des Etats à gérer les changes fixes (méconnaissance des fondamentaux, pressions politiques, délais de mise en œuvre). Systèmes de changes fixes vulnérables à la spéculation financière.	Capacité des Etats à définir et à garantir la parité officielle et à lutter contre la spéculation

Plaidoyer des changes flexibles → M.FRIEDMAN : « *The case for flexible exchange rates* », 1953.
Il faut d'abord prendre conscience du fait que les arguments en faveur des changes flexibles reposent sur une vision très optimiste du fonctionnement des marchés et particulièrement du marché des changes.
On pense que les marchés (notamment le marché des changes) sont efficients, dans ce cas, la spéculation sur ces marchés est stabilisatrice et par conséquent le tx de change est censé refléter en permanence la valeur fondamentale de la monnaie. Ce qui veut dire que les changes ont beau être flexibles, le système est tout de même réputé stable. ➔ **Stabilité des changes**.
Un ajustement réputé automatique de la balance des paiements. Par ces variations, les tx de change permet de résorber les déséquilibres qui pourraient apparaître temporairement, c'est-à-dire les maintenir à un niveau soutenable. ➔ **Réduction automatique des déséquilibres extérieurs**.
Le tx de change sert de variable d'ajustement permettant de résorber les déséquilibres donc il n'y a pas besoin de pol monétaire pour résorber les déséquilibres extérieurs (libère la pol monétaire de toute contrainte extérieure), de ce fait, la pol monétaire reste disponible pour résorber les déséquilibres internes aux éco. ➔ **Autonomie des pol monétaires**.
Les changes flexibles « insularisent » donc l'éco nationale.
Ce plaidoyer flexibiliste est basé sur une confiance vis-à-vis des marchés mais aussi sur une méfiance vis-à-vis des Etats. Symétriquement, lorsque les Etats se mêlent de déterminer la bonne valeur du tx de change en choisissant la parité officielle, peuvent faire des erreurs en étant moins bien informé que les intervenants sur le marché sur la valeur fondamentale de la monnaie dans ce cas cela conduit à une parité officielle qui n'est pas la bonne (soit sous-dévalué, soit sur-évalué).
+ Ecole du Public Choice : un gouvernement a intérêt à sous-évalué les tx d'intérêt → enjeux pol qui perturbent le bon fonctionnement de ce système.

L'origine du clivage vient sur la conception du marché. Ceux en faveur du change flexible s'appuient sur le marché efficient. Grâce à une information parfaite, les spéculateurs anticipent correctement la bonne valeur du taux de change et par leurs achats et leurs ventes, font que le tout s'équilibre (parfaite valeur du taux de change). Les défenseurs des changes flottants défendent que les changes flexibles puissent être stable, car la spéculation stabilise les marchés. Les changes flottants ne sont pas

forcément instables. Les déséquilibres de la balance des paiements se résorbent automatiquement. Cela ne veut pas dire qu'il n'y a jamais de déficit courant ou d'excédent courant, mais bien qu'ils soient soutenables, et qu'ils se résorbent grâce à la variation du taux de change sans crise, sans qu'il y ait besoin d'ajustements structurels douloureux.
Si par exemple le déficit courant se creuse, les investisseurs vont l'anticiper assez rapidement, et le taux de change s'ajustera très rapidement (dépréciation) et stabilisera la situation en restaurant la compétitivité & attirant les capitaux.
→ Grâce à cet ajustement automatique, le pays n'a pas besoin de faire varier son taux d'intérêt. C'est le taux de change qui s'ajuste. Les économies nationales peuvent avoir leur propre dynamique. Il y a une « insularisation » dans la mesure où elles sont isolées des autres économies, et ne sont pas obligées de suivre les mouvements de leurs voisins.
→ ***Exemple Allemagne & SME*** *: Dans le SME, la réunification allemande pose problème, elle provoque un choc asymétrique (modification brutale et non anticipée de la D qui touche spécifiquement un pays, l'Allemagne, d'où une rigueur. Le problème est que la monnaie allemande fait partie du SME, accord commun avec la lyre italienne, livre britannique, franc français… donc la rigueur monétaire s'applique à l'ensemble des membres du SME. Les investisseurs parient que ce système ne va pas durer longtemps (car pas d'inflation dans les autres pays), ces monnaies vont dévaluer et ils se disent qu'ils ont intérêt dès maintenant à vendre ces monnaies (surtout livre et lyre) contre des marks placés en Allemagne (qu'ils espèrent revendre ensuite plus cher). L'avantage de cette spéculation est que le risque est faible.*

Défenseurs des changes fixes :
Les marchés financiers (et surtout le marché des changes) sont réputés intrinsèquement instables. Le tx de change est donc extrêmement variable et volatil sur le marché des changes. Par conséquent, adopter les changes fixes peut paraître nécessaire pour garantir vraiment la stabilité des changes. Ce 1er argument va largement déterminer les 2 autres. En effet, les ajustements qui sont brutaux du tx de change et le tx de change qui peut rester longtemps loin de sa valeur fondamentale rend fortement improbable la résorption des déséquilibres. Ainsi, une monnaie peut rester durablement sur-évaluée (appréciation) en change flexibles et entrainer un déficit courant qui se creuse, due notamment à une spéculation anticipatrice. Quand le tx de change finit par s'ajuster (dépréciation), il le fait de façon brutale, ce qui peut entraîner des spirales cumulatives et accroitre les déséquilibres.
Relative autonomie des pol monétaires en changes flexibles. Les autorités d'un pays ne peuvent pas se désintéresser des fluctuations du tx de change même en changes flexibles. ***Ex*** *: Le choc monétaire de la réserve fédérale américaine en 1979 : les USA décident de durcir leur pol monétaire pour limiter l'inflation en augmentant leur tx d'intérêt. Selon la théorie des changes flexibles, les européens n'ont pas besoin de suivre la pol américaine donc c'est le tx de changes qui s'ajustera. Ainsi, le tx de change du $ s'apprécie. Historiquement, ce choc monétaire européen s'est diffusé à toutes les éco du monde (les pays européens ont eux aussi augmenter leur tx d'intérêt) car le choc en question engendre à CT un risque de spirale cumulative. L'appréciation du $ entraîne une augmentation du prix de toutes les IM payées en $ pour les européens, notamment le pétrole. Donc il y a un risque très fort d'inflation importée massive pour tous les pays européens déjà sujets à des tensions inflationnistes importantes. Donc s'ils ne réagissent pas eux aussi à ce choc monétaire, il y a un risque de spirale cumulative*.
On peut aussi remettre en cause l'incapacité des gouvernements à gérer les changes fixes. On peut aussi considérer qu'une bonne concertation internationale, cela peut réduire les attaques spéculatives entraînant des déséquilibres.

À ces arguments, les défenseurs des changes fixes répliquent sur différents points : **l'information est très imparfaite**. La monnaie peut-être surévaluée ou sous-évaluée. Le problème, c'est que ça a des conséquences économiques sur l'économie réelle (spécialisation, choix d'investissements). Pour eux, l'économie ne peut pas se permettre une telle instabilité. Il faut pour eux alors encadrer.
Leur deuxième argument est l'idée que **même si le taux de change variait comme il faut, les ajustements ne sont jamais aussi automatiques et efficaces**. Il y a des **rigidités et des délais** comme avec la courbe en J (effet à long-terme). De plus, les capitaux ne sont pas forcément attirés par une résomption automatique (bulles de spéculation). Ainsi, le taux de change se résorbe brutalement

dans les crises de changes. Ainsi, les défenseurs des changes fixes reconnaissent l'avantage des changes flexibles, mais ils les nuancent en raison de l'instabilité des marchés. On ne peut pas totalement se désintéresser des taux de change.

⇨ *Un problème empirique plus que théorique : la théorie des zones monétaires optimales (MUNDELL, 1961)*

La théorie des zones monétaires optimales fait la synthèse des arguments précédents.

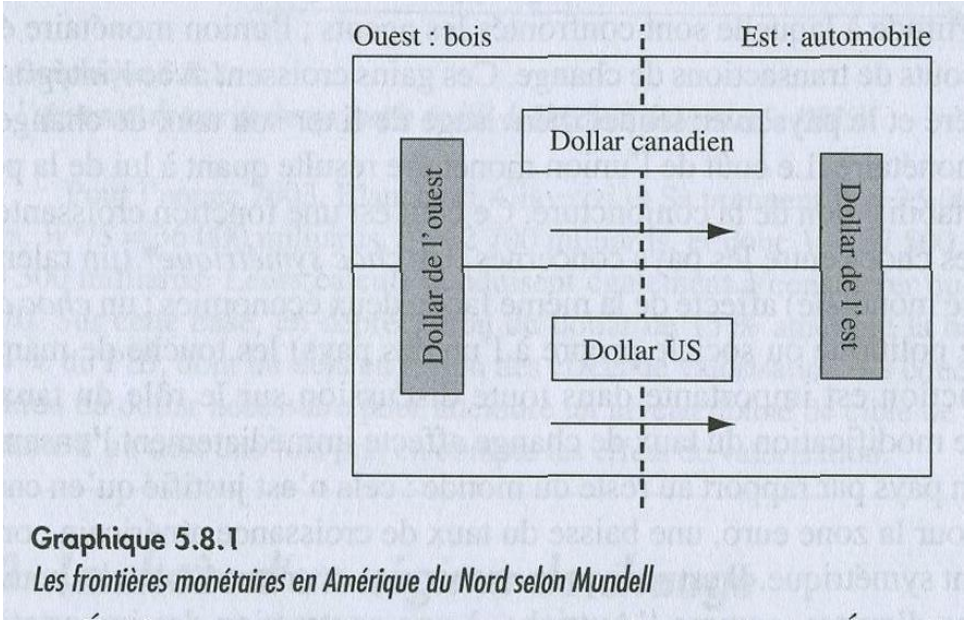
MUNDELL : « ***Optimum currency areas*** », *American Economic Review*, 1961 → ***cf. article page 66***.

• Un problème mal posé

Il part du principe que les changes fixes sont quand même plus stables que les changes flexibles.
Mais inversement, les changes flexibles offrent une plus grande économie de la pol monétaire, la contrainte extérieure est moins forte en changes flexibles qu'en changes fixes. Du coup, le choix du régime de change devient un arbitrage entre un coût et un avantage (symétrique).
Cela conduit MUNDELL à déplacer un peu le débat car pour lui **la Q° est plus empirique que théorique**. L'adoption du régime de changes dépend des caractéristiques du pays. L'économiste ne doit pas défendre l'un ou l'autre des régimes de change mais il doit établir des critères qui permettent de calculer le rapport coût-avantage d'une zone pour définir son régime par la suite.

Il n'y a pas de raison de favoriser changes fixes ou changes flexibles, c'est une analyse qu'il faut mener au **cas par cas** en fonction des caractéristiques de la zone (analyse coûts/avantages). Les théoriciens définissent les critères qui permettent de calculer le rapport coût-avantage d'une zone.
« **Zone monétaire** » = zone dans laquelle les monnaies sont en change fixe (cas extrême : une seule monnaie pour toute la zone).
On parle d' « **union monétaire** » quand la zone est le résultat d'un accord (***ex** : quand une zone décide de dollariser son économie*).
« **Zone monétaire optimale** » = zone dans laquelle l'adoption des changes fixes est préférable, dans laquelle l'adoption des changes fixes génèrent plus d'avantages que de coûts.
Enjeu de la théorie : identifier les critères d'optimalité d'une zone.
Où est-ce qu'on arrête les changes fixes et où est-ce qu'on commence les changes flexibles ?

Les frontières monétaires optimales ne correspondent pas forcément aux frontières politiques.



Graphique 5.8.1
Les frontières monétaires en Amérique du Nord selon Mundell

Pour MUNDELL, il faut regarder **quelles sont les régions qui disposent de chocs asymétriques**, et leurs moyens d'action. Il voit que l'ouest de l'Amérique du Nord est spécialisé par le bois et l'Est par l'automobile. Ce qui serait idéal, ce serait d'avoir une monnaie une monnaie pour l'Est et une monnaie pour l'Ouest.

***Exemple** : si un choc touche négativement le secteur de l'automobile, il faudrait une monnaie pour l'Est pour mener une politique de relance (dépréciation, compétitivité) et grâce à la demande adressée à l'Ouest, il y aurait une relance de l'économie*.

Il explique qu'il y d'autres possibilités : si la mobilité du travail est suffisante, il explique qu'il n'y a pas forcément besoin de différencier les deux monnaies.

2e déplacement du débat : il n'y a **pas de raison, a priori, de considérer que les frontières monétaires optimales doivent correspondre aux frontières pol**. On peut tout à fait envisager que la zone monétaire optimale corresponde à plusieurs pays à la fois mais aussi qu'elle corresponde à une partie du pays. Avant, elle ne correspondait qu'à un seul pays.

→ Cf. dossier p.63
***Ex** : choc monétaire Amérique du Nord. Une monnaie pour le Canada et une monnaie pour les USA. Q° : est-ce que le Canada doit être en changes fixes ou en changes flexibles avec les USA ? MUNDELL explique que ce n'est pas la bonne façon de poser le pb. Imaginons que les USA comme le Canada aient d'un côté à l'Est une éco dominé par l'automobile et à l'Ouest le bois. Un choc de demande négatif dans le secteur automobile, ni les USA ni le Canada ne peuvent répondre efficacement à ce choc asymétrique. L'est des USA comme l'est du Canada aurait besoin d'une relance monétaire mais l'ouest des USA comme l'ouest du Canada n'aurait pas besoin d'une telle relance. En fait, ce qui serait utile à ces 2 éco serait d'avoir une monnaie pour l'Est et une monnaie pour l'Ouest partagée par les 2 régions des 2 pays*.
On voit à travers cet exemple qu'il faut regarder l'existence et l'importance des chocs asymétriques pour savoir où mettre un régime de changes fixes ou de changes flexibles.

On peut partir d'une théorie : l'adoption de changes fixes représente un coût pour les économies et ce coût correspond au fait que le pays perd une variable d'ajustement au choc économique : le taux de change. Ad, l'adoption des changes fixes entraine une contrainte extérieure pour la politique économique puisque les autorités s'engagent à défendre la valeur externe de la monnaie (engagées sur une parité officielle), la politique économique du pays n'est pas aussi autonome qu'elle ne l'était avant (correspond à l'argument sur les défenseurs des changes flexibles). On doit tenir de cet engagement lorsque l'on mène la politique.

• **<u>Quand l'économie est touchée par un choc asymétrique</u>**

Choc asymétrique = variation brutale et non anticipée de l'offre ou de la demande qui touche de façon différenciée plusieurs pays/régions, ce sont ses conséquences qui sont asymétriques, cela peut être un choc d'offre ou de demande, positif ou négatif → *Ex : le choc pétrolier de 1974 = choc asymétrique dans le sens où il va toucher différemment les pays exportateurs de pétrole et les pays importateurs de pétrole. L'explosion de la bulle immobilière américaine = choc asymétrique qui va plus toucher les pays dans lesquels les ménages sont très endettés (Irlande, Espagne, Grèce) que les pays où les ménages sont moins endettés (France, Allemagne*).
Diffusion des chocs asymétriques : degré d'intégration commerciale (renforce l'asymétrie des chocs) et financière.
Disposer de sa propre monnaie et laisser fluctuer librement sa valeur sur le marché des changes permet d'absorber ces chocs asymétriques.

→ ***Exemple*** *: Un choc asymétrique touche deux pays. Le pays A connaît une situation de récession et de chômage, le pays B une situation de croissance et de plein emploi.*

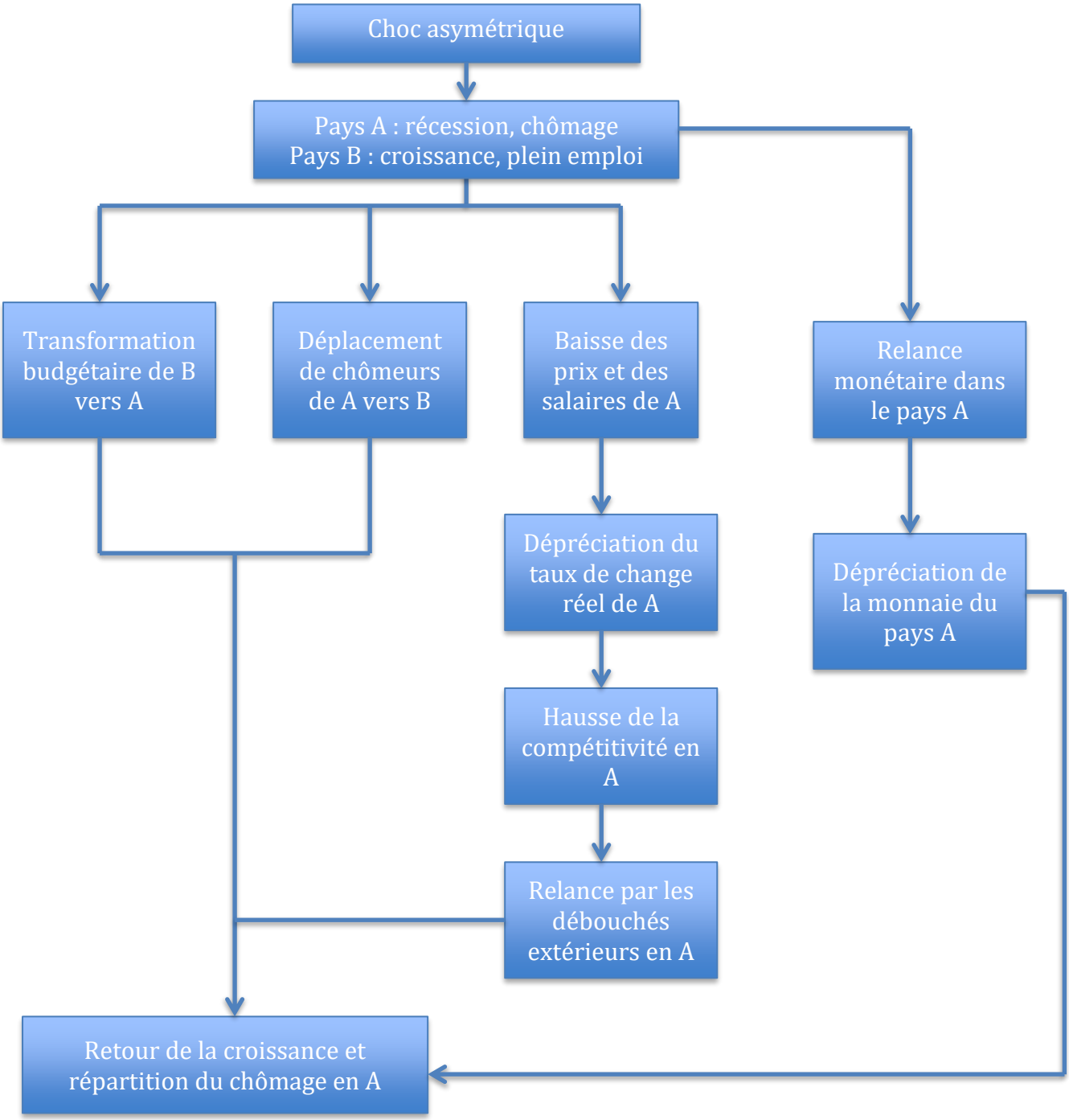
<u>Effet 1</u> :

- *transfert budgétaire du pays A vers le pays B*
- *Déplacement de chômeur de A en B (si le déplacement est facile)*
- *Baisse des prix et des salaires en A (si les prix sont flexibles) ce qui conduit à une dépréciation du taux de change réel de A → gains de compétitivités → relance des débouchés extérieurs*

Il y a donc retour à la croissance et résorption du chômage en A

<u>Effet 2</u> : relance monétaire en A → dépréciation monétaire en A → dépréciation du taux de change réel de A.

→ Cf. dossier p.68



C'est là que disposer de sa propre monnaie et laisser fluctuer les valeurs librement **permet d'amortir ces chocs d'asymétrie**. Deux pays A et B n'auront pas besoin de la même politique de relance en fonction de son système de changes. Si le pays a adopté les changes fixes, il ne peut pas adopter une politique de relance monétaire et sera par exemple obligé d'assumer un taux chômage élevé.

Problématique des zones monétaires optimales : ne pas s'embêter avec les frontières politiques. Il n'y a pas lieu de s'intéresser à un pays ou à un autre, la question c'est quelles zones (un seul pays, une région, plusieurs pays …)

• **<u>Coûts de l'intégration et critères d'optimalité</u>**

→ Cf. dossier schéma p.68

Admettons qu'il y ait des chocs asymétriques, ce n'est pas forcément rédhibitoire. Un pays peut se priver d'outils monétaires s'il dispose d'autres moyens pour absorber les chocs.
Ce coût sera d'autant plus limité que les préférences nationales seront hétérogènes. Même s'il y a un choc symétrique, tout le monde n'a pas forcément envie d'y répondre de la même façon (lutte contre l'inflation ou lutte contre le chômage → arbitrage entre inflation et chômage). → *Ex : dans la zone € : même s'il y a un choc qui touche toute la zone, tous les Etats membres ne vont pas forcément le gérer de la même façon*.

Des critères (principaux) ont été mis en place pour déterminer l'importance des chocs asymétriques, les moyens dont vont disposer les pays pour répondre à ce choc ainsi que le degré d'hétérogénéité des préférences nationales. Il existe 6 critères dont 3 principaux :

- Le degré d'homogénéité des zones
- Le degré d'ouverture commerciale et financière → Les chocs asymétriques renvoient dans un premier temps aux structures économiques, à l'ouverture commerciale et financière des pays : plus les régions sont ouvertes, plus l'intégration est forte (plus il y a d'échanges au sein de la zone), plus les chocs se diffusent rapidement.
- Le degré de flexibilité des prix → plus les prix sont flexibles, moins on a besoin du taux de change pour ajuster l'économie

Exemple : La zone euro est-elle une ZMO ?
Oui il y a un certain cycle européen dans le sens où les variations de la croissance sont synchrones dans la zone. Malheureusement, on a une amplitude de la croissance qui est loin d'être négligeable entre les différents taux de croissance. Cependant, la zone euro dispose de moyens pour assimiler les chocs asymétriques résiduels.

+	-
- Forte intégration commerciale et financière	- Chocs asymétriques résiduels non négligeables - Faible mobilité du travail - Faiblesse des transferts budgétaires (*aux USA, quand un Etat est touché par une baisse de ses revenus de 1$, cela entraîne une baisse des revenus de l'Etat fédéral de 34 cents. Il u a pratiquement 40% de perte de revenus absorbée. En Europe, le budget est très faibles : 1% du PIB de la zone. Ce sont par ailleurs des ressources affectées de façon structurelles, sur plusieurs années, et donc pas habituées à répondre à un choc conjoncturel*)

• **<u>Les avantages des changes fixe, voire d'une monnaie unique</u>**

→ Cf. dossier tableau p.71

A côté de ses coûts, il y a aussi des avantages.
Si on ne regarde que les coûts, il faudrait une monnaie spécifique pour chaque zone susceptible de connaître des chocs asymétriques. Mais cela ne correspond pas à la situation optimale.
Quels sont ces avantages :

- Economies de coût de transaction : plus la zone est grande, plus c'est avantageux (si n multiplie les monnaies, plus on multiplie les coûts de transaction, plus cela va avoir un impact important sur le marché).
- Réduction de l'incertitude
- Transparence des prix et concurrence
- Une meilleure exploitation des économies d'échelle sur les marchés financiers (profondeur et liquidité) → externalité de réseau via l'utilisation de la monnaie (plus le nombre d'usagers de la monnaie est grand, plus les autres ont intérêt à rejoindre le réseau, donc plus l'aire géographique est grande, mieux c'est).
- Suppression des attaques spéculatives

Plus la zone est intégrée, plus ces avantages sont élevés.

Avoir créer l'€ en Europe était un moyen de parachever le marché intérieur → avantages économiques en terme d'économie d'échelle, de spécialisation.

La question : où est-ce qu'on s'arrête ? Où est-ce qu'on met les barrières monétaires ? Il s'agit de savoir où s'arrête la frontière monétaire, sans prendre en compte les frontières politiques (la ville ? la région ? le pays ? le continent ?).

Gains	Changes fixes	Monnaie unique
ÉCONOMIE DE COÛTS DE TRANSACTIONS (plus la zone est grande, plus c'est avantageux)	OUI	OUI
INCERTITUDE (on peu plus prévoir l'évolution des prix futurs avec changes fixes et une seule monnaie)	OUI	OUI
SOUTIEN LA CONCURRENCE (par la transparence des prix)	OUI	OUI
ÉCONOMIES D'ÉCHELLES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS (plus l'aire géographie est grande, mieux c'est)	NON	OUI

SUPPRESSION DES ATTAQUES SPÉCULATIVES	NON	OUI

⇨ *« Paradoxe de MUNDELL » (MC KINNON, 2000)*

La théorie de MUNDELL, quand on l'applique à l'intégration monétaire européenne, conduit à rejeter l'optimalité de la zone et donc à critiquer le projet d'intégration de la zone. C'est un paradoxe car MUNDELL lui-même était un fervent défenseur de l'euro. Il y a donc un écart entre sa position et sa théorie.
On peut aussi noter que l'UE a refusé d'intégrer la zone € en mettant en avant des arguments inspirés directement de la théorie des zones monétaires optimales.

• <u>Zones monétaires optimales endogènes</u>

Il faut remarquer que ces critères ne sont pas indépendants de la zone monétaire elle-même. Le fait de créer une zone monétaire transforme les critères d'optimalité de la zone. On ne peut pas facilement dissocier les caractéristiques de la zone et le choix de créer une union monétaire : **le fait de créer une zone transforme les critères d'optimalité de la zone, d'où l'endogénéité**. Ce la peut la rapprocher des conditions d'optimalité ou l'en éloigner. En effet :

- **le fait de créer une zone renforce l'intégration de la zone** (passer à une monnaie commune renforce l'intégration commerciale et financière de la zone) ;
- **le fait de créer une zone monétaire a un effet sur la spécialisation**, et donc sur les chocs asymétriques. → ***Exemple*** *: selon la théorie HOS, cela risque d'entraîner une plus forte spécialisation et donc des chocs asymétriques*

Il y a aussi pour KRUGMAN une **tendance à la polarisation** *:* en créant l'euro, on agrandit la zone, et cela va conduire les activités présentant de forte économies d'échelles à se concentrer au centre de la zone

• <u>Zone monétaire optimale et degré d'intégration régionale</u>

Plus la zone est intégrée …

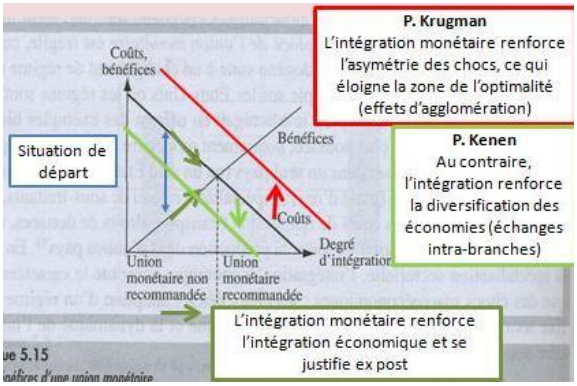
- plus la stabilité des changes est importante
- plus la diffusion des chocs est rapide
- plus la mobilité du travail est forte

Il y a peut-être un processus d'intégration qui suit différents stades (*cf théorème de Bela-Belassa et les différents stades*). On remarque tout de même que plus l'intégration se poursuit, plus il est intéressant de passer à l'intégration monétaire.

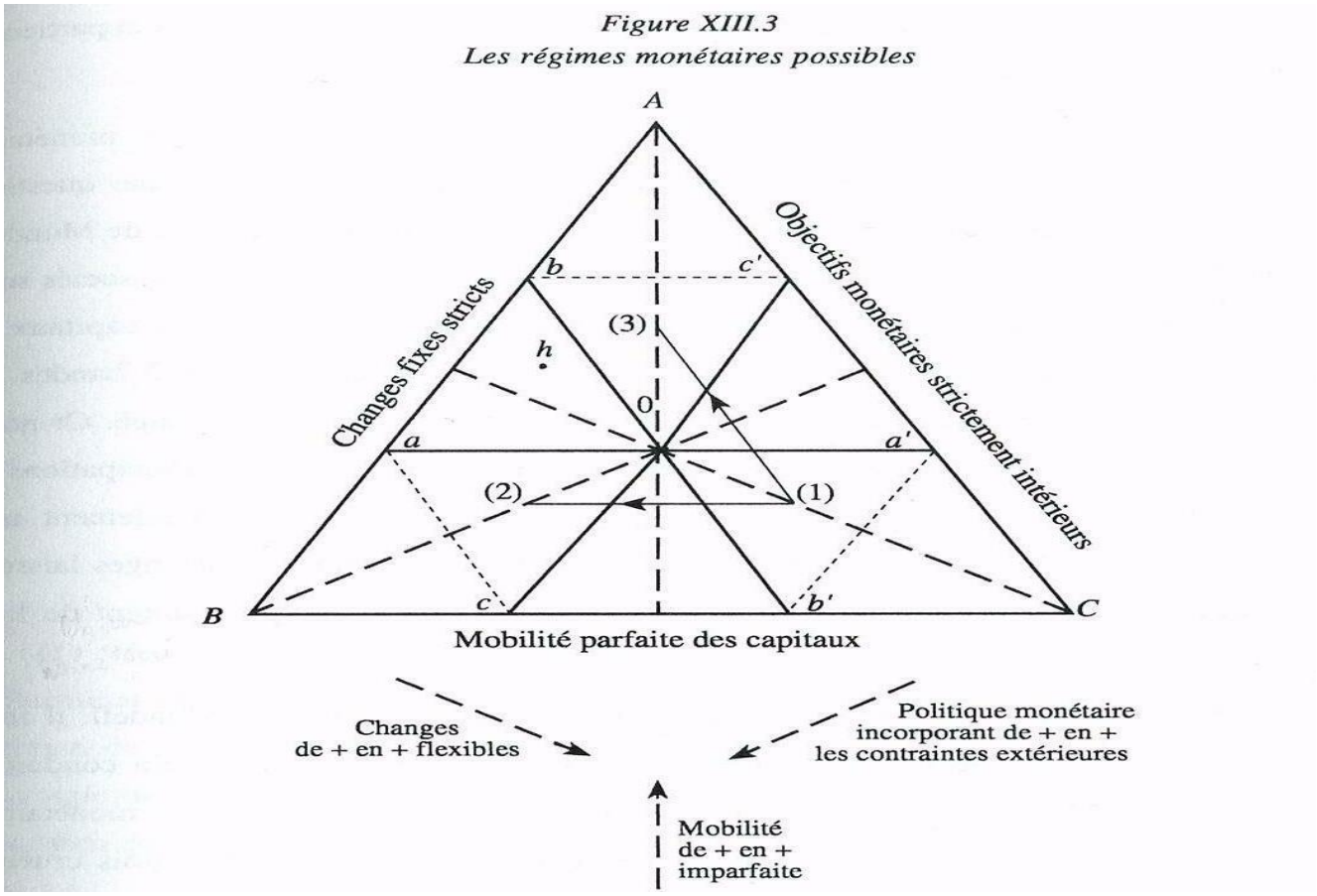
→ Peut-être que la zone euro n'est pas encore optimale, que les zones ne sont pas encore assez intégrées et homogène. Néanmoins, le passage à l'euro renforce le degré d'intégration de l'euro, et donc de réduire les coûts, d'augmenter les avantages pour rendre à postériori la zone optimale.
Les courbes de coûts et de bénéfices sont aussi construites pour des institutions données.

L'intégration monétaire a des effets monétaires sur les coûts parce que cela a des effets complexes sur la spécialisation, des pays :

- P.KRUGMAN: L'intégration monétaire renforce l'asymétrie des chocs, ce qui éloigne la zone d'optimalité (effets d'agglomération)
- P.KENEN: Au contraire, l'intégration renforce la diversification des économies (échanges intra-branches)
- L'intégration monétaire renforce l'intégration économique et se justifie ex-post



⇨ ***Un choix qui dépend du degré de mobilité des capitaux : le triangle des incompatibilités de MUNDELL***



Selon son analyse, il y a **3 objectifs :**

- stabilité des changes → degré de fixité des changes
- autonomie de la politique monétaire → degré d'autonomie des politique
- liberté de circulation des capitaux → degré de liberté de circulation

Ces trois objectifs peuvent être recherchés par les autorités d'un pays. Mais pour MUNDELL, on ne peut atteindre que deux de ces 3 objectifs. **Il faut renoncer à un des trois**.

Exemple : *si on choisit les changes fixes (stabilité des changes) et la liberté de circulation des capitaux, on ne peut plus utiliser une politique monétaire autonome. En effet, dès que la politique monétaire est différente des autres pays, une politique de relance monétaire entraîne une baisse des taux d'intérêts ; une*

sortie de capitaux et donc une dépréciation du change que l'on ne peut pas accepter si on est en changes fixes. (Cf. situation de la France au début des années 90)

→ Dans tous les cas, on ne peut pas conserver les 3 objectifs à la fois. MUNDELL représente une représentation géométrique de son énoncé sous la forme d'un triangle.

Axe vertical : mobilité des capitaux. En bas, mobilité parfaite. Au sommet, mobilité nulle

Axe horizontal (base à gauche) type de changes : Tout à gauche, changes fixes. En bas à droite, changes flottants

Axe horizontale (base à droite) autonomie de la politique monétaire : à droite, strictement intérieure.

→ Ainsi, si on a deux coordonnées, la troisième information est directement déterminée.

***Exemple** : La zone euro dans son ensemble.*
Mobilité parfaite des capitaux par rapport au reste du monde. On aussi des changes flexibles. Donc la zone euro est plutôt en C. Donc la politique monétaire est parfaitement autonome.
(NB : France dans la zone euro en B)

Les pays d'Asie de l'Est, qui étaient un peu dans le même cas de la France, ont été touchés par un choc asymétrique. Le FMI leur conseil d'appliquer des plans d'ajustements structurels qui signifie une dévaluation (maintien des changes fixes) et une rigueur monétaire. Le problème c'est qu'il y a un coût social important (pas de lutte contre le chômage). La Malaisie décide donc de mettre en place une politique de contrôle des capitaux en 97 (ex : interdit le rapatriement des profits des investisseurs étrangers). Cela lui permet de pratiquer une relance la où d'autres pays de la zone pratiquaient une rigueur.

2) Définition et conduite de la politique de change

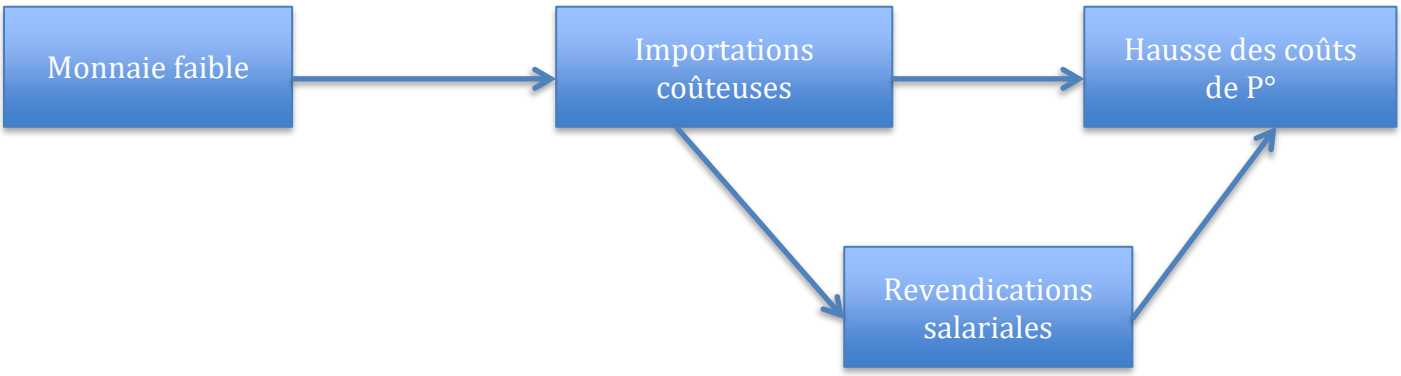
Quels objectifs ?

On a disposé d'un grand nombre d'outils théorique pour approcher la valeur fondamentale du taux de change mais ceux-ci ne sont parfois pas suffisants. Au sens éco, une monnaie est forte ou faible selon si elle est au-dessus ou en-dessous de sa valeur fondamentale. Monnaie forte = sur-évaluée par rapport à sa valeur fondamentale alors que monnaie faible = sous-évaluée par rapport à sa valeur fondamentale. La monnaie de nombreux PED est faible. Le « Bon taux de change » renvoyait alors à la bonne valeur au sens théorique, « vraie », « valeur fondamentale ».
La difficulté c'est qu'il existe un autre sens de monnaie forte ou faible : une monnaie forte est une monnaie qui tend à s'apprécier et donc une monnaie faible est une monnaie qui tend à se déprécier. La difficulté tient au fait que ces 2 sens peuvent parfois être contradictoire → Ex : monnaie au-dessus de sa valeur fondamentale (monnaie forte) qui va tendre à se déprécier (monnaie faible).
Il est bon de préciser quand on emploie l'expression à quoi on fait référence. Toutefois, lorsqu'on s'intéresse au régime de change, il n'y a pas de contradiction entre les 2 termes.
Cependant, on peut se demander quelle serait la **bonne valeur du taux de change au sens politique**. Cela renvoi à la question de savoir s'il est bon d'avoir une monnaie forte ou une monnaie faible.
Est-ce que les autorités ont intérêt à maintenir une monnaie sous-évaluée ou sur-évaluée ? Ou ont-elles intérêt à faire apprécier leur monnaie ou à la laisser se déprécier ?
Il existe des avantages et des inconvénients symétriques, il n'y a pas forcément une bonne politique de change, cela dépend des caractéristiques du pays.

C'est là qu'il faut éclairer la question avec le tableau suivant (→ ***Cf. tableau p.71***) :

	AVANTAGES	**INCONVENIENTS**
Monnaie faible (*souvent considérée comme avantageuse → Cf. la Chine*)	**- Soutien à la compétitivité :** avantages aux producteurs nationaux sur le plan international, car les produits nationaux apparaissent bon marché. Cela avantage donc les exportations et décourage les importations - **La dépréciation soutient l'activité si la condition MARSHALL – LERNER est vérifiée** (c'est ce pourquoi on appelle depuis quelques années à une baisse de l'€) ➔ Tout ceci est de nature à faciliter un excédent commercial, ce qui, a priori, soutient l'activité économique intérieure. - **Attire les IDE** (le K et le L ne coûtent pas cher dans la zone → *Cf. stratégie chinoise*) : les actifs sont bon marché pour les investisseurs étrangers, cela revient peut cher pour les agents non résidents d'acheter une E nationale. Donc cela soutient indirectement l'activité éco dans le pays. Symétriquement, cela rend difficile les sorties d'IDE car baisse du PA.	**- Favorise les comportements de rente et limite la productivité** → les E n'ont pas besoin d'innover, de rechercher la qualité, d'investir dans la R&D… car il bénéficie d'une rente (forte compétitivité-prix). A LT, ça peut être pénalisant. - **Renchérit le prix des imports et notamment des biens intermédiaires** → Termes de l'échange défavorables : cela coûte cher d'importer les produits étrangers. C'est peut-être ce qui est recherché mais pour les produits qu'on ne peut pas fabriquer localement c'est pénalisant (en terme de bien-être, stratégie critiquable → *Cf. la Chine*). **- Tensions inflationnistes** parce que les biens importés coûte plus cher et cela se diffuse aux coûts de production, et ainsi de suite - **Taux d'intérêts plus élevés** : puisque la monnaie est faible, il faut convaincre les investisseurs de l'acheter donc cela renvoie à une hausse des taux d'intérêts selon la PTINC
Monnaie forte	**- Incite à l'innovation, aux gains de productivité, à une bonne spécialisation** : les entreprises doivent gagner leur compétitivité-prix ; il faut jouer sur les éléments de la compétitivité hors-prix. **- Réduit le prix des imports et notamment des biens intermédiaires** : grâce à une monnaie forte, on achète les biens à l'étranger moins cher. **- Gain de pouvoir d'achat des ménages sur les produits**	**- Affecte la compétitivité-prix :** **- Incite aux délocalisations, et peut pénaliser l'activité**

	importés : **- Limite les tensions inflationnistes** **- Taux d'intérêt plus faibles**	



On emploie les termes de monnaies fortes/faibles dans deux sens : un sens courant et un sens économique :

- **Au sens courant**, une monnaie forte a plutôt tendance à s'apprécier (exemple : l'€ depuis les années 2000) et au contraire une monnaie qui se déprécie est faibles
- **Au sens économique**, la monnaie est qualifiée de forte lorsqu'elle est surévaluée par rapport à sa valeur fondamentale. Une monnaie faible est elle sous-évaluée.

<u>Choix d'une monnaie faible</u> :

→ Ce choix fait partie de la stratégie asiatique de développement. On a un énorme avantage de compétitivité donc on peut immédiatement rentrer sur le marché et produire à grande échelle. Mais c'est une stratégie qui peut à LT présenter des limites et des handicaps, c'est pourquoi la Chine cherche à modifier son modèle. La Corée du Sud a utilisé ce modèle pour ce dvper.

Par cette stratégie agressive avec une monnaie faible, on peut s'imposer dans le monde grâce à des économies d'échelle importantes : les E étrangères délocalisent dans ces pays ➔ stratégie payante.

Mais risque d'être enfermé dans une mauvaise spécialisation (Ex : la Chine s'est imposée comme le plus grand atelier du monde mais elle est restée pendant longtemps cantonnée aux activités d'assemblage).

Il arrive un moment où l'éco doit se tourner davantage vers la compétitivité hors-prix, doit innover, monter en gamme et donc ça montre qu'une monnaie faible n'est pas avantageuse au bout d'un certain temps (trappes des pays à revenus intermédiaires).

<u>Choix d'une monnaie forte</u> :

→ Un pays comme l'Allemagne adhère à cette stratégie, d'où l'opposition All/Fr. La France trouve que l'€ est trop élevé et que cela est pénalisant pour la compétitivité. Cependant, il faut par exemple noter que la France est beaucoup plus dépendante de la compétitivité-prix que l'Allemagne. Il n'y aurait alors pas de bonne politique, cela dépend de la spécialisation de chacun.

La politique d'une monnaie forte est une stratégie qui peut être bien développée. Plutôt que de chercher absolument à rechercher la compétitivité-prix (difficile aujourd'hui pour les PD face aux PED), mieux vaut chercher à monter en gamme, innover pour jouer sur la compétitivité hors-prix.

Le pb de la France, c'est que l'on essaie toujours de jouer sur la compétitivité-prix via la pol de désinflation compétitive.

ATTENTION ! Dans une dissertation/oral, ne pas faire I) monnaie forte et II) monnaie faible car ce sont les mêmes arguments mais inversés.

Quels instruments pour la politique de change ?

3 moyens d'intervention

⇨ *Les interventions sur le marché des changes (par la BC, sous les ordres du Trésor)*

Achat de la monnaie nationale // Vente de devises (réserves de changes). On achète de la monnaie contre des devises → **2 effets :**

- **Effet direct** : hausse de la valeur de la monnaie nationale.
- **Effet indirect** : baisse de la quantité de monnaie sur le marché monétaire ➔ hausse des taux d'intérêt ➔ Entrée de Kx (attire les Kx étrangers).

La BC peut décider de neutraliser ce 2e effet indirect, de façon à ne pas pénaliser l'activité. Dans ce cas, on dit qu'elle va stériliser ses interventions sur le marché des changes, càd qu'elle va compenser par une injection de liquidités sur ce marché. Dans ce cas, le seul canal qui fonctionne, c'est l'effet direct.

Exemple de la politique japonaise.

Le Japon fait partie des pays qui interviennent régulièrement sur le marché des changes, notamment pour lutter contre l'appréciation du Yen. Le Yen a tendance à s'apprécier car le Japon réalise des excédents importants, et par ailleurs les investisseurs Japonais hésitent à placer leurs capitaux dans d'autres monnaies. C'est gênant pour l'économie japonaise car la croissance du Japon repose en partie sur les exportations. Les autorités essaient donc de lutter contre l'appréciation du Yen en intervenant sur le marché des changes :

- *Le trésor émet des obligations souveraines en Yen (l'Etat s'endette) qui sont achetées par la Banque Centrale et les banques commerciales.*
- *Le trésor obtient par conséquent obtient de liquidités en Yen qui sont créditées sur son compte à la Banque Centrale. La Banque Centrale vend les Yen que l'Etat Japonais a réussi à se procurer et lui fournit en échange des $.*
- *Ces $, l'Etat Japonais les utilise en achetant des titres en dollars $ (liquidités, obligations souveraines).*

→ *L'Etat Japonais n'est pour l'instant pas vraiment affecté par ces opérations qui se valent. L'avantage de cette opération c'est qu'en ayant vendu du Yen et acheté des $ sur le marché, cela empêche l'appréciation du Yen. L'Etat supporte alors le risque de change de telle façon que d'un côté on a un excédent, de l'autre côté une sortie de capitaux et il n'y alors pas d'ajustement du change.*

⇨ *La politique monétaire*

Le marché des changes et le marché monétaire sont interconnectés. Une relance monétaire de la part de la BC conduit à une baisse des taux d'intérêts, qui conduit à une dépréciation de la monnaie. Cela suppose que les anticipations ne changent pas non plus.

→ ***Cf. dossier Graphique « Création monétaire et taux de change » p.36 + p.37***

Plus le taux d'intérêt est élevé, moins les agents ne veulent plus détenir de monnaie (les agents préfèrent placer car les avantages sont supérieurs)

⇨ *La communication*

Les autorités, par leur communication, peuvent influencer la politique monétaire. Elles cherchent à influencer le comportement des acteurs et principalement les anticipations des investisseurs qui vont ainsi vendre ou acheter de la monnaie sur le marché.
Par exemple, si les autorités annoncent dans une conférence qu'elles accordent une très grande importance à la monnaie forte, cela envoi des signaux aux investisseurs qui peuvent ce dire que les autorités monétaires feront ce qui est nécessaire pour apprécier la monnaie. Ils intègrent l'information dans leurs anticipations et ce sont eux-mêmes qui conduisent à l'évaluation à la hausse de la monnaie. Donc si le message est considéré comme crédible, la monnaie peut s'apprécier/se déprécier sans même que la banque centrale n'est à agir.

Selon la **théorie des zones cibles (**WILLIAMSON, 1983), qui s'appuie en grande partie sur les mécanismes de crédibilité, les autorités monétaires établissent une zone-cible pour le taux de change avec des marges de +/- 10% autour d'une valeur fondamentale. Celle-ci est estimée à partir du modèle économique que l'on a pu présenter. Cela suppose quand même de la concertation internationale et de la coopération. Ces zones-cibles sont médiatisées : les autorités monétaires déclarent publiquement que le bon taux de change devrait se situer dans ces marges.

De cela découle alors un « ***effet lune de miel*** » : si les annoncent sont assez claires et crédibles, les investisseurs vont faire en sorte par leurs propres achats et ventes que les monnaies restent dans ces zones, par crainte des interventions concertées.

Les politiques de change aujourd'hui

L'**Europe** apparaît comme un cas un peu à part. En effet, la Banque Centrale Allemande a bénéficié depuis al 2nde GM de beaucoup plus d'indépendance que la normale. Par ailleurs, sa priorité était la lutte contre l'inflation. Elle a plusieurs fois refusé d'intervenir sur le marché des changes quand le gouvernement lui demandait. Il y a en effet parfois des conflits entre la politique de change et la politique monétaire (*Exemple : si la monnaie est surévaluée, on demande une politique de change visant à faire déprécier la monnaie. Mais si au même moment on a des tensions inflationnistes et que la priorité de la banque centrale est la stabilité des prix, elle peut pratiquer une politique de change visant une monnaie forte)*
→ *Exemple pour la Bundesbank: en 1971, le dollar baisse, le mark s'apprécie, la Bundesbank refuse d'intervenir*

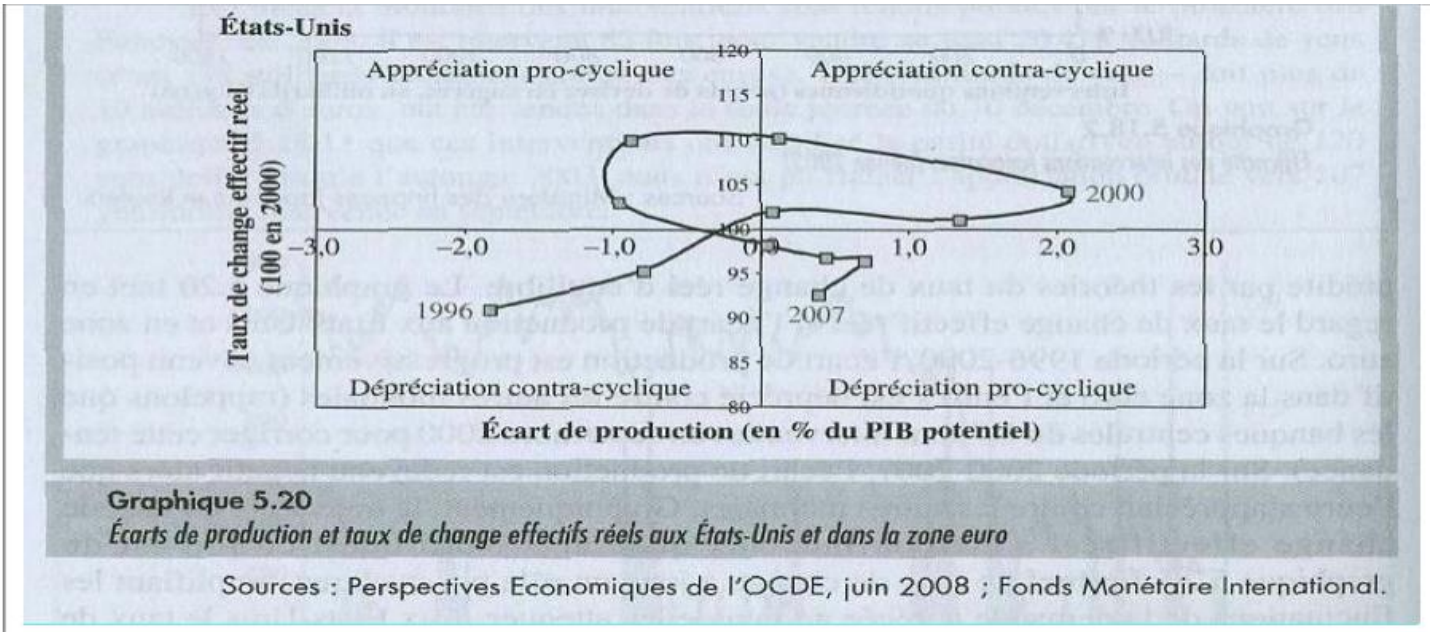
Les banques centrales sont aujourd'hui de plus en plus indépendantes, et comme la Bundesbank, **la BCE favorise la lutte contre l'inflation**, d'où parfois un conflit. Cependant, il n'y a pas face à la BCE un seul gouvernement mais les 18 gouvernements de la zone € qui n'ont pas forcément la même perception que la politique de change. En Europe, le conseil des ministres de la zone € définit la politique de change (« ***recommandations*** » à la BCE) mais cela suppose déjà que les ministres soient d'accord (jamais arrivé encore).

La conséquence de cette répartition des compétences entre conseil des ministres/BCE conduit à une non-existence de politique de changes, qui est en fait confisquée par la BCE. On cite à cet égard deux dirigeants de la BCE : « *Je suis monsieur €* », Jean-Claude TRICHET & « *Monsieur €, c'est moi* », W. DUISENBERG.

Cela montre que, vu qu'il n'y a pas d'institution en charge de l'€, c'est la BCE qui s'en charge. La banque centrale européenne n'est intervenue qu'une seule fois sur le marché des changes, en 2000, lorsque l'€ était trop faible à son goût, ce qui était parfaitement cohérent avec l'idée que cela engendrerait de l'inflation. À l'inverse, jusqu'en 2008, était tout autant surévaluée et la BCE n'est pas

intervenue puisqu'il y avait aussi à l'époque des tension inflationnistes. L'euro fort était un rempart contre l'inflation importée, et donc la BCE n'est pas intervenue pour faire baisser l'€.

→ ***Cf. doc page 73-74 : Taux de change et cycle économique (graphique 5.20)***



Graphique 5.20
Écarts de production et taux de change effectifs réels aux États-Unis et dans la zone euro

Sources : Perspectives Economiques de l'OCDE, juin 2008 ; Fonds Monétaire International.

La politique de change dans la zone euro semble prendre le même chemin même si son histoire est encore récente. La BCE n'est intervenue qu'une seule fois, en 2000 pour défendre la valeur de l'euro conjointement aux pays du G7. Elle a refusé d'intervenir dans le sens inverse en 2007-08 contre l'appréciation de l'euro.

Pourtant, à l'inverse de ce que l'on observe aux USA, les variations du taux de change réel dans la zone euro ne semblent pas avoir contribué à stabiliser l'économie européenne. Au contraire, elle ont plutôt eu un impact pro-cyclique : l'euro s'apprécie en phase basse, ce qui ralentit encore l'économie et se déprécie en phase haute ce qui soutient encore plus l'activité. (cf doc suivant)

Les variations de l'€, au moins jusqu'à la crise, ont été pro-cycliques plutôt que contra-cycliques.