

Définitions

Rappels historiques

Marché des changes et taux de change

Choix d'un régime de change

Les déterminants des taux de change

La critique du SMI actuel et les voies d'évolution ou de réforme

Système monétaire international

CPGE 2

Marine Salès-Juet

2023/2024

Plan du cours

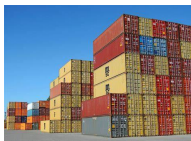
- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
- 3 Marché des changes et taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
- 5 Les déterminants des taux de change
- 6 La critique du SMI actuel et les voies d'évolution ou de réforme

Sommaire

- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
- 3 Marché des changes et taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
- 5 Les déterminants des taux de change
- 6 La critique du SMI actuel et les voies d'évolution ou de réforme

Définitions

- Comment le besoin de **définir un taux de change** apparait ?
 - Monnaie de **facturation** : un producteur français va exprimer le **coût** de ses marchandises en **euros**.
 - Monnaie de **règlement** : ce même producteur a acheté ses marchandises aux Etats-Unis. Il va les **régler** en **dollars**.



- **Taux de change** : **prix** d'une monnaie exprimé dans une monnaie étrangère.

Définitions

- Valeur **externe** de la monnaie : **taux de change**.
Pouvoir d'achat « **à l'étranger** ».
- Valeur **interne** de la monnaie : **inverse du niveau général des prix**.
Pouvoir d'achat « **national** ».
- Différents **mais lien possible entre les deux** :
 - ① Expliquez l'impact d'une **hausse** générale des prix dans l'économie nationale sur la valeur **interne** et **externe** de la monnaie.
 - ② Précisez la **condition nécessaire** pour s'assurer de l'impact sur la valeur **externe** de la monnaie.

Définitions

- La **mondialisation** de l'économie et la **multiplication** des échanges internationaux de marchandises et de capitaux ont rendu d'autant plus cruciaux la **détermination** des taux de change et l'**encadrement** des paiements internationaux.

Définitions

- **Robert Solomon** Le système monétaire international (1979) :
« Ensemble de **règles**, d'**institutions** (FMI, Banque Mondiale, Banque des Règlements Internationaux), d'**accords** et de **pratiques** dans le cadre desquels s'effectuent les paiements correspondant à des transactions **franchissant les frontières** », transactions portant sur les marchandises, les services ou les capitaux.
- Exemples : régime de change, BRI, FMI etc.

Définitions

- **Régime de change** : ensemble des **règles** retenues par un pays pour définir les **conditions** de la **détermination** du taux de change de sa monnaie.
 - **Flexible** : le taux de change est déterminé en fonction de la **loi de l'offre et de la demande** sur le **marché des changes**.
 - **Marché des changes** : lieu abstrait de confrontation entre une offre et une demande de **devises** qui permet de déterminer **un cours du change/taux de change**.
 - **Fixe** : la banque centrale **définit** le taux de change de la monnaie qu'elle **doit défendre** et est tenue d'assurer la conversion de la monnaie nationale en devises **de manière illimitée** à ce taux.

Définitions

- **Réserves de change** : ensemble des devises étrangères et d'or détenus par une banque centrale.

Sommaire

- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
 - Avant la Seconde Guerre mondiale
 - Après la Seconde Guerre mondiale
 - Le SMI depuis le milieu des années 80
- 3 Marché des changes et taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
- 5 Les déterminants des taux de change
- 6 La critique du SMI actuel et les voies d'évolution ou de réforme

Le régime de l'étalon or



- **Étalon or (1870-1914/1922)** : Chaque monnaie a une **parité de change** avec l'**or** (son poids en or) et chaque banque centrale assure la **libre convertibilité en or de ses billets de banque**.

Le régime de l'étalon or



- Lecture du **document n°1** - Principes de fonctionnement de l'étalon or.
- Questions :
 - 1 Déterminez la **valeur du taux de change** entre les deux monnaies en 1898.
 - 2 Déterminez si les importateurs vont opter pour un règlement en **or** ou en **Livres** dans le cas d'un déficit de la balance globale française.
 - 3 En déduire l'impact sur la **valeur** respective des monnaies.

Le régime de l'étalon or

- Principes de fonctionnement :
 - **Définition de la parité or de chaque monnaie et convertibilité interne et externe totale** : $1 \text{ F} = 290,32 \text{ mg}$ d'or fin et $1 \text{ £} = 7\,322,33 \text{ mg}$ d'or fin.
 - Calcul du taux de change **entre monnaies** à partir de ces parités : le '**pair**' : $\text{£} = 25,22 \text{ F}$ ou $\text{F} = 0,04 \text{ £}$.

Le régime de l'étalon or

- **Principes de fonctionnement :**

- En cas de **déficit** de la balance globale, le Franc perd de la valeur par rapport à la £, alors que la £ prend de la valeur.
- Les importateurs français peuvent payer **en or ou en £** leurs marchandises. Comme le change leur est défavorable (la £ prend de la valeur), les importateurs convertissent leurs francs **en or** à la banque centrale, puis envoient leur or **à la parité officielle** plutôt que des livres qui coûtent **plus chères**.

Le régime de l'étalon or

- La Livre va progressivement être **moins demandée** car trop coûteuse sur le marché des changes par rapport à l'or : la valeur des monnaies retourne à **leur parité or**.

⇒ La **liberté des mouvements d'or** entre pays assurait la **stabilité des changes**.

⇒ Il existe pour chaque monnaie un **point de sortie d'or**, au-delà duquel il est **moins onéreux** d'envoyer de l'or que de la monnaie nationale. Ces points d'or **stabilisent** les taux de changes autour de la parité.

Le régime de l'étalon de change or

- La conférence de Gênes (1922) : étalon de change or (*Gold Exchange Standard*).
 - Permet à un pays d'émettre de la monnaie en fonction de l'**or** ET des **monnaies convertibles en or** qu'il détient (dollar, franc français et livre sterling).
 - MAIS ce système ne conduit pas au fonctionnement effectif d'un nouveau système international par **manque de confiance** dans la convertibilité des monnaies en or.
 - Avec la **crise de 1929**, le rapatriement des capitaux et les mesures protectionnistes, l'économie mondiale se fragmente en **zones monétaires distinctes (balkanisation monétaire)**.

Le système de Bretton Woods (1944)



► [Link](#)

- Questions :
 - Identifiez l'**objectif** de la conférence de Bretton Woods.
 - **Caractérisez** le système de Bretton Woods.
 - Quand prend **fin** le système de Bretton Woods ?

Le système de Bretton Woods (1944)



- **Toutes** les monnaies sont convertibles **en dollar**, lui-même convertible en **or** à hauteur de **35 dollars l'once d'or** auprès de la Fed pour les banques centrales des pays (à **partir de 1947**).
- Projet inspiré d'**Harry White**, en opposition avec **John Maynard Keynes**.

Le système de Bretton Woods (1944)

⇒ Système de change **fixe** mais **ajustable** (marge de fluctuation de +/- 1%).

- Chaque banque centrale **s'engage à défendre la parité de sa monnaie avec le dollar**. Mais si la parité officielle est **structurellement inadaptée**, les pays peuvent procéder à une réévaluation ou une dévaluation **sous le contrôle du FMI**.
- Les dévaluations compétitives sont par contre **interdites**.

Le fonds monétaire international

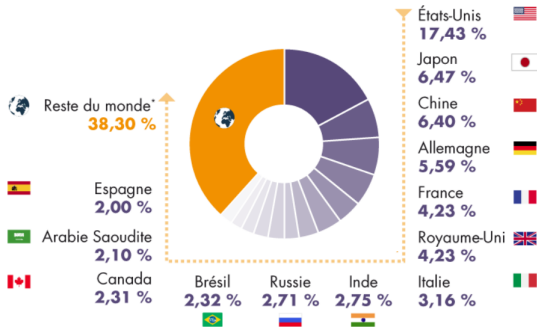


► [Link](#)

- Création du **Fonds Monétaire International**, garant du système et de l'ajustement des parités monétaires.
- Questions :
 - **Combien** de pays sont membres du FMI aujourd'hui ?
 - Déterminez la **mission principale** du FMI, et ses **modalités** d'action.
 - Expliquez comment sont déterminées les **contributions** de chaque pays membre.
 - Énoncez les **critiques** faites à l'encontre du FMI aujourd'hui.

Le fonds monétaire international

EN 2022



*Les pays restant ont des quote-part inférieurs à 2 %.

Source : [lafinancepourtous.com](https://www.lafinancepourtous.com) d'après FMI

Figure 1 – Quotes-parts des pays membres du FMI en 2022

Droits de tirage spéciaux et paradoxe de Triffin (1960)

- **Droits de Tirage Spéciaux (DTS, 1967) :**
Instrument monétaire international visant à **compléter les réserves officielles** de change des pays membres du FMI.
 - **Actif de réserve**, qui peut être converti en **monnaies-clés** (dollar, euro, yen, livre sterling, yuan, depuis septembre 2016).
 - Ces monnaies composent le **panier** définissant la valeur du DTS. **Ce n'est donc pas une monnaie.**
 - Un pays en difficulté peut donc céder des DTS et recevoir en contrepartie la **monnaie** d'un autre pays membre. C'est donc une opération de **crédit**, nécessitant un remboursement et le versement d'intérêts.

Droits de tirage spéciaux et paradoxe de Triffin (1960)

- **Paradoxe de Triffin (1960)** : lorsqu'il y a une incohérence entre un **besoin de liquidité** et de **confiance** dans la monnaie.
 - Avec la **reconstruction** et la **croissance économique**, le dollar a perdu de la valeur et l'or en a gagné. Or on est dans un système de change **fixe**, c'est **impossible**.
 - Il faut défendre la valeur du dollar en **réduisant le montant de dollars en circulation**... ce qui revient à **réduire la liquidité au niveau mondial**, et donc la croissance des pays...
 - **Inconcevable** à l'époque! Cela a réduit alors la **confiance** dans le dollar et dans le **SMI**...

Droits de tirage spéciaux et paradoxe de Triffin (1960)

⇒ Les besoins importants de l'économie mondiale en une devise **fiable**, aboutissent paradoxalement à la **perte de confiance** dans cette monnaie et à sa dépréciation, rendant **impossible le maintien de la parité avec l'or**.

Droits de tirage spéciaux et paradoxe de Triffin (1960)

- **Pool de l'or (1961)**
- **1971** : fin de la convertibilité en or du dollar (**Richard Nixon**).
- **1973** : flottement **général** des monnaies.
- **1976** : **conférence de la Jamaïque** : instauration, entre les grandes monnaies, d'un régime de changes **flottants** et abandon du rôle **légal** de l'or.

Le SMI depuis le milieu des années 80

- Des tentatives de coordination :
 - **Accords du Plaza (1985)** entre les Etats-Unis, France, RFA, Royaume-Uni, Japon : intervention **coordonnée** sur le marché des changes **pour lutter contre l'appréciation du dollar** par rapport au yen et au mark allemand.
 - **Accords du Louvre (1987)** met fin à l'intervention mais le dollar continue à se déprécier !
 - Conduisit **probablement** au **krach boursier du 19 octobre 1987**.

Le SMI depuis le milieu des années 80

- Règle des trois D d'**Henri Bourguinat** : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation.

Le SMI depuis le milieu des années 80

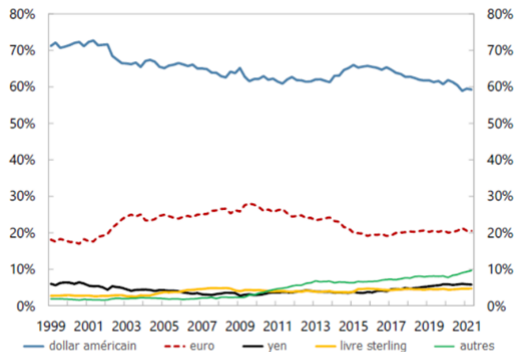
Fonctions	Secteur privé	Secteur public
(1) Intermédiaire des échanges	Règlement des transactions commerciales et financières Intermédiaire sur le marché des changes	Devise pour les interventions de change
(2) Unité de compte	Principale devise de facturation Numéraire sur les marchés mondiaux (matières premières et dérivés)	Devise d'ancrage pour fixation des taux de change
(3) Réserve de valeur	Devise de placement des non-résidents Marchés bancaires, obligataires, etc.	Réserves officielles de change

Figure 2 – Les fonctions de la monnaie mondiale

Le SMI depuis le milieu des années 80

- Le dollar n'a plus une position **aussi hégémonique** (**Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen et Chima Simpson-Bell, 2022**) : d'autres devises le **concurrentent** sur son rôle de monnaie d'échange et de réserve de valeur.
- Des **zones monétaires régionales** se développent de plus en plus : SME en 1979, puis zone euro en 1999.

Le SMI depuis le milieu des années 80



source : Arslanalp et alii (2022)

Figure 3 – Composition en devises des réserves de change étrangères à travers le monde (en %)

Le SMI depuis le milieu des années 80

- « **Non système** » selon **Michel Aglietta** : changes fixes, flottants, zones monétaires... Mélange de tout (et de rien ?), « **semi-système** ».

Sommaire

- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
- 3 **Marché des changes et taux de change**
 - Caractéristiques du marché des changes
 - Caractéristiques du taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
- 5 Les déterminants des taux de change
- 6 La critique du SMI actuel et les voies d'évolution ou de réforme

Caractéristiques du marché des changes

- Marché des changes **mondial** : Forex pour Foreign Exchange.
- Marché des changes **non régulé** : la quasi-totalité des opérations se font de **gré-à-gré** (sans intermédiaire boursier via des plateformes électroniques).
- Marché **très liquide** où interviennent surtout les **banques commerciales** et les **banques centrales**, ainsi que les **assureurs** et les **fonds d'investissement**, **institutions internationales** comme le FMI.

Caractéristiques du marché des changes

- **Trois compartiments** : au **comptant** (*spot*), à **terme**, des produits **dérivés** (options et **contrats à terme** sur devises).
- Trois types de **stratégies** sur le marché des **produits dérivés** : couverture, arbitrage, spéculation.

Caractéristiques du taux de change

	EUR	Euro	0.24	9.57
	Australian Dollar	Australia	36.88	39.05
	Pound sterling	England	24.34	26.55
	₩ (1000)	Korea	52.21	55.10
			23.60	36.50
				24.02

▶ [Link](#)

● Questions :

- Comment est **déterminé** aujourd'hui le taux de change pour la plupart des monnaies?
- Qu'en est-il dans un régime de change **fixe**?

Caractéristiques du taux de change

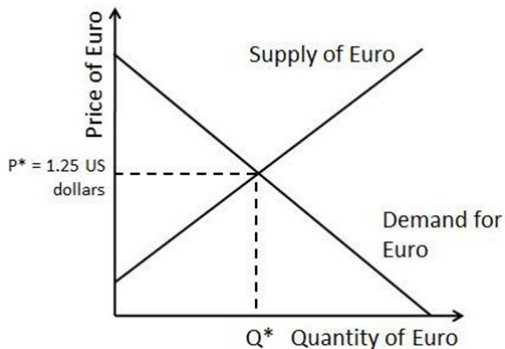


Figure 4 – Le marché des changes euro/dollar

Caractéristiques du taux de change

- **Dévaluation** : dans un système de change **fixe**, diminution de la valeur d'une monnaie par rapport à la **parité de référence**. Elle est décidée par les **autorités monétaires**.

Caractéristiques du taux de change

- Cotation à l'**incertain** : « *1 dollar vaut tant d'euros* », exprimé en termes de monnaie nationale **par unité de monnaie étrangère**. $1 \text{ USD} = 0,93 \text{ EUR}$ au 12/12/2023.
- Cotation au **certain** : « *1 euro vaut tant de dollars* », exprimé en termes de monnaie étrangère **par unité de monnaie nationale**. $1 \text{ EUR} = 1,08 \text{ USD}$ au 12/12/2023.

Caractéristiques du taux de change

	EUR	Euro	8.24	9.57
	Australian Dollar	Australie	36.88	39.05
	Pound sterling	England	24.34	26.55
		Korea	52.21	55.10
			23.60	38.50

▶ [Link](#)

● Questions :

- Identifiez le **mode de cotation** évoqué.
- Dans l'exemple, l'euro s'**apprécie** ou se **déprécie**-t-il ?
- Quelles en sont les **conséquences** pour les européens et américains ?

Caractéristiques du taux de change

- Taux de change **nominal bilatéral** : taux de change sur le marché des changes entre deux devises **aux prix courants**.
- Taux de change **réel bilatéral** : taux de change nominal bilatéral **déflaté des prix**, qui prend en compte les **différences de pouvoir d'achat** entre devises.
- Taux de change (**nominal ou réel**) **effectif** : **moyenne** des différents taux de change **bilatéraux** (nominaux ou réels) **pondérée par le poids** des partenaires commerciaux dans le commerce total du pays.

Sommaire

- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
- 3 Marché des changes et taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
 - Les caractéristiques des régimes de changes
 - Le triangle d'incompatibilité de Robert Mundell (et Marcus Fleming)
 - Les unions monétaires
- 5 Les déterminants des taux de change

Le change flexible ou flottant

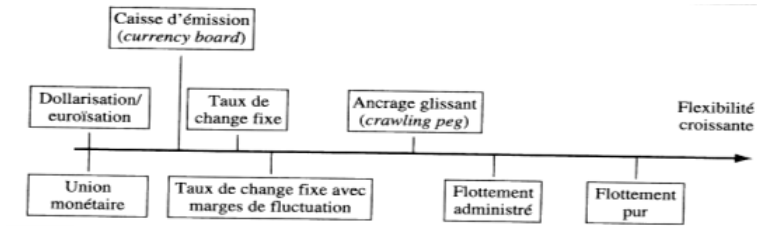


Figure 5 – La variété des régimes de change

Le change flexible ou flottant

- Flottement **pur** : Le taux de change est déterminé en fonction de la **loi de l'offre et de la demande** sur le marché des changes.
- Flottement **administré** : Interventions **discrétionnaires** des autorités monétaires possibles pour modifier le **niveau** ou la **variabilité** du taux de change, mais sans qu'elles annoncent **explicitement** leur objectif.

Le change flexible ou flottant

- Le taux de change est l'indicateur de la **rareté relative** d'une devise, source d'informations pour les agents économiques, qui vont alors **se coordonner** sur le marché des changes de manière **décentralisée** pour l'atteinte d'un équilibre **optimal** de CPP. . .
- Variable **d'ajustement** macroéconomique au niveau **international**.

Le change flexible ou flottant

Avantages

- Retour **automatique** à l'équilibre des balances globales.
- Accumulation de **réserves** inutile.
- Politique monétaire **contra-cyclique** possible.

Le change flexible ou flottant

Inconvénients

- Mouvements **spéculatifs**.
- Déconnexion possible avec les **fondamentaux** de l'économie.

Le change flexible ou flottant

⇒ Le flottement des monnaies n'a pas permis **en pratique** d'équilibrer les balances des paiements **malgré le mécanisme en théorie autorégulateur** : **déséquilibres persistants, structurels.**

Le change fixe

- La banque centrale est tenue d'assurer la conversion de la monnaie nationale en devises **de manière illimitée au taux fixé, la parité.**

Le change fixe

- Lorsque la monnaie nationale tend à s'**apprécier** par rapport à la parité, la banque centrale **vend** de la monnaie nationale (**augmentation de la masse monétaire**) contre des devises (**hausse des réserves de change**).
- Lorsque la monnaie nationale tend à se **déprécier** par rapport à la parité, la banque centrale va **acheter/détruire** de la monnaie nationale (**baisse de la masse monétaire**) contre des devises (**baisse des réserves de change**).

⇒ Rôle crucial et fondamental des **réserves de change** pour assurer la **crédibilité** de la parité et la **pérennité** du système de change fixe.

Le change fixe

Avantages

- **Stabilité** monétaire.
- Définition d'une parité à un taux **favorable aux exportations**.

Le change fixe

Inconvénients

- Attaques **spéculatives**.
- Perte de la politique monétaire **discrétionnaire**.

Les régimes mixtes

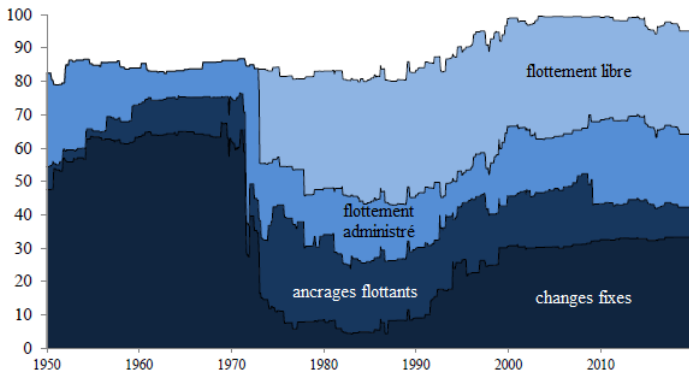


Figure 6 – Répartition des pays selon leur régime de change (en %) d'après Ethan Ilzetzki, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2021).

Les régimes mixtes : Ancrage glissant ou « crawling peg »

- Taux de change **fixe mais ajustable** selon un **calendrier de dévaluation**.
- Les parités de change sont **susceptibles** d'être révisées par une succession de modifications de **faible amplitude de la parité**, souvent indexées sur un indicateur **comme le différentiel d'inflation ou de PIB avec un autre pays**.
- Exemple : Honduras.

L'exemple chinois

- La Banque Populaire de Chine établit **administrativement** chaque matin un cours pivot **par rapport au niveau de la veille (+/- 2 %)**, autour duquel sa monnaie ne peut pas varier quotidiennement **de plus/moins de 2 %**.
- Depuis **2005**, le régime chinois a décidé que le yuan serait ancré sur un **panier de devises composé de dollars, d'euros et de yen japonais**.
- En affirmant qu'elles fixent le niveau chaque matin par rapport au niveau de la veille, les autorités signalent **qu'elles prennent en compte le marché** afin de se rapprocher autant que possible d'une fluctuation « libre ».

Les régimes mixtes : Caisse d'émission ou « currency board »



- Forme faible de **dollarisation**.
- La monnaie nationale **continue de circuler** mais l'émission de monnaie par la banque centrale est **entièrement adossée à ses réserves en devises étrangères**.
- La banque centrale ne peut émettre de la monnaie nationale qu'en achetant des **actifs libellés en devises étrangères (soit en accumulant des réserves de change)**. Ce qui renforce sa **crédibilité**. Elle ne peut plus en fait **monétiser sa dette publique**...

Les régimes mixtes : Caisse d'émission ou « currency board »



- Exemples : Hong Kong, la Bulgarie, l'Argentine.
- Mis en place **souvent** dans des pays où les autorités monétaires avaient perdu leur **crédibilité interne**, notamment à la suite de période d'hyperinflation comme en **Argentine dans les années 80** (politique monétaire expansionniste pour monétiser la dette publique).

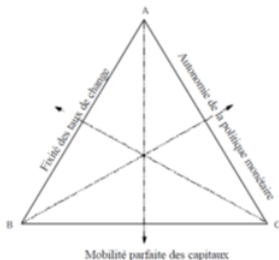
Les régimes mixtes : dollarisation

- Sens **strict** : Substitution du **dollar** à une monnaie nationale.
- Sens **large** : "*Un raccourci pour désigner l'utilisation par un pays donné de la monnaie d'un autre pays.*" FMI.
- Exemples : Monténégro, Kosovo, Saint-Martin (euro); Panama, Salvador, Equateur (dollar américain); Nauru, Kiribati (dollar australien); Namibie (rand).

Les régimes mixtes : dollarisation

- Élimine tout risque lié à la **variation du taux de change** pour les investisseurs et entreprises, ce qui assure la **stabilité des prix** et réduit le risque d'**hyperinflation**.
- Perte totale de la **politique monétaire** comme politique contra-cyclique.

Le triangle d'incompatibilité de Robert Mundell (et Marcus Fleming)



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

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

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

Figure 7 – Le triangle d'incompatibilité de Robert Mundell

Le triangle d'incompatibilité de Robert Mundell (et Marcus Fleming)

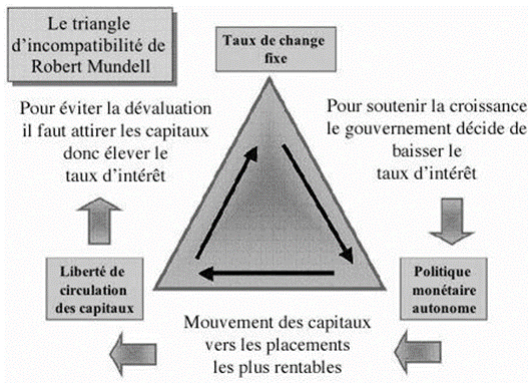


Figure 8 – Application du triangle d'incompatibilité de Robert Mundell

Les prolongements du triangle d'incompatibilité

- Maurice Obstfeld (2015) pour les pays émergents : **changes flottants** car permet de conserver une **politique monétaire autonome** dans un cadre de capitaux **mobiles**.
- Hélène Rey (2016) : « **irréconciliable duo** ». Dilemme entre **mobilité des capitaux** et **autonomie de la PM** :
 - Soit **contrôler les capitaux** pour retrouver une certaine **autonomie monétaire**.
 - Soit faire le choix de **libérer les capitaux** mais au prix d'une perte d'autonomie monétaire **quel que soit le régime de change**.

Les prolongements du triangle d'incompatibilité

- Le flottement est une **facilité** mais pas une garantie car les pays émergents sont toujours exposés à des **attaques spéculatives**, aux **retraits massifs de capitaux** (« *sudden-stop* »).
- Pour lutter contre, ils sont obligés de défendre une sorte de « **parité** » **implicite** et ainsi agir sur les marchés des changes avec des **réserves de change**.

Les unions monétaires

- Les Etats perdent alors **irrévocablement** l'autonomie de leur politique monétaire. Ils ne peuvent plus s'en servir comme une politique **contracyclique**, permettant d'**amortir les chocs économiques internes**.
- Alors, si ces chocs **ne sont pas les mêmes** entre les pays constitutifs de l'union monétaire, on pressent que les choses peuvent devenir **très compliquées...**

⇒ **Sous quelles conditions** plusieurs pays **peuvent-ils avoir intérêt** à constituer une zone monétaire ?

Les unions monétaires

↔ *Travail par groupe en autonomie - L'Union monétaire européenne est-elle une zone monétaire optimale ?*

Sommaire

- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
- 3 Marché des changes et taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
- 5 Les déterminants des taux de change
 - La difficile prévision de l'évolution des taux de change
 - Déterminants à long terme : parité des pouvoirs d'achat (PPA)
 - Déterminants à court terme : théorie de la

La difficile prévision de l'évolution des taux de change

- Quels sont les facteurs qui **expliquent** l'évolution du taux de change entre deux monnaies dans un régime de change **flexible** ?
- Quelle serait la valeur d'**équilibre** du taux de change sur le **marché des changes en CPP** ?

La difficile prévision de l'évolution des taux de change

- **Taux de change fondamental d'équilibre** (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) de **John Williamson (1983)** : taux de change **réel** qui permet d'atteindre l'« **équilibre externe** » à moyen terme, la production étant supposée avoir rejoint son niveau potentiel d'« **équilibre interne** ».
- Taux permettant l'**équilibre macroéconomique tant au plan interne (plein emploi sans inflation) qu'au plan externe (équilibre extérieur)** : réellement en fonction des **fondamentaux** des économies.

La difficile prévision de l'évolution des taux de change

- Cela serait assez simple de prévoir les **évolutions** du taux du change : ils devraient revenir **mécaniquement** vers le TCFE si le mécanisme d'**autorégulation** des balances des paiements en économie ouverte et en CPP **fonctionne bien**...

La difficile prévision de l'évolution des taux de change

- **Richard Meese et Kenneth Rogoff (1983)** : Les prédictions de taux de change obtenues par **une simple marche au hasard** donnent à **court** terme, de **meilleurs** résultats que tous les modèles fondés sur les **fondamentaux**.
- Ce paradoxe a été confirmé par **Jeffrey Frankel (1984)** puis par **Maurice Obstfeld et Kenneth Rogoff (2000)** : L'« *énigme de la déconnexion des taux de change* » à court terme.
A **long terme**, en revanche, les **fondamentaux** jouent comme force de rappel.

La difficile prévision de l'évolution des taux de change

- **A long terme en CPP** : niveau des **prix (PPA)**.
- **A court terme en CPP** : différentiels de **taux d'intérêt** et **anticipations** de variations de taux de change (**PTI**).
- **Écarts si absence de CPP** : effet Balassa-Samuelson, surajustement du taux de change.

La loi du prix unique



La loi du prix unique de Gustav Cassel (1918)

La paire de chaussures qui vous fait rêver coûte 150 euros en France. Aux États-Unis, elle vous reviendrait tous frais compris à 120 euros.

1. Que faites-vous ?
2. Exposez les conséquences sur le prix de la paire de chaussures en France. Aux États-Unis.
3. En déduire le principe de la loi du prix unique.

La loi du prix unique

- L'existence de prix de vente ou d'achat **différents** en plusieurs points du marché pousse les agents économiques à choisir les **prix les plus avantageux**, et par ajustement les prix d'un bien convergent vers une **valeur unique**.

La loi du prix unique

- **La loi du prix unique pour des biens identiques échangés entre deux pays de Gustav Cassel (1918) :** Sur un marché de CPP, chaque bien **identique** doit avoir le **même** prix en tout point de ce marché.

La Parité du Pouvoir d'Achat

- **Hypothèses de CPP** : libre échange, libre convertibilité des monnaies, biens identiques, absence de coûts de transport et de coûts de transaction, même niveau de vie et donc de productivité des économies.
- Pour vérifier la loi du prix unique de Gustav Cassel (1918), une somme donnée de monnaie **nationale** doit permettre d'acquérir le **même** panier de biens et services sur le marché **domestique** et sur un marché **étranger**.
- Le taux de change **s'ajuste** de sorte à assurer le **même pouvoir d'achat** dans tous les pays.

La Parité du Pouvoir d'Achat

- Ainsi, si le taux d'inflation est **plus faible** aux Etats-Unis qu'en France, comment devraient évoluer les **taux de change** ?

La Parité du Pouvoir d'Achat

- La parité de pouvoir d'achat correspond au **taux de change d'équilibre de long terme** entre deux monnaies.
- Il assure l'**égalité de pouvoir d'achat** entre pays à niveau de vie comparable, en variant de sorte à **combler le différentiel d'inflation** entre pays.
- Cette égalité reflète elle-même l'**hypothèse d'une concurrence parfaite** sur les marchés des biens échangeables et plus précisément l'**absence d'opportunité d'arbitrage** qui en découle.

La mesure de la Parité du Pouvoir d'Achat

- Dans la réalité, le taux de change courant **s'écarte plus ou moins du taux PPA**.
- La PPA est en fait une **valeur de référence** : le taux vers lequel à terme, le taux de change de marché **devrait** tendre.

La mesure de la Parité du Pouvoir d'Achat

- L'indice Big Mac par The Economist (1986) correspond au taux de change tel que l'on peut acheter partout un Big Mac (bien **homogène**) avec la même somme d'argent.
- Il permet de savoir si une monnaie est **sous-évaluée** ou **surévaluée** par rapport au dollar, au regard de la PPA.

La mesure de la Parité du Pouvoir d'Achat



- Le prix d'un Big Mac est aux Etats-Unis de 6 \$ et dans la zone euro de 5 EUR. Le taux PPA de l'EURO en USD est donc $6/5$, soit 1,2 dollar. Autrement dit, le dollar devrait s'échanger contre 0,83 EUR. Or aujourd'hui, $1 \text{ USD} = 0,932 \text{ EUR}$ ou encore $1 \text{ EUR} = 1,09 \text{ USD}$.
- L'euro est-il **sur- ou sous-évalué** par rapport au dollar au regard de la PPA ?

Les critiques de la PPA

- **Libre échange non parfait** : coûts de transport, coûts de conversion des monnaies, barrières commerciales.
 - Quel **impact** sur le taux de change par rapport à celui de PPA ?
- **Biens différenciés ou élasticités-prix faibles** : quel **impact** sur le taux de change par rapport à celui de PPA ?

L'effet Balassa-Samuelson (1964)

- **Pays différents en termes de productivité et de niveau de développement** : Les touristes qui visitent les pays en développement observent généralement que leur **pouvoir d'achat est plus élevé**.

L'effet Balassa-Samuelson (1964)

● Hypothèses :

- **Niveau de productivité plus fort** dans les pays développés que dans les pays en développement.
- Le niveau des prix moyens **est plus faible** dans les pays en développement que dans les pays développés avant l'ouverture aux échanges.
- **Deux** secteurs : à biens échangeables **et** non échangeables.
- **Mobilité intersectorielle** des facteurs de production.
- Productivité marginale des facteurs de production **décroissante**.

L'effet Balassa-Samuelson (1964)

- Avec l'ouverture, :
 - **Croissance de la productivité** dans le secteur exposé à la concurrence dans le PED, **supérieure** à celle des pays développés (**rattrapage technologique**).
 - Le niveau des salaires est **identique** dans les deux secteurs du fait de la **mobilité intersectorielle** du travail. Donc **tendance à la hausse générale des salaires** dans les PED.
 - Dans le secteur **abrité** de l'économie, cette hausse des salaires n'est **pas compensée** par une hausse de productivité équivalente : **le niveau général des prix s'élève donc pour compenser cet écart**.

Déterminants à court terme : théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI)

- Les prix des biens et services varient **lentement**... Or le taux de change peut enregistrer de **fortes variations quotidiennes** !
- Pour comprendre ces mouvements à **court** terme, il faut remarquer que le taux de change est le **prix d'actifs domestiques**, comparés à des **actifs étrangers de même nature**.

Déterminants à court terme : théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI)

- **John Maynard Keynes** A tract on Monetary Reform (1923).
- **Hypothèses** : mobilité parfaite des capitaux, parfaite substituabilité des actifs financiers comparables et neutralité des investisseurs vis-à-vis du risque.

Déterminants à court terme : théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI)

- Un investisseur arbitre en permanence entre détenir des actifs **étrangers** ou des actifs **domestiques**.
- Actifs **domestiques** : taux d'intérêt nominal **national**.
- Actifs **étrangers** :
 - Taux d'intérêt nominal **étranger**.
 - Conversion des **euros en dollars** lors de l'**achat**. Puis, des **dollars en euros** lors de la **vente**.

Déterminants à court terme : théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI)

- La conduite d'un investisseur est donc dictée par les **deux déterminants** qui affectent la **rentabilité** de son placement :
 - L'**écart de rendement** entre les actifs du pays étranger et l'économie nationale, donné par la **différence entre les taux d'intérêt nominaux**.
 - L'**évolution supposée du taux de change**, entre le moment où il investit à l'étranger et le moment où il rapatrie ses capitaux.

Déterminants à court terme : théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI)

- Si la règle de la PTI s'applique, l'équilibre sur le marché des changes est atteint lorsque les actifs domestiques **offrent le même rendement** que les actifs étrangers (absence d'opportunité d'arbitrage, LPU appliquée aux actifs financiers).
- Si le marché des changes est **parfaitement efficient**, le différentiel de change est **donc égal** au différentiel de taux d'intérêt.

Définition et objectifs

- Ensemble des décisions et actions des pouvoirs publics visant à agir à **court terme** en fonction des **déséquilibres existants** par l'intermédiaire du **taux de change** de la monnaie nationale.

Définition et objectifs

- **Relancer l'économie/emploi/excédent extérieur** en poussant à la dépréciation ou en dévaluant : relance de la **compétitivité prix**.
- **Plus rarement** : lutter contre l'inflation **importée** en poussant à l'appréciation de la monnaie ou en la réévaluant.
- **OU** si régime de change **fixe**, **défendre** la parité.

Instruments

- **Acheter et vendre** des devises grâce aux **réserves de change**.
- **Manipuler le taux d'intérêt directeur** : par la politique monétaire.
- **Communiquer** : effet d'**annonce** des présidents de la Fed (Jerome Powell) ou de la BCE (Christine Lagarde).

Limites

- Lecture de l'article d'AlterEco - Quels sont les effets d'une dépréciation de l'euro ?
- Questions :
 - 1 Déterminez l'impact d'une dépréciation de l'euro sur l'**inflation**.
 - 2 Expliquez les mécanismes sous-jacents de la « **courbe en J** ».
 - 3 Identifiez les **limites** à la relance de la compétitivité prix d'une économie par une dépréciation de sa monnaie.

Limites

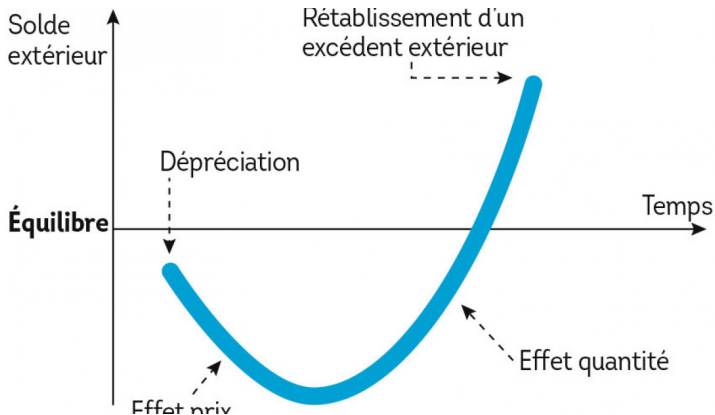


Figure 9 – La courbe en J

Limites



Figure 10 – L'évolution du taux de change de l'euro face au dollar.

Source : FRED.

Limites

- Pas de **comportements de marge** (Joan Robinson, 1944) de la part des entreprises.
- **Théorème des élasticités critiques de Marshall-Lerner (1945)** : La somme des valeur absolues des **élasticités-prix** des exportations et des importations est **supérieure à un**.

Sommaire

- 1 Définitions
- 2 Rappels historiques
- 3 Marché des changes et taux de change
- 4 Choix d'un régime de change
- 5 Les déterminants des taux de change
- 6 La critique du SMI actuel et les voies d'évolution ou de réforme
 - Les critiques majeures
 - Les voies d'évolution ou de réforme du SMI actuel

Les critiques majeures

- L'absence de **mécanisme automatique de réduction des déséquilibres externes**.
 - Le SMI actuel n'incite pas les Etats-Unis à la **discipline** car l'**endettement extérieur** des Etats-Unis est facilité par le **statut de monnaie internationale** du dollar.
 - « *Privilège exorbitant* » : les Etats-Unis attirent les investisseurs mondiaux du fait de la **liquidité** du dollar et de la **sécurité** des placements américains.

Les critiques majeures

- L'instabilité du **financement des économies émergentes et en développement (PED)** et accumulation de réserve de **change** (auto-assurance).
- Des taux de change souvent incohérents avec les « **fondamentaux des économies** » (et avec la PPA).
Exemple : Chine.

Les critiques majeures

- Une répartition **inefficace** de l'épargne mondiale
 - **Paradoxe de Lucas (1990)** : l'épargne des pays émergents asiatiques est **concentrée** dans le pays le plus riche du monde pour y financer à crédit leur **consommation**.
 - Le SMI actuel devrait plutôt inciter les transferts d'épargne des pays à population vieillissante vers les pays émergents **à fort rendement du capital**.

Les critiques majeures

- **Explications possibles :**
 - **Asymétries d'information** et **institutions** peu développées.
 - Manque d'**infrastructures** complémentaires aux investissements en capital.

Adapter le SMI à la multipolarité de l'économie mondiale

- Le passage à un système avec **trois ou quatre devises internationales** atténuerait les sources d'instabilité liés au statut de **monnaie internationale** du dollar.
- **Objectif** : un système organisé autour d'un petit nombre de monnaies **clés** en **flottement** les unes par rapport aux autres avec une **parfaite mobilité** des capitaux.

Retour au DTS avec un élargissement de ses pouvoirs

- Les DTS ne représentent qu'un **faible** pourcentage des **réserves mondiales**.
- Or **moins risqués** et permettent la **mutualisation de la liquidité** au niveau mondial.

Retour au DTS avec un élargissement de ses pouvoirs

- Réformer le processus d'allocation des DTS pour en créer **plus, plus fréquemment** et de manière **contracyclique** (en créer plus quand l'économie mondiale est en **récession**).
- Rendre les DTS **plus liquides** : un vrai moyen d'échange, une unité de compte et réserve de valeur.

Développer les « eurobonds » comme alternatives aux Bons du Trésor américains

- Au lieu d'émettre chacun pour soi des titres de la dette pour financer les déficits, les Etats de la zone euro en émettraient **un seul en commun** sur le modèle des bons du trésor américain.
- Un **même taux d'intérêt** pour tous les pays membres...
- Mais :
 - Abandon de **souveraineté**
 - **Droit de regard** sur les politiques budgétaires des autres pays ?
 - **Hausse** du taux d'intérêt pour les **pays du Nord** de l'Europe

Développer les « eurobonds » comme alternatives aux Bons du Trésor américains

- **Alternative** aux Bons du trésor américains
- **Symbole** de la puissance européenne et de sa **solidarité**
- Vers un vrai **fédéralisme** européen ?