

Balance des paiements, taux de change et systèmes de change

I- La balance des paiements :

A) Présentation générale :

La balance des paiements d'un pays est un compte qui présente un **état statistique**, dont l'objet est de retracer sous une forme comptable l'ensemble des flux d'origines économique et financière entre résidents et non-résidents au cours d'une période donnée. Le critère mis en avant est celui de la territorialité, et non de la nationalité ; ainsi, si une entreprise française produit à l'étranger, cette production est considérée non-résidente.

Toute opération effectuée dans la balance des paiements donne lieu à **2 inscriptions** : le **débit** (*actif vendu à un résident par un non-résident*) et le **crédit** (*actif acheté par un non-résident à un résident*). C'est le principe de la « **comptabilité en partie double** ».

1- Les différents comptes de la balance des paiements :

→ La balance des paiements comporte 3 comptes, plus une rubrique d'ajustement nommée « Erreurs et ajustements nets » :

a) Le compte des transactions courantes :

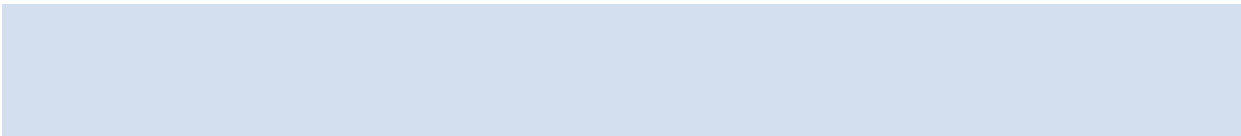
Ce compte regroupe les opérations économiques, cad portant sur les **biens et services**. Il retrace les opérations portant sur les marchandises (*c'est la « balance commerciale »*), sur les services, sur les revenus (*remunération des salariés et revenus des investissements*), et sur les **transferts courants** (*ce sont les opérations unilatérales, par exemple ce qui relève de la coopération internationale (la France aide le Mali), ou lorsqu'un travailleur résident envoie une partie de son revenu à la famille demeurée dans son pays*). Le compte se présente donc sous cette forme :

Libellé	Crédit	Débit	Solde
<ul style="list-style-type: none"> • <u>Compte de transactions courantes</u> - Marchandises - Services - Revenus - Transferts courants 			

b) Le compte de capital :

Ce compte retrace les **transferts en capital** (*les annulations de dette, les dons, les aides à l'investissement de l'Union Européenne*) et les **acquisitions d'actifs non-financiers non matériels** (*brevets, droits d'auteur, marques*). Le compte se présente donc sous cette forme :

Libellé	Crédit	Débit	Solde
			e



Compte de capital

- Transferts en capital
- Acquisitions ou cessions d'actifs non financiers

c) Le compte financier :

Ce compte retrace **l'ensemble des opérations financières**, cad les IDE (*prise de contrôle du capital de la société via un investissement de plus de 10% du capital total*), les investissements de portefeuille, les autres investissements (*crédits commerciaux, prêts*) et les avoirs de réserves (*devises, or, les droits de tirages spéciaux, la position nette vis-à-vis du FMI*).

Au total, la balance des paiements se présente ainsi :

<i>Libellé</i>	<i>Crédit</i>	<i>Débit</i>	<i>Sold e</i>
<ul style="list-style-type: none"> • <u>Compte de transactions courants</u> <ul style="list-style-type: none"> - Revenus - Transferts courants • <u>Compte de capital</u> <ul style="list-style-type: none"> - Transferts en capital - Acquisitions ou cessions d'actifs non financiers • <u>Compte financier</u> <ul style="list-style-type: none"> - IDE - Investissements de portefeuille - Autres investissements - Avoirs de réserve • Erreurs et omissions 			

B) Les principaux soldes et leur interprétation :

→ La balance des paiements est équilibrée par principe de construction. Cependant, pour analyser les relations économiques avec le reste du monde, on utilise des soldes intermédiaires habituellement désignés par les termes

«*excédent* » ou «*déficit* ». Ces analyses alimentent les réflexions sur la compétitivité, sur les FTN, sur la financiarisation de l'économie,...

1- Les soldes de la balance des paiements :

La différence entre les exportations (X) et les importations (M) de biens constitue le *solde commercial* : si un pays exporte plus de biens qu'il n'en importe, il a un *excédent commercial*.

Le solde des transactions courantes (*ou solde courant*) concerne les opérations sur les marchandises (*biens et services*) ainsi que les revenus et les transferts courants.

2- Capacité et besoin de financement de la nation :

La somme des soldes des comptes de transaction courantes et du compte de capital est soit positive soit négative. Dans le cas où la somme est positive, la nation dégage une **capacité de financement**. Dans le cas inverse, elle est en **besoin de financement**. Il en résulte que si le solde est excédentaire (*capacité de financement*), **le compte financier sera en déficit (les sorties de capitaux seront supérieures aux entrées)**; et réciproquement : *« un des résultats fondamentaux de l'analyse économique est qu'un déficit extérieur correspond pour un pays donné à un excès de consommation et un manque d'épargne »* (**Jean-Marc Daniel Ricardo, reviens ! Ils sont restés keynésiens, 2012**). L'INSEE mesure cette capacité ou ce besoin via l'opération suivante : $- = - +$.

De même, la somme du solde des transactions courantes, du solde du compte de capital et du solde du compte financier constitue le **solde global** ; un pays qui a un **excédent global** engrange donc des **créances sur le reste du monde**

3- Le principe du cycle des mouvements longs de la balance des paiements :

Des économistes tels que **John Elliott Cairnes** ont développé au début du **20^e siècle** un modèle montrant que les pays franchissent des étapes successives au cours de leur développement leur permettant de passer du statut de pays « **nouvellement emprunteur** » à celui de « **prêteur mûr** » ; chaque état du cycle étant caractérisé par un état déterminé de la balance des paiements. Ce cycle se compose de quatre étapes.

- **Pays nouvellement emprunteur (1)** : le pays ne dégage pas une épargne suffisante pour faire face aux besoins de financement de son économie. Il doit donc emprunter

aux autres pays pour financer son développement. La balance courante est donc déficitaire.
- **Pays emprunteur évolué (2)** : le pays commence à exporter, ce qui fait que sa balance commerciale est excédentaire, mais comme le pays continue de rémunérer ses bailleurs, sa balance des revenus est déficitaire, donc le solde des deux balances reste négatif.
- **Pays nouvellement prêteur (3)** : le paiement d'intérêts aux bailleurs s'estompe peu à peu, ainsi le solde de la balance de capital commence à devenir excédentaire car le pays, en même temps qu'il se déleste de sa dette, commence à acquérir des créances sur le RDM
- **Pays prêteur évolué (4)** : les importations croissant plus vite que les exportations, le solde de la balance commerciale devient peu à peu déficitaire. Toutefois, le pays continue à avoir des créances sur le RDM, plus importantes que le déficit de sa balance commerciale. Le pays est, en d'autres termes, devenu un rentier

4- Le commerce extérieur de la France, évolution récente :

Depuis la 2^e GM, la France a souvent connu des périodes de déficit commercial. Ce déficit a conduit périodiquement au recours à la **dévaluation** afin de rétablir la compétitivité-prix (*notamment par rapport à l'Allemagne, principal client et fournisseur de l'économie française*). Cependant, la France a été progressivement victime du « **cercle vicieux de la monnaie faible** » : la dévaluation du franc ne stimulait guère les exportations (*faible élasticité-prix*) et par contre renchérisait le coût des importations (*notamment la facture énergétique*). Un tournant politique s'opère en **1986** avec l'adoption de la **politique du franc fort**. Cette politique conduit à un excédent des échanges commerciaux du début des **1990s** au milieu des **2000s**.

Mais depuis **2005**, on assiste à une dégradation significative des échanges de bien qui n'est pas compensé par l'excédent des services, si bien qu'au total, la balance des transactions courantes est déficitaire. Cette dégradation est due à la perte de compétitivité sur les biens manufacturés, mais aussi à la politique de déflation salariale mise en œuvre en Allemagne, la montée en puissance des exportations de produits manufacturés par les pays émergents. Mais le problème de la France est surtout un problème de compétitivité structurelle : elle a trop peu d'entreprises exportatrices, et sa spécialisation se fait surtout dans le milieu de gamme.

C) Les limites de la mesure des échanges :

1- La place croissante des firmes transnationales :

La **mondialisation est surestimée**, à cause **d'indicateurs imprécis**. Comme le souligne **Pascal Lamy** (*ancien directeur de l'OMC*), les échanges internationaux sont surévalués du fait de **l'internationalisation des chaînes de valeur ajoutée** : chaque territoire est spécialisé dans la production d'une partie d'un bien, envoyée à un autre pays qui ajoute son composant avant de l'envoyer à un troisième pays, etc. On parle de « **commerce captif** » (*commerce qui s'effectue entre les filiales d'un même groupe*). Il faudrait en réalité que le commerce international soit mesuré par **les valeurs ajoutées dégagées à chaque étape de production**, comme c'est le cas pour le PIB.

En ce qui concerne l'investissement, le calcul des flux est biaisé par la prise en compte des **échanges de capitaux intra-firmes** qui correspondent davantage à des **stratégies agressives d'optimisation fiscale** (*via des surfacturations ou des sous-facturations entre filiales par exemple*) qu'à des investissements productifs. L'usage abusif des **paradis fiscaux** contribue à cette **tromperie statistique**.

En ce qui concerne les transactions financières internationales, il existe également des surévaluations : les 700 milliards de dollars pour les contrats de produits dérivés dans le monde correspondent en fait à quelques 20 000 milliards réellement mis en jeu sur les marchés.

2- **L'incertitude sur les statistiques :**

A l'échelle mondiale, les excédents des uns sont la contrepartie des déficits des autres. A ce titre, si on en faisait la somme, on devrait obtenir un équilibre (0). Or, on constate un écart d'environ 1%. On parle du « **trou noir** » des statistiques. Les explications sont multiples : **tous les pays n'ont pas la même capacité d'enregistrer les flux**, les opérations de biens et de services sont parfois **immatériels** (*rendant leur appréciation compliquée*), et des formes de

« **mondialisation subalterne** » (**Roland Marchal**) existent, cad des **réseaux de commerce informels** qui échappent aux statistiques. Le sociologue français **Alain Tarrius** les a analysés successivement dans *La mondialisation par le bas*

(2002) et *La remontée des Sud* (2007) : il s'agit d'une multitude de biens de consommation (clés USB, vêtements,..) qui circulent en marge des réseaux habituels de commerce, notamment pour échapper au fisc.

3- Doit-on encore construire une balance des paiements nationale ?

La question est légitime dans la mesure où les échanges commerciaux se font de plus en plus dans des zones régionales (ALENA, MERCOSUR,..), ce qui remet en cause l'utilité même de la balance de paiements. Toutefois, ce sont les pays, et non pas ces zones qui adhèrent aux grandes institutions comme le FMI, l'OMC ou l'OCDE. Or, il est impératif que ces grandes instances aient connaissance de la santé des économies nationales afin de prendre des décisions d'intervention (régulation en cas de crise). De plus, c'est la balance des paiements qui fournit des informations sur la compétitivité des pays ; et ces informations sont primordiales pour les investisseurs étrangers.

II- Les déterminants du taux de change :

A) Définition des concepts et mécanismes essentiels :

1- Définition des taux de change et des marchés de change :

→Le **taux de change** est le prix d'une monnaie par rapport à une autre monnaie. Une **opération de change** consiste à convertir des avoirs détenus en une devise contre des avoirs détenus en une autre devise. Ces échanges de devises se réalisent sur le **marché des changes**. Sur ce marché se déterminent les cours du change selon les **mécanismes de l'offre et de la demande**, cad les prix de chaque devise exprimés en unité d'autres devises.

a) Le taux de change nominal :

Le **taux de change nominal** correspond au taux de change que l'on voit immédiatement ($1\text{€}=1,25\text{\$}$), il s'agit donc du prix d'une monnaie exprimée dans une autre monnaie. La question est donc de savoir si la quantité de monnaie nationale ou étrangère est fixe. On distingue donc 2 types de cotations :

- Le principe du certain : la quantité de monnaie nationale est fixe
- Le principe de l'incertain : la quantité de monnaie étrangère est fixe

Si on cote selon le procédé du certain, si le taux de change passe de $1\text{€}=1,25\text{\$}$ à $1\text{€}=1,30\text{\$}$, on dit que la monnaie s'apprécie (*en changes flottants*) ou est réévaluée (*en change fixe*) car le pouvoir d'achat de l'euro a augmenté, et on dit qu'elle s'est dépréciée (*en changes flottants*) ou est dévaluée (*en changes fixes*) si le taux de change passe de $1\text{€}=1,25\text{\$}$ à $1\text{€}=1,20\text{\$}$. Si on cote selon le procédé de l'incertain, c'est l'inverse. Ainsi, si le taux de change passe de $1\text{\$}=5\text{FF}$ à $1\text{\$}=10\text{FF}$, le franc se déprécie.

b) Le taux de change réel :

Le **taux de change réel** correspond au taux de change nominal multiplié par le rapport prix domestiques/prix étrangers. Il permet de mesurer le pouvoir d'achat de la monnaie d'un pays en termes de marchandises d'un autre pays.

c) Le marché des changes :

Le marché des changes est aujourd'hui mondial du fait de la dérégulation : c'est le **FOREX**. Ce marché est colossal, il s'échangerait chaque jour 5200 milliards de dollars, entre les transactions au comptant, les transactions de gré à gré, et les *swaps*.

2- L'effet Balassa-Samuelson :

Béla Balassa et **Paul Samuelson** se sont intéressés en 1964 au taux de change réel dans les économies en rattrapage en montrant qu'il est déterminé par la **productivité relative du secteur national** exposé à la concurrence **par rapport à la productivité de l'étranger**. Le modèle repose sur les hypothèses suivantes :

➤ Deux pays, deux facteurs

➤ Deux secteurs

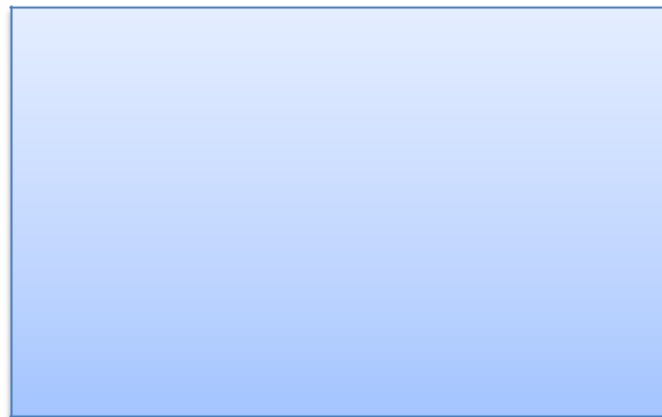
- Un secteur exposé (T, « tradable »), c'est-à-dire un ensemble de secteurs ouverts à la concurrence internationale
- Un secteur abrité (NT) de la concurrence internationale (*coiffure, restauration, ...*)



Unicité du marché du travail au sein de chaque pays (*les travailleurs peuvent donc quitter le secteur T pour rejoindre le secteur NT*).

Les écarts de productivité sont plus importants dans le secteur T que dans le secteur NT. Par ailleurs, le niveau des prix est plus bas dans les pays moins développés que dans les pays développés. Les pays développés réduisent de plus en plus leur écart de technologie avec les pays les plus développés, aussi leur écart de productivité dans le secteur exposé avec ces pays se réduit-il. Les hausses de salaire suscitées entraînent la contestation des travailleurs du secteur NT, qui menacent de quitter ce secteur pour bénéficier, eux aussi, de ces hausses de salaire. Pour les retenir, une hausse de salaire est consentie dans le secteur NT des pays en développement. Au total donc, il en résulte une hausse des prix plus forte dans les économies en rattrapage que dans les économies développées. Le taux de change nominal ne change pas, mais en le pondérant par le rapport des prix, comme **l'inflation est plus importante dans les pays en développement** que dans le pays développé, le numérateur augmente plus que le dénominateur, ce qui conduit à une **appréciation du taux de change réel**. Les pays ayant des niveaux plus élevés de croissance de la productivité connaissent donc une hausse rapide des salaires réels et une appréciation des taux de change réels.

L'origine de l'inflation pour



William Baumol (1967)

Partant du constat que, selon la théorie néoclassique, le salarié

reçoit la contrepartie de ce qu'il produit, en situation de progrès

technique, il reçoit de plus en plus. Mais en distinguant dans

l'économie des secteurs archaïques (dont la productivité

n'augmente pas ou moins vite) et des secteurs progressifs, on constate que les salariés du secteur archaïque vont également augmenter leurs prix pour augmenter leur revenu, mais cette augmentation des prix se fait sans la contrepartie des gains de productivité. Cette tentative de récupération des gains de productivité par le secteur archaïque est à l'origine de l'inflation.

B) Les déterminants des taux de change :

→ La question ici est de savoir comment se fixent les taux de change. On peut demander une autre monnaie sur le marché des changes parce qu'on règle des marchandises (*une entreprise achète une marchandise à une entreprise américaine, le règlement se fait en dollars, donc l'entreprise européenne devra obtenir des dollars pour payer la marchandise importée*). Il s'agit ici de **déterminants réels**. Mais dans les faits, on note une **financiarisation croissante de la balance des paiements**, et, de ce fait, les fondamentaux financiers prennent le pas sur les fondamentaux réels dans la fixation des taux de change.

1- Les déterminants du taux de change à long terme (fondamentaux réels) :

→ Ces déterminants jouent lorsque les opérations réelles l'emportent sur les opérations financières.

a) La loi du prix unique et les théories de la parité de pouvoir d'achat :

La **théorie de la PPA** est présentée par **Gustav Cassel** dans les **1920s**. En l'absence de droits de douane et de coûts de transport, une marchandise donnée aura le même prix libellé dans une même monnaie quel que soit le territoire sur lequel elle est vendue (*prix unique*). Prenons par exemple un T-Shirt vendu à Londres et à Paris et supposons qu'à Paris le prix du T-Shirt soit de 60FF. Comme le taux de change est $1\text{£}=6\text{FF}$, le T-Shirt est vendu 10£ à Londres. Ainsi, même si les Anglais paient en livres et les Français en franc, les Anglais et les Français ont le même pouvoir d'achat.

La théorie de **Cassel** se décline dans une **version absolue** et une **version relative**. Dans les faits, on raisonne plutôt en termes de PPA relative. L'idée est que c'est **le différentiel d'inflation entre 2 pays qui fixe le taux de change**

d'une monnaie. Reprenons notre exemple. Si en France entre un moment t et un moment $t+1$ les prix ont augmenté de 20%, le prix du T-Shirt à Paris est donc de 72FF, tandis qu'à

Londres, vu qu'il n'y a pas d'inflation, les prix sont restés stables et le T-Shirt est toujours vendu 10£. Le taux de change $6FF=1£$ ne permet pas de respecter le prix unique, de ce fait, les cambistes sont confrontés à des demandes de monnaies liées aux importations et aux exportations de T-Shirts. En effet, il est désormais plus intéressant pour les Français de demander des livres pour acheter le T-Shirt à Londres. Mais la hausse de la demande de livres entraîne une hausse du prix de la livre : le taux de change est modifié : le prix du franc par rapport à la livre est déprécié, le prix de la livre par rapport au franc est apprécié. Il apparaît donc que sur le temps long, **lorsqu'un pays connaît une forte inflation, sa monnaie se déprécie, tandis que le pays qui a le taux d'inflation le plus faible verra sa monnaie s'apprécier.**

b) Le déséquilibre des paiements courants :

D'un côté le différentiel d'inflation aboutit à un déséquilibre des paiements courants. Mais inversement, un déséquilibre de la balance commerciale peut influencer sur la valeur de la monnaie. En effet, nous avons présenté un exemple où le pays se trouvait à un moment, du fait de son inflation, en déficit commercial (la France) : les importations de T-Shirt d'Angleterre ont augmenté. Ainsi, si le solde de la balance commerciale d'un pays est déficitaire, sa monnaie se dépréciera (*il va offrir plus de sa monnaie pour régler ses transactions*), tandis que si ce solde est excédentaire, sa monnaie s'appréciera. En effet, un pays dont le solde de sa balance commerciale est positif devra vendre plus de monnaie au reste du monde, ce qui entraîne une hausse de la valeur de sa monnaie.

2- Les déterminants de moyen terme et de court terme (fondamentaux financiers) :

→ Lorsque les mouvements de capitaux sont libres, les déterminants financiers prennent le pas sur les déterminants réels. Ces déterminants financiers sont les IDE et les investissements de portefeuille.

a) La parité des taux d'intérêts de Keynes (1923) :

La PTI est présentée par **Keynes** dans *La Réforme monétaire (1923)* et explique que **le différentiel de taux d'intérêt influe sur le taux de change**. Les capitaux vont dans les pays où les taux d'intérêt sont relativement plus forts. Si les taux d'intérêt français sont inférieurs aux taux italiens, il va y avoir une sortie de capitaux de France pour s'investir en Italie, qui se traduit par une demande de lire italienne contre des francs, et donc finalement à une dépréciation du franc par rapport à la lire.

Mais il faut également convoquer les notions de monnaie « faible » et « forte », qui renvoient à la confiance dans la monnaie en question quant à sa gestion de l'inflation. Les agents vont anticiper les taux d'intérêt. Dans un pays où la monnaie est faible, ils vont exiger une prime contre ce risque, qui se traduit par une augmentation des taux d'intérêt. Ainsi, une monnaie doit servir des taux d'intérêt élevés pour éviter la fuite des capitaux. On comprend ainsi pourquoi, pour défendre une monnaie qui a tendance à se déprécier, les autorités monétaires ont souvent recours à une hausse des taux d'intérêt. Le principe de la parité des taux d'intérêt exprime donc l'idée que sur un marché des changes efficients, **le différentiel de change est égal au différentiel de taux d'intérêt.**

b) Le modèle Rudiger Dornbush de sur-réaction (1976)

Dans la décennie **1970-1980**, les taux de change s'éloignent durablement des PPA. C'est pourquoi **Dornbush** développe une thèse faisant intervenir les déterminants financiers, facteurs de **sur-réaction**. Les marchés financiers s'ajustent plus rapidement que les marchés des biens et services. **A court terme donc, les taux de change sont guidés par les mouvements de capitaux**. Si un choc monétaire imprévu intervient, alors les taux d'intérêt vont baisser, et on va donc anticiper une dépréciation de la monnaie nationale. Cela entraîne une forte sortie de capitaux (*conformément à la théorie de la PTI*) et par-là même une variation excessive du taux de change (*sur-réaction à la baisse de la monnaie*). Cette dépréciation améliore la compétitivité-prix des produits nationaux, ce qui participe de

l'amélioration du solde courant *via* une hausse des exportations. Cette amélioration fait remonter le taux de change. Ce sont donc les déterminants financiers qui déterminent les taux de change, avant que ce soit la PPA.

c) [La théorie des bulles spéculatives \(court terme\) :](#)

Une bulle est un écart durable entre la valeur d'une monnaie déterminée par les fondamentaux et la valeur constatée. Les bulles grossissent et finissent par éclater. Une

première thèse est développée par **Olivier Blanchard** et **Mark W. Watson** : *la théorie des bulles rationnelles* (1984). Selon cette thèse, les comportements des acteurs sont rationnels (*cad qu'ils se fondent sur un fondamental réel*) : en anticipant une appréciation du dollar, ils vont demander du dollar. La bulle gonfle, puis une rumeur pessimiste modifie les anticipations des cambistes ; la bulle éclate, et le dollar retourne à sa valeur d'équilibre.

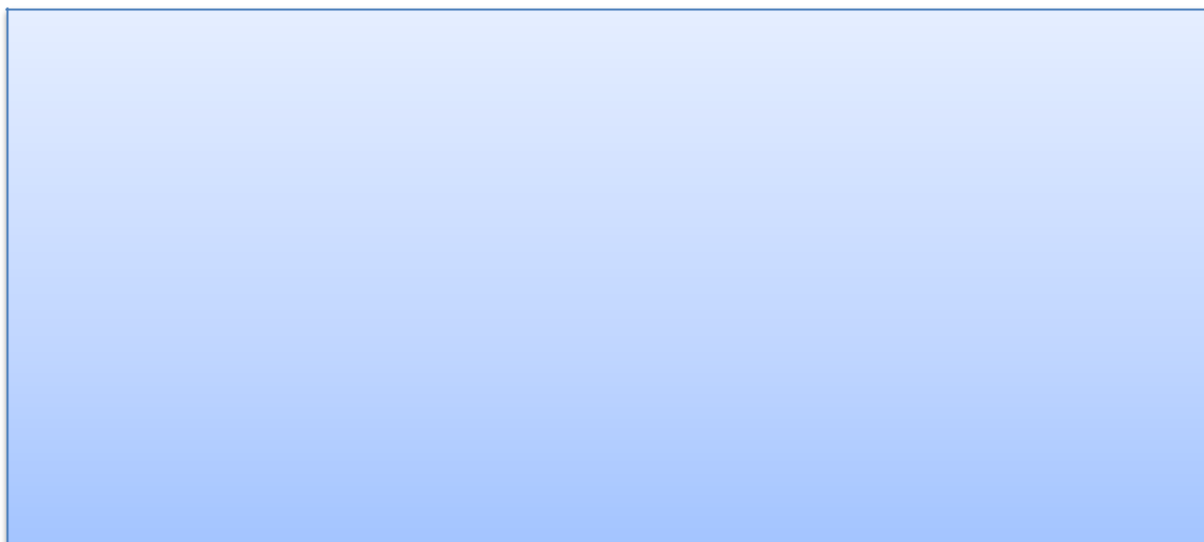
A. Orléan, dans *L'Empire de la valeur* (2011) réfute l'idée selon laquelle il existe une valeur fondamentale, objective. Ce sont bien plutôt les agents eux-mêmes qui la créent : la valeur naît donc de l'échange. Il s'appuie sur le célèbre *exemple du concours de beauté* de **Keynes** : la définition d'un *beau visage* ne répond pas à une norme (*symétrie,...*). Elle est plutôt le fruit d'un *comportement mimétique*, cherchant à imiter le choix que vont faire les autres. La valeur est donc fixée dans une sorte de jeu de miroir.

III- La diversité des régimes de change :

→ **Barry Eichengreen** dans sa typologie de 1999 distingue les solutions « en coin » (*changes absolument fixes et à l'opposé le flottement pur*) et les solutions « intermédiaires » (*ancrage d'une monnaie sur une autre, taux de changes fixes mais ajustables, crawling peg, peg...*)

Les
types

trois



d'objectifs de la politique monétaire

• Objectifs finaux

- Objectifs internes
 - Lutte contre le chômage
 - Lutte contre l'inflation
 - Lutte contre le déficit extérieur
- Objectifs externes (dans le cas d'un régime de changes fixes)
 - Défense de la valeur de la monnaie

• **Objectifs intermédiaires** : la banque centrale suit l'évolution d'un certain nombre d'indicateurs pour voir si elle atteint ou non ses objectifs finaux.

- Pilier monétaire (évolution de la masse monétaire)
- Pilier économique (évolution d'indicateurs divers)

• **Objectifs opératoires** : outils à disposition de la banque centrale pour agir sur les objectifs intermédiaires

➤ Taux d'intérêt

➤ Politiques non conventionnelles (dans le cas où l'on est dans une situation de trappe à liquidités).

A) Les solutions « en coin » :

1- Les changes absolument fixes ou plutôt fixes :

Il s'agit par exemple de l'**étalon-or** au **19^e siècle**. Dans ce système, les parités sont obtenues à partir des **rapports des poids des monnaies**, et la parité est maintenue par le jeu des **mécanismes naturels**. L'étalon-or ne suppose donc pas de politique monétaire volontariste : on ne peut pas agir sur le cycle économique sous ce régime (*pas de contrôle des changes car le taux de change est absolument fixe par rapport à la monnaie de référence et que des mécanismes automatiques régissent la parité des monnaies*). **L'émission monétaire est limitée par le stock d'or**, pour lutter contre l'inflation. Ainsi, pour sortir des épisodes hyper inflationnistes, on limite l'émission monétaire. L'équivalent actuel de l'étalon-or est le **currency board** (*caisse d'émission*), utilisé en Argentine jusqu'au début des **2000s** : le fonctionnement est le même, à ceci près que l'or est remplacé par le dollar.

On peut également avoir des **changes fixes mais ajustables**, c'est-à-dire qu'il est possible **d'ajuster les parités**. C'est ce qu'il y avait avec le **Serpent monétaire**, le **SME** ou **Bretton-Woods** : la parité fait l'objet d'une définition officielle, et on définissait des marges de fluctuation autour du pair monétaire. La différence avec les changes totalement fixes, c'est qu'en cas de déséquilibre structurel (*cad lorsque la norme PPA n'est pas respectée à cause d'un différentiel d'inflation important*), **les banques centrales peuvent procéder à une dévaluation (ou une réévaluation)** pour défendre la valeur de la monnaie.

2- Le flottement pur :

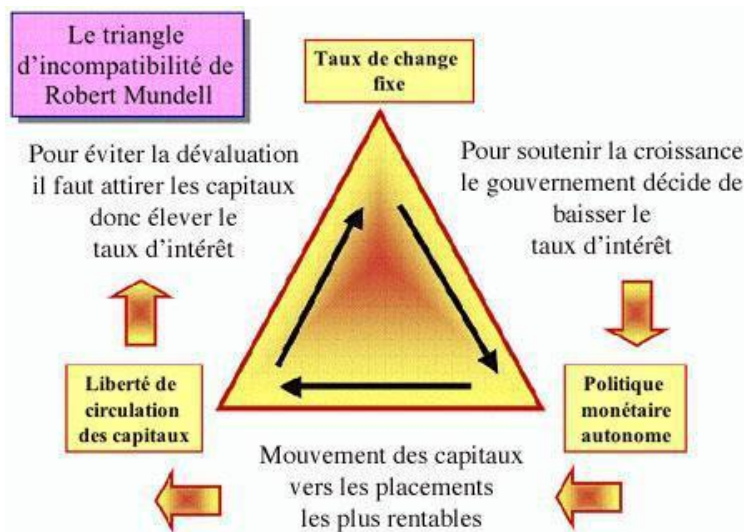
Le taux de change entre les monnaies dépend de l'offre et de la demande de monnaie sur le marché des changes. **Milton Friedman** était un fervent défenseur de ce système, et ce

dès son article « The Case for Flexible Exchange Rates » (1953). Il montre en effet que lorsqu'on laisse les marchés déterminer les changes, les mécanismes automatiques des prix permettent de résorber le moindre déséquilibre. Tandis que la défense de la parité, en changes fixes, suppose de jouer sur le taux d'intérêt et sur la demande en produits étrangers, ce qui est néfaste pour l'activité interne.

B) Les solutions intermédiaires :

1- Le crawling peg (« ancrage mobile » ou « parité glissante ») :

Dans ce cas, il y a ancrage de la monnaie nationale sur une monnaie ou un panier de monnaies étrangères. Cette solution est souvent utilisée par les pays en rattrapage qui souhaitent se prémunir contre l'effet *Balassa-Samuelson* le temps de leur rattrapage, avant de se diriger vers des changes fixes voire adhérer à une union monétaire. L'euro est ainsi une monnaie d'ancrage, qui a permis à Malte ou à la Pologne de « s'accrocher » à elle avant de rejoindre l'UEM.



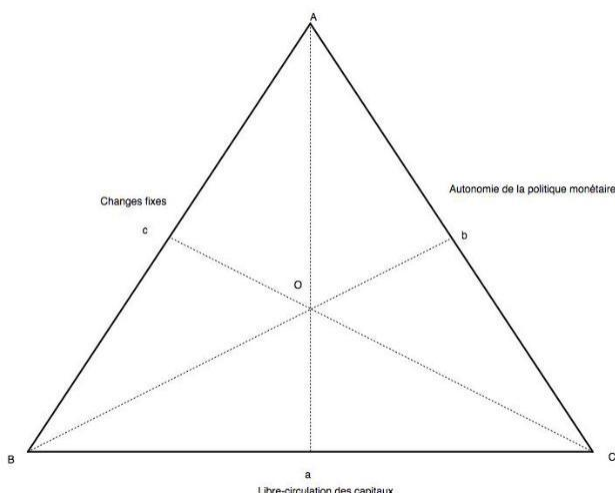
2- Le flottement administré :

Ce régime de change est théorisé par **John Williamson**. Les changes sont flottants mais les banques centrales se concertent régulièrement pour intervenir sur les taux de change (*on parle aussi de « flottement impur »*). Ainsi, dans les 1980s, les Etats-Unis reconnaissent que leur monnaie est surévaluée et nuit à leur balance commerciale. Entre 1985 et 1987, ils vont alors coopérer sur le plan monétaire international avec la Buba et la Banque du Japon : même si on est dans un système de changes flottants, on se réunit et on se met d'accord sur une parité considérée comme

souhaitable (*on définit les bandes de fluctuation*), comme lors des *accords du Louvre* (1987).

C) Avantages et inconvénients des différents régimes de change :

1- Les contraintes pesant sur les régimes de change : le triangle d'incompatibilité de Robert Mundell :



2- Les avantages des changes fixes :

Premièrement, ils permettent de **réduire l'incertitude** quant à la valeur future des différentes monnaies nationales. De ce point de vue-là, ils sont en mesure de permettre un développement des échanges internationaux en « assurant » les exportateurs d'un certain montant de recettes en t+1. **Cela évite donc les coûts de couverture.** Deuxièmement, ils limitent l'incertitude sur la valeur de la monnaie ce qui **encourage l'investissement des FMN**. Ces avantages se paient cependant d'une perte de liberté de la politique monétaire, en vertu du **triangle d'incompatibilité** de Mundell.

En somme, les changes fixes favorisent les échanges entre pays reliés par d'importants flux commerciaux. Mais dans le cas où les flux financiers deviennent importants, il peut être préférable de favoriser les changes flottants.

3- Les avantages des changes flottants :

Les changes flottants s'imposent entre **1971** et **1976** grâce à l'aura des monétaristes et au nuancement de la position des keynésiens. Pour **M. Friedman**, avançant l'argument selon lequel il vaut mieux laisser le chien remuer la queue que la queue remuer le chien (*Inflation et système monétaire*, 1969), **les taux de change doivent être déterminés librement par le marché**, qui garantit la résorption des déséquilibres commerciaux. En effet, un différentiel d'inflation affectant la compétitivité-prix d'un pays sera instantanément gommé par l'évolution des taux de change puisque la valeur de sa monnaie diminuera (*hausse du prix des importations et baisse du prix des exportations en monnaie nationale*). Les ajustements sont donc plus rapides lorsque le régime de change est flexible que lorsque l'on a des changes fixes : **la spéculation** fera même **accélérer le rééquilibrage de la balance des paiements**. De plus, les banques centrales, qui ne sont pas omniscientes, n'ont plus à défendre la valeur de leur monnaie : le marché est bcp plus efficace pour cela. Enfin, la **politique monétaire devient autonome** car elle n'est plus contrainte désormais par la défense d'une parité : elle pourra donc être utilisée pour lutter contre l'inflation ou le chômage.

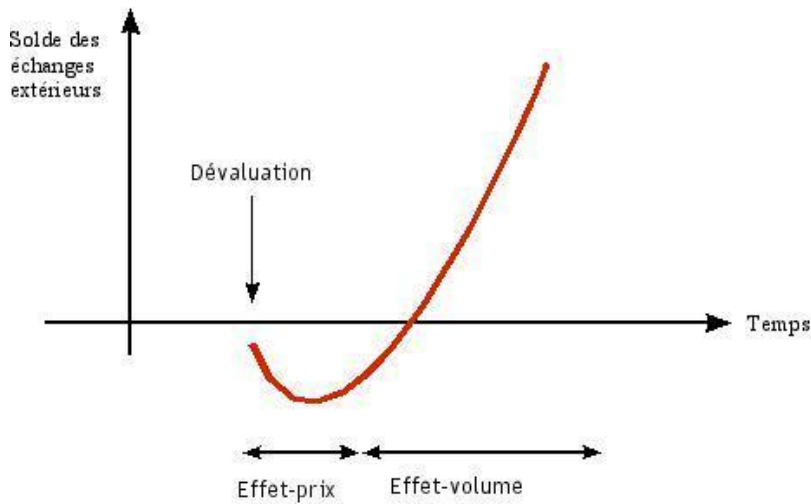
D) Quels régimes de change effectivement choisis depuis la seconde moitié du 19^e siècle ?

- 1- Le choix de changes fixes : Etalon-or et Gold exchange standard :
- 2- Les changes flottants à partir de 1971-1976 :
- 3- Les unions monétaires : l'exemple de l'union monétaire européenne :
- 4- Le « non-système monétaire international » (J. Mistrail) actuel :

Selon **J. Mistrail**, il n'y a pas aujourd'hui de système monétaire international dans la mesure où certains pays sont en changes flottants, d'autres pratiquent l'ancrage par rapport au dollar, à l'euro voire un panier de monnaies : il n'y a donc pas de loi unique concernant la totalité des monnaies, ce qui serait susceptible de favoriser une guerre des monnaies.

Conclusion :

Pour savoir sous quelles conditions une modification du taux de change favorise le rééquilibrage de la balance des transactions courantes, on peut convoquer **le théorème des élasticités critiques** (Marshall-Lerner-Robinson). Dans les politiques de change, on peut considérer que la dévaluation (*ou dépréciation*) améliore la compétitivité prix des produits et permet ce faisant de rééquilibrer la balance des transactions courantes ; à condition seulement que $| \epsilon + \epsilon^* | > 1$. Dans le cas contraire, il y a détérioration. Une politique de dévaluation monétaire réussie ressemble alors à une **courbe en J**, comme suit :



- Dans un 1^e temps, **l'effet-prix** agit mécaniquement : la dévaluation provoque une hausse des prix des importations (donc de l'inflation) ainsi qu'une baisse du prix des exportations. Il en résulte une détérioration du solde commercial extérieur
- Mais dans un 2^e temps, **l'effet volume** prend le dessus sur l'effet-prix : les entreprises nationales profitent d'un taux de change plus avantageux pour développer leurs ventes à l'étranger, tandis que la demande de produits importés diminue

Longtemps efficace, lorsque les productions des pays étaient interchangeables, la dévaluation perd aujourd'hui une grande partie de son pouvoir d'entraînement des exportations : de nombreux facteurs supplantent désormais la

simple comparaison des prix dans le choix des produits acquis (*réputation de qualité, respect des délais de livraison, service après-vente,..*). La dévaluation est devenue même **contreproductive**, dans la mesure où elle n'incite pas les entreprises nationales à l'effort de modernisation, de recherche de qualité et de compétitivité hors-prix.