

ESH-ECG2 2023-2024 : Proposition plan : Qu'est-ce-qu'un bon taux de change ?

Sujet Oral et écrit Ecricome 2013

NB impératif lire le rapport du jury ecricome mis in site. Il fait réf à des éléments du II (histoire SMI) et III (crises de change) de ce chap 3 mais aussi des éléments du chap 4. Donc bien le lire déjà, mais le reprendre aussi en fin chap 3 et après le chap 4 car aussi importance du niveau du tx de change de l'euro pour pays européens. Essayer aussi faire un des plans du rapport écricome (et lisez bien la fin : remarques du jury...). Il n'y a pas un plan possible mais comme le dit le rapport des attendus indispensables. NB le rapport propose 2 plans, j'en donne un autre différent (pas excellent mais j'en profite pour préciser des éléments). NB utiliser aussi le complément sur « Taux de change »

Ce que le sujet n'est pas ... Un sujet sur tout le SMI, un sujet sur le choix de régime de change, un sujet sur les seuls déterminants du tx de change. Si on peut être amené à parler de ces derniers c'est / à la question de bon pour un pays, / à un objectif, / la stabilité monétaire d'ensemble.

Introduction

Accroche : référence à l'actualité **à actualiser en avril 2023**

- Octobre 2023 l'euro s'apprécie enfin ! Alors qu'il avait connu une forte dépréciation en 2022 (de 11%, rappel données in complément « taux de change ». En effet en octobre 2022 l'euro était < à 1 \$ (0,98) alors qu'en octobre 2021 il était à 1,17 et même 1,22 (un point haut sur presque trois ans). Ces derniers mois, la devise européenne semble s'apprécier l'on pourrait en être satisfait au regard de l'effet que cela pourrait avoir sur les M réduisant leur coût, réduction bienvenue en période de renchérissement des matières premières. Pourtant les analystes ne s'en réjouissent pas au regard de l'impact sur les X de certains pays de la zone euro. Donc ce cours de change euro / \$ (NB à l'incertain) est-il un bon cours de change pour la dynamique de croissance de la zone euro ? Mais est-il aussi le « bon » taux de change celui qui refléterai les fondamentaux de la zone euro ?

- La question n'est pas propre à la zone euro. Mars 2019 Trump dénonce un euro trop faible ... et critiquait en // pol FED et son directeur Jacques Powell « **je souhaite un \$ fort, mais j'en veux un qui soit excellent pour notre pays, pas un si fort qu'il devienne prohibitif pour nous de traiter avec d'autres monnaies et de gagner des affaires** »

A vous en avril 2024 d'actualiser en ayant plusieurs tx de change euro/\$, renminbi/\$. Rappel in complément « tx de change » vous avez évolution euro/\$

En fait cette question est récurrente dans l'histoire liée d'abord à l'internationalisation des échanges de biens et services puis au développement des flux de capitaux : les taux de change sont-ils à leur bon niveau ? Et bon pour les économies ?

Mettre dans ce qui précède les définitions

Taux de change : valeur d'une monnaie exprimée en termes d'une monnaie étrangère (au certain ou à l'incertain), tx nominal, réel, bilatéral, effectif, le mieux pour l'analyse : **tx effectif réel**

Bon : qui présente des qualités, est favorable, satisfaisant, qui est conforme à une règle

- **Mais bon pour qui ? / à quoi ? / à quel objectif ?** Quels critères de « qualité » : si l'analyse éco a tenté de donner les déterminants du tx de change la question de la « qualité » du tx de change se pose pour une économie, les agents économiques mais aussi la stabilité monétaire internationale : bon / performances économiques (cce inv, emploi), commerciales, stabilité, entente internationale ? Celui qui assure l'équilibre interne et externe, réf à FEER (définir) ?

Problématique : **Peut-on déterminer ce que serait le meilleur, le bon taux de change au regard de la pluralité de ses effets au niveau macro, micro et sur la stabilité monétaire internationale ? Est-il réellement possible pour un pays de choisir un taux de change qui serait bon au regard de ces critères multiples ?**

En effet (**je précise ici mais ne pas à mettre dans l'intro**)

→ « Bon » taux de change peut renvoyer à des objectifs d'équilibre interne et externe. Peut-on trouver un tx qui réalise les deux ? Le favoriser ?

→ « Bon » peut renvoyer à un objectif stratégique de compétitivité ? Mais peut-on maintenir un tx de change éloigné de ce que serait sa « vrai » valeur sans réaction des autres pays ?

→ « Bon » taux de change peut aussi renvoyer à une stabilité globale du SMI, à l'absence de guerres de monnaies

→ « Bon » peut renvoyer à un tx de change plus ou moins fixe soit adoption d'un régime de changes + ou – fixes, ou flottant ?

→ « bon » taux de change peut apparaître comme un rêve impossible à atteindre : peut-on trouver un tx de change qui concilie la pluralité des objectifs ? Une bonne pol de change ?

Le bon taux de change peut s'apprécier au regard d'objectifs nationaux (I) mais le risque de jeux non coopératifs, de tensions dans une union monétaire (UE) et de guerres de monnaie amène à considérer que « bon » ne peut s'apprécier au seul niveau national (II). Le bon taux de change serait alors celui qui assure l'équilibre interne et externe dans un jeu coopératif, mais est-il possible ? (III)

Le sujet n'est pas facile, technique (mais sujet ... Ecricome) il n'est pas attendu en 4h que vous fassiez une copie exhaustive, mais que vous montriez que vous maîtrisez les différents effets du niveau d'un tx de change, pour un pays, en quoi il peut être une variable stratégique, qu'il faut tenir compte du régime de change, du contexte international (notamment / mobilité des capitaux), que les objectifs peuvent s'opposer, que se pose la question des facteurs qui déterminent le tx de change et de la stabilité du SMI

-I- Le « bon » taux de change, serait celui qui permet de réaliser des objectifs nationaux

1- Le taux de change pour assurer l'équilibre de la BTC et assurer financement de l'économie

→ gain de compétitivité à l'X permis par un cours de change « faible », une dépréciation du change (en change flottant) avec impact sur le solde de la BTC ou d'une dévaluation (en régime de change fixe) cf courbe en J : des exemples de dévaluation qui ont permis de restaurer équilibre balance commerciale (Fce 1969, EU début 1970 jusqu'en 1976) et de dépréciation : atout d'une monnaie alors peut-être faible.

→ mais tx de change fort peut-être aussi un atout :

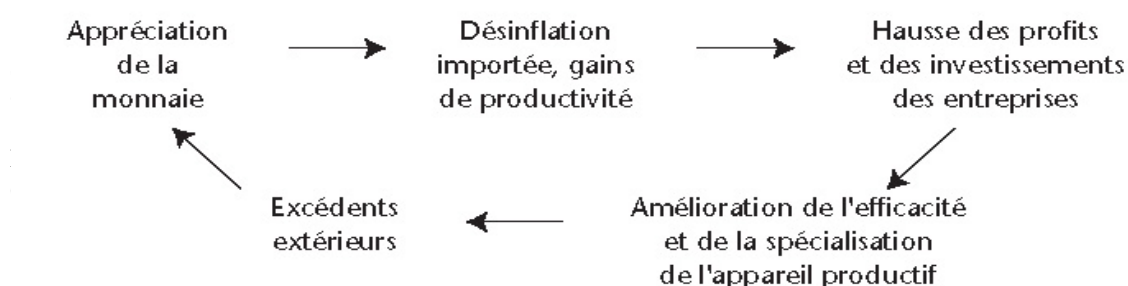
- Taux de change peut être utilisé pour attirer les capitaux, si besoin de financement : ex EU dans années 1980 après pol Vocker où niveau élevé des i fait grimper le \$ et permet attirer capitaux (les excédents All, Japonais et des pays pétroliers) et financer déficits jumeaux (public et C cf intro chap 3). Importance alors d'une certaine stabilité de ce tx de change, stabilité garantissant le pouvoir d'achat externe pour les investisseurs : avantage d'un monnaie stable (étalon-or) alors, contrainte par des parités fixes par exemple où en changes flottant assurée par la crédibilité de la pol monétaire du pays, cf phrase intro de Trump pour assurer entrée capitaux, financement déficit BTC ;
- Permet de limiter les effets d'une inflation importée et donne un signal de volonté de lutter contre l'inflation : cf Fce années 80-90 en // pol de désinflation compétitive, donc de privilégier lutte contre l'inflation de défendre une parité assez forte du franc dans années 1980 en France pour restaurer confiance dans le franc, attirer capitaux, assurer la crédibilité d'une inflation maîtrisée.
- Choix de certains émergents d'un ancrage monétaire / autre monnaie souvent \$ pour assurer stabilité et attirer capitaux : cf Argentine avec le currency board de 1999 et ancrage strict sur le \$

2- Le bon taux de change peut alors être celui qui permet une stratégie de croissance

→ utilisation du taux de change pour répondre à des objectifs de cce et de développement :

Sous-évaluation ou dépréciation de la monnaie pour favoriser le développement industriel (RFA, Japon dans les années 50, NPIA dans les années 70, Chine dans années 2000) : stratégie de croissance extravertie (promotion des exportations) avec une compétitivité-prix significative qui permet d'engranger des recettes d'X qui serviront à la cce du pays

→ mais possibilité de voir s'enclencher un cercle vertueux également par une monnaie forte lorsque la compétitivité visée est essentiellement hors-prix, permettant également de limiter l'inflation (inflation importée) : appréciation de la monnaie ne dégrade pas la compétitivité, accroît les excédents, donc les recettes d'exportations et limite l'inflation (Allemagne années 70)



3- Le bon taux de change peut aussi être celui qui permet l'autonomie de la pol monétaire

→ Inconvénient d'un taux de change fixe qui oblige BC à défendre parité monnaie : cf BW et pays devant assurer parité / \$; pol monétaire doit assurer stabilité de la parité définie

- cf alors risque de crises de change pays Asie 1997, crise SME 92-93 (vous verrez in chap 4) si monnaies apparaissent surévaluées ou sous-évaluées au regard de leurs fondamentaux et obligent BC à défendre monnaie

- avantage alors théorique d'un tx de change flottant au regard **triangle de Mundell** : dans cadre liberté mouvements de capitaux (cf hyper mondialisation) impossibilité garantir en même temps autonomie pol monétaire et une parité fixe, choix 1971-1976 pour EU, Yen : il n'y a plus à proprement parlé de pol de change dans un tel système le tx de change étant défini sur le marché des changes et devant refléter sa « vrai » valeur.

Le bon taux de change pourrait donc être celui qui permet de réaliser certains objectifs pour un pays mais ces objectifs peuvent se révéler contradictoires et non coopératifs rendant alors difficile la détermination du bon taux de change dans l'absolu.

-II- mais la pluralité des objectifs, des acteurs et un jeu non coopératif peuvent rendre ce choix national ou régional non satisfaisant

1- Les tensions entre les objectifs

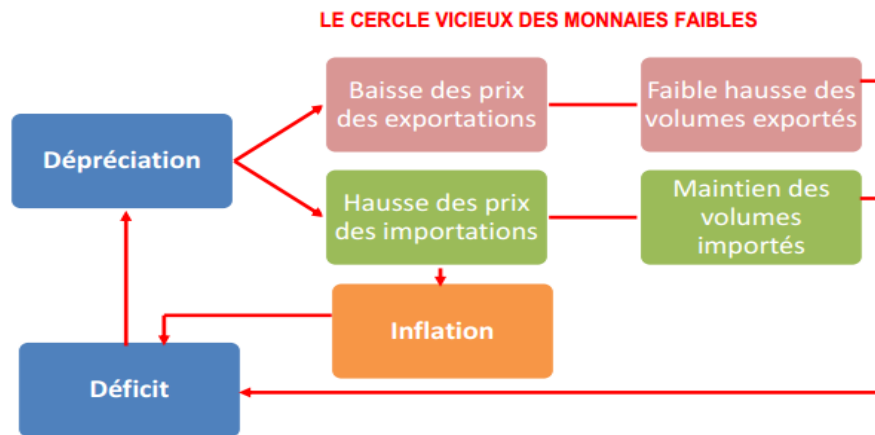
→ objectifs choisis en matière de change peuvent avoir des conséquences négatives :

- gains de compétitivité permis par la dépréciation peuvent être annulés par de l'inflation (Courbe en J, car renchérit coût M) et dont la réussite n'est pas garantie : théorème des élasticités critiques et ce d'autant que du fait DIPPP, dépréciation ou dévaluation va renchérir prix des intrants nécessaires à la Q nationale et donc compétitivité. Peut déboucher sur le cercle vicieux des monnaies faibles (voir schéma ci-dessous). Inflation peut alors affecter confiance en monnaie, et alors fuite de kaux. Et ce sans que soit résolu le pbl du déficit car compétitivité ne dépend pas que compétitivité prix et celle-ci pas seulement du tx de change : cas de la £ de 2016 à 2019 **a perdu 20 % de sa valeur face à l'euro – et 15 % face au \$, théoriquement, cela aurait dû profiter aux X britanniques et soutenir la**

croissance. Mais la balance commerciale du Royaume-Uni reste obstinément déficitaire (déficit = à 6,7 % du PIB mais NB solde des revenus très +)

- d'ailleurs constat aplatissement des courbes en J dans les années 80-90 (cf cours) et tenir compte DIPP

Recherche de compétitivité à court terme par une dévaluation ou dépréciation peut donc se faire au détriment de la croissance à long terme en ne mettant pas l'accent sur les facteurs clés de la cce



→ choix d'une monnaie qui serait surévaluée (au regard des fondamentaux) et/ou forte (rappel ce n'est pas la même chose) assurée par des i élevés, peut également brider les facteurs de la croissance à long terme :

- en rendant le financement de l'inv trop coûteux (effet hausse i) : cf le choix de la GB dans les années 1920 de vouloir revenir à tout prix à la parité or d'avant 1^{gm} qui a induit des pol déflationnistes coûteuses, qui ont pénalisé son industrie et ses X et qui ont abouti à abandon parité et dévaluation de 1931

- afflux de capitaux lié à appréciation monnaie ou parité fixe élevée peut se révéler incapable de dynamiser la croissance si structures productives ne suivent pas, si kaux mal utilisés + risque de crise de change (on les verra en détail in III) en cas de brutal retournement (« sudden stop » - Asie du Sud Est – 1997) et ce d'autant si maturité des kaux est courte
Cf phrase Trump en intro veut \$ fort ... mais pas trop

2- Des contradiction peuvent également advenir entre acteurs

→ pbl dans le cadre d'une union monétaire ; un seul tx pour des pays différents, si atout aussi contrainte dans cadre de la zone euro (et déjà in serpent monétaire 1972 et ECU 1979 on verra in chap 4) : un euro fort pénalise certains pays ou acteurs (entreprises) où compétitivité prix importe : pays dont spécialisation pas sur haut de gamme, et donc ses Xteurs (On verra que déjà la préservation de la parité entre le franc et le Mark en 1992 et 1993, fut aussi préjudiciable à la croissance et à l'emploi en France, l'obligeant à maintenir des i élevés qui ont bridé la cce)

→ pbl EU et rôle international du \$ sous BW : parité de base du système : 1 once d'or = 35\$ / or abondance de \$ rend difficile maintien de cette parité et crée doute du \$... cf le II bloc de l'or et fin BW (le II 21)

→ choix ancrage monnaie sur une autre rend contrôle taux de change difficile : cf pbl émergents face à hausse \$ ou faiblesse \$ et risque crises de change : Asie Argentine

→ pbl du flottement car analyse Mundell imparfaite (cf Artus doc 2 du poly) il n'y a pas réelle autonomie de la pol monétaire : cf impact de la pol monétaire US sur autres pays

Et là vous lirez ensuite après fin III chap 3 le doc V de l'Economie Mondiale 2024

3- et risque de guerres de monnaies si jeu non coopératif

→ Des objectifs nationaux qui peuvent se révéler préjudiciables pour d'autres, mais aussi l'économie mondiale dans sa globalité

- rappel entre deux guerres et spirale de dévaluations compétitives

- années 2010 et effet QE (pol monétaire accommodante) des BC du Japon, des US puis de la zone euro qui tend à faire baisser leurs monnaies et kaux se reportent sur monnaies émergents ... cf Brésil qui pique sa crise en 2010 ; pbl du franc Suisse

- jeu non coopératif hegemon : cf E.U. années 1971 abandon unilatéral BW, effet appréciation \$ de 1978 à 1985 pour attirer kaux et lutter contre inflation or crise endettement PED : principe non coopératif qui entraîne des coûts élevés et incertitude sur tx de change, accumulation de réserves de change qui alimente les déséquilibres globaux ; cf tensions EU-Chine.

Le bon tx de change absolu semble indéterminé et ne pouvoir se penser dans le seul cadre national au regard de l'importance de la stabilité des taux de change et de leur crédibilité pour assurer les échanges internationaux

-III- le « bon » taux de change serait alors celui qui permet la confiance, la stabilité monétaire internationale propices aux échanges

1- Le bon taux de change serait celui qui n'est pas trop éloigné du taux de change d'équilibre

→ L'analyse éco a montré la pluralité des déterminants du tx de change (*les lister, NB voir sujet corrigé « qu'est-ce qu'une monnaie sous-évaluée pour détail »*) mais reconnaît aussi, au regard de cette même pluralité et du poids croissants des mouvements de capitaux de court terme, qu'il est difficile de déterminer ce que serait le « vrai » tx de change : cf cours **DORNBUSCH 1976, MEESE et ROGOFF 1983 ...** Néanmoins elle considère aujourd'hui que le « bon » tx de change serait pour un pays celui qui assure l'équilibre interne et externe **selon Williamson 1983 le FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) un tx de change d'équilibre**

L'équilibre interne correspond à la croissance maximale qui n'accélère pas l'inflation (taux de croissance potentiel). L'équilibre externe correspond au déficit de la BTC à long terme, c'est-à-dire au déficit qui peut être financé à long terme par les entrées nettes de capitaux extérieurs qui ont un caractère structurel. **NB je précise, car pas dit in dossier, John Williamson distingue, à cet égard, les flux de capitaux étrangers à court terme, de nature spéculative et transitoire, des transferts de capitaux permanents (investissement direct), à caractère plus structurel.**

→ Il conviendrait alors d'assurer dans le cadre d'une coopération internationale la fixation des taux nominaux de change autour de celui-ci avec la définition de zones cibles : expérience 1985-1987 accord Plaza et accord Louvre et la prise en compte des externalités des pol monétaires sur tx de change des autres (réf à Artus et pbl triangle de Mundell).

2- mais la définition du tx de change d'équilibre est, elle même difficile, il est plus désiré que réel

→ En pratique, les évaluations du taux de change d'équilibre fondamental sont sensibles à la mesure retenue du taux de croissance potentiel qui définit l'objectif d'équilibre interne, et surtout au choix de la cible de balance extérieure (définition du solde structurel). C'est plus un taux de change désiré d'équilibre : il a un caractère fondamentalement normatif qui en fait davantage un objectif qu'une prévision.

→ **Il suppose alors une réelle coordination des BC pour ancrer les anticipations sur cette cible**

Or échec coordination après 1987 et même abandon en 1992 (opposition EU/All qui du fait réunification et peur inflation choisie hausse i qui fait monter DM et baisser \$ encore plus (alors qu'on veut freiner sa baisse) depuis tx volatiles retour choix nationaux et pas de coordination.

→ **pose question de la possibilité même de le fixer du fait caractère volatile des kaux : suppose donc un contrôle des mouvements de capitaux notamment de CT (cas Chine et Inde, Chili now) et d'ailleurs now FMI reconnaît pertinence contrôle kaux pour PED et émergents pour éviter crises de change cf doc**

Et là aussi vous lirez ensuite après fin III chap 3 le doc V de l'Economie Mondiale 2024 !!

3- le bon taux de change dans l'absolu n'existe pas mais on peut espérer une refonte ou réforme du SMI qui assure que ceux-ci soient davantage le reflet des fondamentaux et soient le résultat d'un jeu coopératif (là il faut le III)

→ besoin d'un nouvel SMI : pbl actuel et d'une coopération

→ cf Rodrik et nécessité remettre en cause mobilité des kaux, l'hyper mondialisation aussi // triangle Mundell, comment ?

→ système hégémonique (Kindleberger) pluri-polaire (on voit in III) mais suppose acceptation de l'hégémon actuel (EU et reste conditionné à une véritable coopération monétaire encore éloignée (idem vous verrez in III))

Conclusion

Complexité de la question.

Il n'existe pas un bon taux de change dans l'absolu, il existe des solutions, plus ou moins efficaces, construites ou trouvées dans un contexte historique donné.

Question à venir sera celle du rééquilibrage possible (souhaitable) du SMI entre les grandes monnaies et ses enjeux en termes de détermination du change pour éviter un jeu non coopératif préjudiciable pour tous.