

« Le point sur... »

Taux de change et régimes de change

1. Définition et vocabulaire

1.1 Qu'est-ce qu'un taux de change ?

Le **taux de change désigne le prix d'une monnaie exprimé dans une autre monnaie** ; c'est donc le **prix relatif entre deux monnaies**. On parle aussi parfois de **parité** d'une monnaie avec une autre.

Ce taux de change peut être exprimé de deux façons :

- **Cotation au certain** : on exprime le prix en monnaie étrangère d'une unité de monnaie nationale.

Exemple, du point de vue de la France, pour le dollar : 1 € ⇔ 1,2 \$

- **Cotation à l'incertain** : on exprime le prix en monnaie domestique d'une unité de monnaie étrangère.

Exemple, du point de vue de la France, pour le dollar : 0,83 € ⇔ 1 \$

La cotation utilisée en Europe est celle au certain (alors qu'on utilise celle à l'incertain aux Etats-Unis).

1.2. Appréciation, dépréciation et dévaluation

On prendra ici l'exemple de l'euro et du dollar.

- **On dit que l'euro s'apprécie par rapport au dollar quand le prix d'un euro exprimé en dollar augmente** (i.e. le taux de change au certain augmente).

Exemple : 1 € permettait d'obtenir 1,1 \$; désormais, 1 € permet d'obtenir 1,2 \$. L'euro s'est apprécié face au dollar.

- **On dit que l'euro se déprécie par rapport au dollar quand le prix d'un euro exprimé en dollar diminue** (i.e. le taux de change exprimé au certain diminue).

Exemple : 1 € permettait d'obtenir 1,1 \$; désormais, 1 € permet d'obtenir seulement 1 \$. L'euro s'est déprécié face au dollar.

Il faut toujours **utiliser les termes appréciation / dépréciations du taux de change plutôt que diminution ou baisse**, car l'effet d'une hausse ou baisse n'est pas le même selon que la cotation soit au certain ou à l'incertain.

Illustration : si l'euro s'apprécie par rapport au dollar, cela signifie que le taux de change au certain augmente, mais que celui à l'incertain diminue...

Le **terme de dévaluation** est proche de celui de dépréciation ; la nuance est qu'une dévaluation est toujours une action volontaire d'un Etat, qui cherche à faire se déprécier sa monnaie. **La dévaluation signifie donc qu'il y a une intervention volontariste de la Banque centrale sur le marché des changes.**

2. Comment se détermine un taux de change ?

Le taux de change d'une monnaie se détermine sur le **marché des changes** par confrontation entre l'offre et la demande de cette monnaie. Quand une monnaie est fortement demandée par rapport aux quantités offertes, alors son prix augmente et donc son taux de change s'apprécie ; et inversement si elle est peu demandée (loi de l'offre et de la demande).

Pour comprendre comment le taux de change peut évoluer, il va falloir **identifier les principales variables affectant l'offre et la demande d'une monnaie.**

2.1. Le taux d'intérêt

Quand le taux d'intérêt national s'élève par rapport aux taux d'intérêt étrangers, la monnaie nationale tend à s'apprécier : c'est le **différentiel de taux d'intérêt** qu'il faut prendre en compte i.e. l'évolution du taux d'intérêt national par rapport à ceux étrangers.

Justification : plus le taux d'intérêt national augmente relativement aux taux étrangers, plus les capitaux seront attirés sur le territoire national en raison du taux d'intérêt plus avantageux. Donc la monnaie nationale sera très demandée et va s'apprécier.

2.2. La balance commerciale

Plus la balance commerciale d'un pays est excédentaire, plus sa monnaie sera demandée et plus son taux de change va s'apprécier. En effet, les entreprises exportatrices vont convertir les devises étrangères qu'elles ont obtenues via leurs exportations en monnaie nationale : la demande de monnaie nationale augmente sur le marché des changes, donc cette dernière doit s'apprécier.

2.3. L'inflation

Plus l'inflation d'un pays est forte relativement à un autre pays, plus sa monnaie doit se déprécier.

En effet, quand un pays connaît une inflation plus rapide qu'un autre pays, il perd en compétitivité-prix puisque les prix de ses biens et services progressent plus vite que ceux du pays concurrent. Cela va faire chuter ses exportations et augmenter ses importations : la balance commerciale se dégrade, ce qui entraîne une dépréciation du change (voir point précédent).

2.4. Les anticipations

Dans un monde où les changes sont assez largement flottants (i.e. fluctuent librement sur le marché ; voir 5.1.), les anticipations des acteurs vont affecter puissamment le taux de change : **les anticipations sur le taux de change futur vont notamment affecter le taux de change présent.** Comme ces anticipations sont volatiles, cela va provoquer des modifications fréquentes de taux de change.

Ainsi, autant si ce n'est plus que l'inflation ou le taux d'intérêt réalisé, ce sont les anticipations sur l'évolution de l'inflation ou des taux d'intérêt, permettant d'estimer le taux de change futur, qui vont affecter le taux de change présent. Pour le formuler autrement, on peut dire que ce sont les anticipations de taux de change (pour la période $t + 1$) qui vont affecter la fixation du change dès l'instant t : on parle **d'anticipations autoréalisatrices.**

Illustration : si un investisseur anticipe une augmentation du taux d'intérêt européen par rapport à celui des états-unis, alors il anticipe que l'euro va s'apprécier dans le futur par rapport au dollar. Conséquence : il va vendre dès maintenant ses titres en dollars, pour effectuer un placement en euros au sein de l'UE (afin de bénéficier de l'appréciation future anticipée de l'euro par rapport au dollar). Cette action va provoquer une appréciation immédiate de l'euro.

Bilan : nous venons d'identifier différents facteurs qui vont affecter le taux de change ; mais ces forces ne jouent pas forcément dans le même sens et les variations de change ne sont pas toujours évidentes à expliquer, notamment si on intègre le rôle clef des anticipations.

3. Comment une Banque centrale peut-elle agir sur le taux de change ?

3.1. Les instruments de contrôle des changes par la Banque centrale

La **Banque Centrale (BC)** désigne l'administration publique qui mène la **politique monétaire**. Schématiquement, on peut dire que la **Banque Centrale vise deux objectifs** :

=> **Un objectif interne** qui renvoie à la croissance économique, l'emploi ou encore la maîtrise de l'inflation.

=> **Un objectif externe** qui renvoie au taux de change mais aussi à l'équilibre de la balance commerciale.

Si la BC souhaite contrôler l'évolution du taux de change sur le marché des changes, alors **elle dispose de trois instruments** :

- **La manipulation du taux d'intérêt national** : la BC contrôle le taux d'intérêt national. Or ce dernier influence directement le taux de change (voir 2.1.). Par exemple, pour faire se déprécier le taux de change national, une BC peut agir pour baisser le taux d'intérêt national.

- **Les interventions directes sur le marché des changes par la vente ou l'achat de monnaie** : la BC peut déjà émettre de manière illimitée la monnaie nationale. Ainsi, si la monnaie nationale est très demandée sur le marché des changes et donc s'apprécie, la BC peut créer puis offrir de la monnaie nationale sur le marché des changes pour contrer le mouvement d'appréciation.

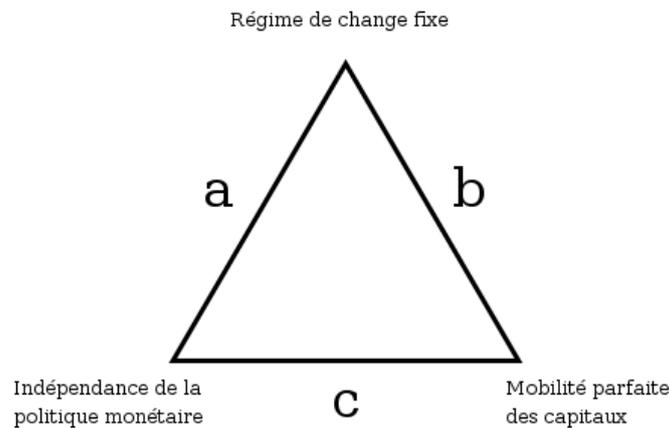
Si la monnaie nationale au contraire se déprécie, la BC dispose de **réserves de change** qui vont lui permettre de racheter la monnaie nationale sur le marché des changes et contrer le mouvement de dépréciation. **Attention cependant : ces réserves de change sont forcément limitées, et elles peuvent s'épuiser...**

Par exemple, l'Égypte cherche à maintenir un taux de change fixe avec le dollar ; en 2022, la livre égyptienne avait tendance à se déprécier fortement face au dollar, conduisant la BC égyptienne à puiser dans ses réserves de dollars pour acheter de la livre sur le marché des changes. Ses réserves en dollars devenant trop faibles, la BC égyptienne a dû alors consentir à une forte dépréciation de sa monnaie : ainsi, alors qu'un dollar s'échangeait contre 15 livres égyptiennes début 2022, il fallait désormais en décembre 2022 24 livres pour acheter un dollar..

- **Des mesures réglementaires dites de « contrôle des changes »** : il s'agit par exemple de restrictions ou d'interdictions d'achat de monnaies étrangères (en dehors du règlement justifié d'une importation) ou bien la restriction ou l'interdiction d'exportation de devises à l'étranger. De telles mesures ont par exemple été utilisées par de nombreux pays européens après la 1^{ère} guerre mondiale (France notamment). Mais ces mesures réglementaires existent toujours aujourd'hui dans certains pays : par exemple, la Chine ou encore le Maroc ou bien la Tunisie ne permettent aux touristes de se procurer leur monnaie nationale que dans leur pays, et il faut échanger le reste de monnaie locale dont on dispose avant de quitter le pays.

3.2. Le coût de la stabilité du change : le triangle d'incompatibilité de Mundell

Il est très important de comprendre que **quand une BC cherche à contrôler le taux de change** et éviter toute variation trop importante de ce dernier, **cela conduit la Banque centrale à ne pas pouvoir atteindre d'autres objectifs économiques qui peuvent être souhaitables pour le pays**. C'est ce que cherche à résumer **Robert Mundell** par son célèbre **triangle d'incompatibilité** :



Mundell dit **qu'il est impossible d'atteindre les trois pôles de ce triangle pour un Etat : seulement deux sont compatibles entre eux**. Analysons les différentes situations :

- **La situation b avec change fixe et mobilité parfaite des capitaux** : dans ce cas, le pays et sa Banque centrale doivent utiliser le taux d'intérêt pour maîtriser les mouvements de capitaux qui sinon vont faire varier le taux de change. La politique monétaire est donc uniquement tournée vers l'objectif externe de change, et elle ne peut plus utiliser le taux d'intérêt pour agir sur la croissance ou l'inflation par exemple. **On perd l'indépendance de la politique monétaire**. C'est notamment la situation de beaucoup de pays fin 19^{ème} – début 20^{ème} avec le système de l'étalon-or qui correspond à un régime de change fixe pour les pays l'utilisant. On peut déjà voir ici un désavantage économique majeur du régime de change fixe : on ne peut plus utiliser la politique monétaire pour autre chose que le contrôle du change.

- **La situation c avec indépendance de la politique monétaire et parfaite mobilité des capitaux** : on perd le contrôle du change, mais on peut alors utiliser le taux d'intérêt pour atteindre des objectifs internes comme la croissance ou la maîtrise de l'inflation ; la politique monétaire redevient autonome. C'est la situation du Royaume-Uni dans les années 1930, quand il renonce à la convertibilité-or de la livre sterling ; mais c'est aussi la situation qui prévaut depuis 1980 pour la grande majorité des pays développés.

- **La situation a avec change fixe et indépendance de la politique monétaire** : cette situation n'est possible que si la mobilité des capitaux est limitée. En effet, si cette mobilité des capitaux est limitée, alors la politique monétaire reste autonome car la variation du taux d'intérêt ne provoque pas ou peu de mouvements de capitaux (et donc pas ou peu de variation du change). La BC peut alors utiliser le taux d'intérêt pour des objectifs internes, sans préjudice de son objectif de change. C'est par exemple la situation qui s'impose durant les 30 Glorieuses : le système de Bretton-Woods qui se met en place en 1944 est un régime de change fixe qui laisse une bonne autonomie à la politique monétaire car jusqu'en 1970 les mouvements de capitaux restent très contrôlés par les Etats participant à ce système.

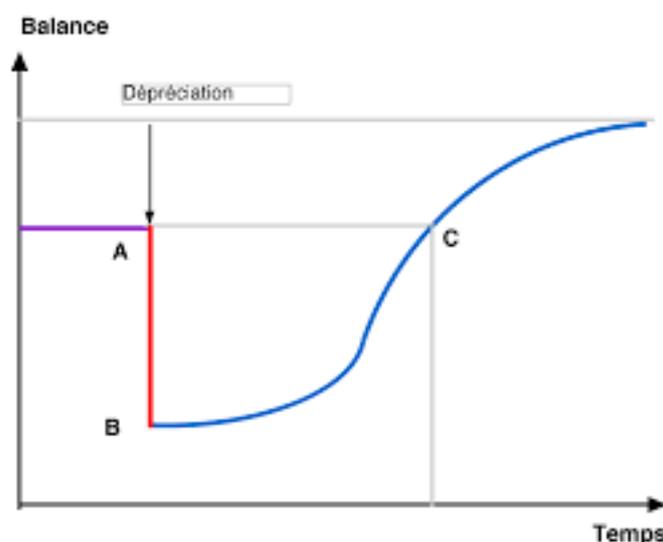
4. Quelles sont les effets d'une variation du taux de change et surtout d'une dépréciation / dévaluation ?

Toutes choses égales par ailleurs, si la monnaie nationale d'un pays se déprécie, celui-ci gagne en **compétitivité-prix**. En effet, les importations exprimées en monnaie nationale deviennent plus coûteuses, et dans le même temps nos exportations, exprimées en monnaie étrangère, voient leur prix diminuer. Inversement, **une appréciation de la monnaie nationale réduit notre compétitivité-prix**.

Cependant, il faut généralement **mieux raisonner sur le taux de change réel, qui intègre l'évolution relative des prix nationaux et étrangers**. En effet, les entreprises, constatant la variation du change, peuvent modifier leur prix (pour conserver leur compétitivité ou augmenter leur marge selon les cas). Ainsi, on peut dire que si le taux de change réel d'un pays se déprécie, ce dernier gagne bien en compétitivité-prix. Mais pour mesurer l'effet de cette dépréciation du change sur la balance commerciale (valeur des exportations – valeur des importations), il faut tenir compte à la fois d'un **effet prix** et d'un **effet volume** de cette dépréciation :

- **L'effet volume** : le volume des exportations va augmenter et celui des importations diminuer ; cela affecte positivement la balance commerciale dont le solde doit s'améliorer.
- **L'effet prix** : la dépréciation du taux de change augmente la facture des importations, puisque les biens et services étrangers coûtent plus cher. Ainsi, cela va conduire à dégrader la balance commerciale.

Conséquence : pour qu'une dépréciation est un effet positif sur la balance commerciale, il faut que les exportations augmentent suffisamment et les importations diminuent assez pour compenser la hausse de la valeur des importations. La condition pour qu'une dépréciation du change ait un effet positif sur la balance commerciale est nommée **condition de Marshall-Lerner**, du nom des économistes l'ayant démontrée. Dans la réalité, la condition de Marshall-Lerner est assez bien vérifiée et donc une dépréciation va avoir un effet positif à terme sur la balance commerciale. Mais cela peut prendre du temps : c'est ce qu'illustre **la célèbre courbe en J** (du nom de sa forme) :



Commentons cette courbe en J : au point A, la monnaie nationale se déprécie (ce qui peut être dû à une action volontaire ou non du pays). **Plusieurs effets se succèdent** :

- **L'effet immédiat est la hausse du coût des importations** : cela dégrade la balance commerciale et l'amène au point B ; c'est ici l'effet-prix qui joue pleinement. **Ce premier effet est négatif** donc.
- **Puis progressivement, le volume des importations diminue et celui des exportations augmente** : cela prend du temps (il faut que les entreprises et consommateurs constatent l'évolution des prix dans leur pays respectif) et il faut attendre d'arriver **au point C pour qu'enfin l'effet-volume compense l'effet-prix initial** ; c'est à partir du point C que la balance commerciale s'est améliorée par rapport à son niveau au moment de la dépréciation. Ce processus sera d'autant plus rapide que l'information est transparente mais aussi qu'il existe pour les importations des biens et services nationaux substituables.

Les tests économétriques montrent actuellement que pour les pays développés, la condition de Marshall-Lerner est vérifiée, mais que le processus prend du temps : il faut attendre généralement entre 6 mois et un an avant de voir l'effet positif d'une dépréciation sur la balance commerciale.

On doit cependant prendre en compte les **effets pervers que peut générer la dépréciation de la monnaie nationale d'un pays** :

- ⇒ Cette dépréciation va entraîner une baisse du pouvoir d'achat des consommateurs, via la hausse du prix des produits importés (il n'est pas toujours évident de leur trouver des substituts nationaux, à un prix similaire).
- ⇒ Cela peut pénaliser la compétitivité-prix des entreprises qui sont obligées d'importer des produits de l'étranger pour réaliser leur production (hausse du coût de leurs consommations intermédiaires).
- ⇒ Il est fort probable que les autres pays réagissent à une dépréciation de notre monnaie nationale en prenant des mesures de rétorsion : ils peuvent à leur tour dévaluer leur monnaie ou bien augmenter leurs droits de douane.
- ⇒ Enfin, une dépréciation trop importante de la monnaie nationale peut entraîner une fuite des capitaux vers d'autres pays, pénalisant l'investissement national.

5. Les régimes de change

Le **régime (ou système) de change désigne l'ensemble des règles auxquelles un pays soumet la détermination du taux de change de sa monnaie nationale.**

5.1. *Changes fixes vs changes flottants*

Ce sont les deux grands régimes de change :

- **Les changes fixes ou ancrage monétaire** : le pays détermine un taux de change fixe avec une monnaie étrangère ou bien un panier de monnaies étrangères. La **monnaie nationale est « ancrée » sur une ou plusieurs monnaies étrangères.** La **Banque centrale intervient alors sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité décidée avec les autres monnaies.** *Illustration* : le système de Bretton-Woods après 1944

- **Les changes flottants** : le pays laisse « flotter » sa monnaie nationale dont **le taux de change varie alors en fonction de l'évolution de l'offre et de la demande sur le marché des changes.** Si le **flottement est pur**, la Banque centrale ne doit jamais intervenir sur le marché des changes. Mais **le plus souvent le flottement est impur** (on parle aussi de change semi-flottant) : la Banque centrale intervient sur le marché des changes si elle juge que le taux de change est trop défavorable à l'activité économique du pays. Actuellement, pour les pays développés, on est dans un régime de flottement impur.

On peut aussi trouver des **situations intermédiaires** comme la Chine qui a adopté un régime de change fixe « rampant » ou « glissant » (*crawling peg*) depuis 2005 : concrètement, la Chine a ancré le yuan sur un panier de monnaies étrangères (de ses principaux partenaires commerciaux : dollar, euro, yen) ; mais la Banque centrale chinoise réexamine chaque jour la parité désirée (glissement) et tolère une certaine variation du taux de change autour de la parité. Le but est de s'assurer du maintien de la compétitivité de l'économie chinoise, tout en évitant de trop froisser ses partenaires commerciaux.

5.2. *Les avantages et inconvénients de chaque régime de change*

	Avantages	Inconvénients
Régime de changes fixes	<ul style="list-style-type: none"> - Stabilité du change qui facilite les échanges commerciaux (réduit l'incertitude) - Meilleure maîtrise de l'inflation (pas d'inflation importée) 	<ul style="list-style-type: none"> - La politique monétaire perd son indépendance : elle ne peut plus viser d'objectifs internes (emploi, croissance...) mais seulement un objectif externe (change) - Risque d'attaques spéculatives sur la monnaie
Régime de changes flexibles	<ul style="list-style-type: none"> - Indépendance de la politique monétaire : elle peut viser tout objectif interne qui l'intéresse (inflation, croissance, emploi...) 	<ul style="list-style-type: none"> - Risque d'inflation importée - Les variations du taux de change augmentent l'incertitude économique.

On pourrait **ajouter un avantage théorique des changes flottants** : la **balance commerciale doit se rééquilibrer automatiquement**. En effet, si par exemple un pays connaît un déficit commercial extérieur, alors sa monnaie doit se déprécier (car elle est plus offerte que demandée pour payer les importations). Cette dépréciation de la monnaie doit rétablir la compétitivité-prix du pays, et donc permettre un retour à l'équilibre de la balance commerciale. **Mais en réalité, ce mécanisme marche mal** : il prend du temps (cf. la courbe en J) et la hausse du prix des importations (liée à la dépréciation) peut aggraver à court ou moyen terme les problèmes du pays en lui faisant perdre en compétitivité s'il importe beaucoup de biens et services.

5.3. Un cas particulier : l'étalon-or

De la fin du 19^{ème} siècle jusqu'au début des années 1930, beaucoup de pays adoptent un **système d'étalon-or** (Royaume-Uni, France, Allemagne, États-Unis...) : **cela signifie que toute unité monétaire (pièce, billet...) est convertible en or, à un taux défini par la Banque centrale**. Par exemple, au 19^{ème} siècle, une livre sterling s'échange contre 7,322 g d'or fin, et un franc s'échange contre 0,2903 g d'or fin.

La conséquence est que pour les pays qui ont mis en place un étalon-or, le taux de change de leur monnaie est fixe avec les autres pays qui ont adopté un système similaire. Reprenons la livre sterling et le franc au 19^{ème} siècle ; un franc vaut 0,2903 g d'or et une livre 7,322 g d'or. Donc, le taux de change entre ces deux monnaies est de 25,22 francs pour une livre (7,322 / 0,2903).

On commencera par remarquer que **l'étalon-or de la fin du 19^{ème} siècle n'est pas à proprement parler un système monétaire international qui résulterait d'une volonté commune et concerté des États** (à la différence du système de Bretton-Woods de 1944) ; c'est plutôt chaque État qui va adopter progressivement, de sa propre initiative, ce système de l'étalon-or. Si les États font ce choix, c'est que **ce système a en théorie un avantage majeur : il permet un rééquilibrage automatique de la balance commerciale en cas de déficit ou d'excédent** comme l'a montré **David Hume** (dès 1752), à condition que l'or circule librement entre les pays.

Le mécanisme de rééquilibrage automatique est le suivant si nous partons d'un déficit de la balance commerciale :

Déficit commercial => sortie d'or du pays (si circulation libre de l'or) => diminution de la masse monétaire (moins d'or, moins de monnaie si étalon-or) => baisse des prix (théorie quantitative de la monnaie) => gains de compétitivité-prix => hausse des exportations et baisse des importations => rééquilibrage de la balance commerciale.

Mais ce mécanisme d'ajustement se fait avec un coût élevé pour le pays : la déflation. Or la **déflation a des effets économiques très négatifs** : la baisse de prix provoque des faillites d'entreprises, du chômage, une baisse des salaires... Donc cela **pénalise la croissance économique**.

On peut alors comprendre pourquoi le Royaume-Uni a cherché à jouer avec le système d'étalon-or, profitant du fait que sa monnaie, la livre, était considérée « *as good as gold* » i.e. aussi désirable que l'or (car principale monnaie des échanges mondiaux). Le Royaume-Uni, limité par ses réserves d'or, a ainsi progressivement cessé de couvrir à 100 % les livres sterling, en comptant sur le fait que les agents souhaiteraient toujours détenir des livres plutôt que de l'or (moins pratique à utiliser pour les échanges ; donc peu de gens demanderaient une conversion en or des livres sterling). Tous les pays ayant un étalon-or prirent aussi des libertés, une couverture à 100 % étant souvent trop coûteuse en termes de croissance économique, car limitant fortement la progression de la masse monétaire.

Les avantages de l'étalon-or sont donc largement « mythiques » et ce système génère des coûts d'ajustement importants pour les économies. Plus que l'étalon-or, **c'est surtout le poids et la puissance de la livre sterling dans les échanges internationaux qui ont assuré la stabilité du système monétaire au 19^{ème} siècle.**