
TROISIÈME PARTIE

Les politiques de change

Beaucoup d'analyses tendent à ignorer l'influence des autorités monétaires sur l'évolution des cours de change. Il est vrai que les banques centrales aiment rester discrètes dans leurs interventions sur les marchés. Les parités sont pourtant affectées par les politiques de change d'une manière multiforme. Le contenu des politiques de change est d'abord déterminé par la nature de l'organisation monétaire internationale en vigueur, en particulier les régimes de change (chap. viii). L'impact des politiques de change est également fonction des instruments manipulés par les autorités monétaires (chap. ix). Le taux de change est une arme de politique économique utilisée par les États au service de leurs intérêts nationaux ; mais cette arme devient plus difficile à manier dans le contexte d'une finance globalisée, ce qui peut amener les États à de nouvelles stratégies, telles que l'unification monétaire décidée par les pays européens en 1999 (chap. x).

VIII / Quel régime de change ?

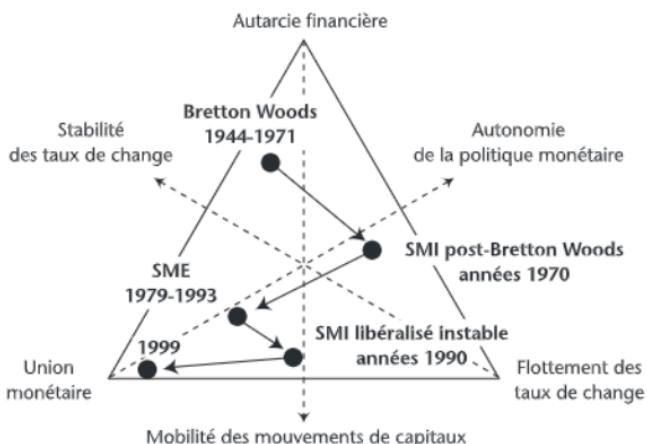
Le contenu des politiques de change est conditionné par la nature du régime de change dont on distingue traditionnellement deux types en fonction des objectifs suivis par la banque centrale :

- les *changes flottants* : la banque centrale n'a pas d'objectif de change, elle laisse fluctuer le cours de sa monnaie au gré de l'offre et de la demande sur le marché ;
- les *changes fixes* : la banque centrale s'engage à maintenir la parité de sa monnaie à un niveau fixe selon des règles préalablement définies.

Une typologie des régimes de change

L'expérience historique révèle qu'entre ces deux cas extrêmes de flottement pur et de fixité absolue il existe toute une **gamme de régimes reposant sur des arrangements internationaux différents**, comme le suggère l'encadré des p. 80-81. Plus précisément, **le fonctionnement d'un régime de change dépend de la nature du système monétaire international (SMI)** dans lequel celui-ci s'inscrit. La notion de « système » renvoie aux idées de régulation et d'organisation. Dans la pratique, un SMI fonctionne à partir d'un ensemble d'institutions, de règles et d'accords destinés à organiser les opérations monétaires entre pays. Trois critères permettent de classer d'une manière éclairante les SMI et les régimes de change qui leur sont associés : **le degré de rigueur de la règle de change (des changes flottants purs aux changes rigoureusement fixes) ; le degré de mobilité des capitaux (de la mobilité nulle à la mobilité parfaite) ; le degré de sensibilité des objectifs de la politique monétaire aux contraintes extérieures**

Schéma 1. Typologie des régimes de change : le triangle de Mundell



Sources : d'après Banque de France [1998].

(des politiques autonomes aux politiques communes). Ces trois critères ne sont pas indépendants. Leur combinaison peut être représentée par un triangle équilatéral, appelé *triangle de Mundell* du nom de l'économiste américain qui a formalisé le premier cette analyse. Ce triangle illustre un enseignement incontournable de la théorie monétaire internationale, qui est le *théorème d'impossibilité* suivant : il est impossible de combiner des changes fixes, la mobilité parfaite des capitaux et des politiques monétaires indépendantes.

Le schéma ci-dessus, fondé sur le triangle de Mundell (ou triangle d'incompatibilité), donne une représentation des différents régimes de change et de leur évolution depuis la Seconde Guerre mondiale. On constate une grande dispersion des régimes de change à l'intérieur du triangle.

Le système de Bretton Woods (1944-1971) se situe au sommet du triangle car ce SMI est fondé sur un régime de changes fixes, avec une obligation des pays de corriger leurs déséquilibres de balances des transactions courantes (forte contrainte extérieure). Par ailleurs, cette période connaît une imparfaite mobilité internationale des capitaux car les marchés financiers internationaux sont peu développés et les pays ont recours au contrôle des changes.

Historique des taux de change

1. 1870-1914 : le temps de l'étaⁿon-or est caractérisé par un système de *changes fixes* car les taux de change variaient très peu autour du pair. Les limites des variations étaient fixées par les *points d'entrée et de sortie d'or (gold points)* au-delà desquels se produisaient des transferts d'or, censés exercer des effets autorégulateurs sur la balance des paiements. Il y a eu stabilité des monnaies au temps de l'étaⁿon-or au sens où la parité or des monnaies est restée inchangée du milieu du xix^e siècle aux années 1920. Mais cette stabilité monétaire s'est accompagnée d'une grande instabilité des économies (variation de prix, de la production et de l'emploi). Par ailleurs, la stabilité monétaire a moins résulté de mécanismes automatiques que d'interventions actives des banques centrales dans le cadre d'une domination de la livre sterling.

2. 1914-1945 : l'instabilité monétaire marque l'entre-deux-guerres. La guerre de 1914-1918 et les tensions qui en résultent amènent la rupture du système de l'étaⁿon-or. Les États belligérants décident les cours forcés et l'inconvertibilité en or des monnaies. Il n'y a plus de limites aux variations des taux de change : le cours de la livre passe de 26 francs en 1919 à 122 francs en 1927. Les États réunis à la conférence de Gênes (1922) constatent l'impossibilité d'un retour à l'étaⁿon-or dont l'assouplissement est décidé. La convertibilité limitée en or (*Gold Bullion Standard*) est substituée à la convertibilité totale (*Gold Specie Standard*) : les billets ne sont plus échangés contre des pièces mais seulement contre des lingots. Par ailleurs, les États démunis d'or

peuvent couvrir leur monnaie de papier sur les monnaies convertibles en or qui deviennent les monnaies de réserve. Ce nouveau système est le *Gold Exchange Standard, l'étaⁿon de change or*.

3. 1945-1971 : le temps des parités fixes débute au lendemain de la Seconde Guerre mondiale avec la signature des accords de Bretton Woods (B-W) en juillet 1944. Le système monétaire international (SMI) mis en place est un étaⁿon de change or dans lequel le dollar joue le rôle de devise clé, par suite de la position dominante des États-Unis. L'objectif de ce nouveau SMI est triple : restaurer la liberté du commerce international, assurer la stabilité des monnaies et l'équilibre des balances des paiements, promouvoir la croissance et l'emploi. Chaque pays signataire doit déclarer la parité de sa monnaie en or ou en dollars avec la parité de 35 dollars pour une once (888,671 mg) d'or fin. La marge de fluctuation autorisée est de +/- 1 % par rapport à la parité déclarée en or ou en dollars, soit +/- 2 % par rapport aux parités exprimées en d'autres monnaies. Le Fonds monétaire international (FMI), dont les statuts sont fixés par les accords de B-W, est l'organe essentiel du nouveau système. Il a pour rôle de veiller au bon fonctionnement du SMI et d'accorder des prêts limités et temporaires aux États membres.

De 1945 à 1960, le SMI demeure stable parce que sa devise clé — le dollar — est forte en raison de sa rareté relative. À partir des années 1960, le fonctionnement du SMI se dégrade progressivement ; la livre sterling et le dollar sont attaqués sur les marchés par la spéculation qui prend de l'ampleur avec le développement des marchés internationaux de capitaux,

notamment les euro-dollars. Les réserves en or des États-Unis diminuent de moitié de 1955 à 1970 ; la confiance dans le dollar est ébranlée.

4. Depuis 1971 : le flottement des monnaies et la recherche d'un nouvel ordre monétaire international

— 1971-1985 : l'*instabilité des monnaies* : la convertibilité en or du dollar est suspendue en août 1971 par le président Nixon. Les pays de la CCE décident de garder des marges de fluctuations étroites entre leurs monnaies qui restent accrochées au dollar : c'est le « serpent dans le tunnel » ; la spéculation et l'*instabilité du dollar* ont raison de ce dispositif : en mars 1973, les pays de la CEE décident de laisser flotter leurs monnaies contre le dollar. Les accords de la Jamaïque en janvier 1976 consacrent l'effondrement du système de B-W en légalisant le flottement des monnaies. L'*instabilité monétaire* s'installe : le cours du dollar en mark s'apprécie de 80 % de 1979 à 1985 puis se déprécie de 100 % de 1985 à 1990.

— Depuis 1985 : la *coopération monétaire internationale* se développe pour atténuer les mouvements désordonnés des changes.

- septembre 1985 : les *accords du Plaza* consacrent le changement d'attitude des États-Unis qui abandonnent leur doctrine du *laissez-faire (benign neglect)* en matière de change ; ceux-ci décident de participer à des interventions concertées des banques centrales pour stabiliser les changes.

- mai 1986 : au sommet de Tokyo, les principaux pays industrialisés décident d'entamer une réflexion sur le nouveau SMI. Ils font référence à une meilleure coordination des politiques économiques afin de promouvoir une « croissance globale plus équilibrée ».

- février 1987 : lors des accords du Louvre, le « Groupe des Cinq » grandes puissances monétaires et le Canada conviennent de coopérer pour stabiliser les cours de change à l'intérieur de « zones-cibles ».

Ces déclarations n'ont pas empêché les changes de continuer à fluctuer amplement.

— 1979-1993 : le *système monétaire européen* constitue la dernière expérience de changes fixes instaurant la stabilité des monnaies à l'intérieur d'une bande de variations autorisées de $+/- 2,25\%$. Ce système de changes fixes mais ajustables a contribué à la stabilisation monétaire dans l'Union européenne. Le SME a implosé en 1993 car les changes fixes sont incompatibles avec la forte mobilité des capitaux organisée par le marché unique des capitaux créé en 1990.

— À partir de 1999 : la mise en place de l'*Union monétaire européenne* rétablit une fixité désormais irréversible des parités intra-européennes. La création de l'euro, susceptible de concurrencer le dollar, pose en des termes renouvelés la question du fonctionnement du SMI.

La décennie suivante (1971-1980) est marquée par l'abandon des principes de Bretton Woods. Le centre de gravité du SMI *post-Bretton Woods* se déplace vers le sommet sud-est, correspondant au flottement des monnaies et à une mobilité plus forte des capitaux. On assiste, en effet, à la généralisation du flottement des monnaies à partir de 1973, processus qui va de pair avec une mobilité croissante des mouvements de capitaux et à un affaiblissement des règles d'équilibre extérieur, ce qui est censé donner une plus grande autonomie aux politiques monétaires.

Vient ensuite la période des années 1980, caractérisée par la recherche d'une stabilisation des changes et par une coopération monétaire internationale plus grande de la part des principaux pays industrialisés (accords du Plaza de 1985 et du Louvre de 1987). Au niveau régional européen, le *système monétaire européen* (1979-1993) met en place un régime de changes fixes, avec des marges de fluctuations des parités limitées à $\pm 2,25\%$, ce qui constraint fortement les politiques monétaires des pays membres. Le centre de gravité du SMI se dirige alors vers le sommet sud-ouest du triangle de Mundell.

Les années 1990 enregistrent un vaste mouvement de libéralisation financière et une instabilité accrue des taux de change. Les pays européens créent le marché unique des capitaux dont la mobilité transfrontière est ainsi facilitée. Le système monétaire européen implose en 1993, sous l'effet des capitaux spéculatifs. Les parités sont autorisées à fluctuer plus librement, à l'intérieur des bandes élargies à $\pm 15\%$. Les crises de change se multiplient dans le monde, notamment au Mexique (1994), en Asie du Sud-Est (1997), en Russie (1998), au Brésil (1999) et en Argentine (2001).

L'instauration à partir de 1999 de l'Union monétaire européenne (UEM), avec la création de l'euro, correspond à une fixité parfaite et inaliénable des changes. L'UEM se traduit par une perte de souveraineté monétaire des États membres. Cette situation est décrite par le sommet sud-ouest du triangle de Mundell.

Ni changes fixes ni changes flexibles...

L'histoire monétaire nous enseigne deux leçons : d'une part, les régimes de changes fixes, tels que ceux du système de Bretton Woods, sont devenus impraticables dans le contexte de la finance globalisée ; mais d'autre part, les régimes de changes

flottants sont loin d'avoir toutes les vertus stabilisatrices vantées par leurs défenseurs.

La fin des changes fixes

L'expérience récente enseigne que les changes fixes ne sont plus un régime de change adapté aux nouvelles caractéristiques de la finance internationale. De ce point de vue, l'**implosion en 1993 du SME** marque la fin de la dernière expérience de changes fixes ; elle montre que ce régime de change est devenu incompatible avec la forte mobilité des capitaux autorisée par la libéralisation financière [Plihon, 1996]. L'**immense potentiel déstabilisateur des mouvements de capitaux spéculatifs, obéissant à une logique d'anticipations autoréalisatrices, rend désormais impossible la défense de parités fixes par les autorités monétaires**, comme l'expliquent les modèles récents de crises de change présentés ci-dessus (p. 67-68).

Les dysfonctionnements des changes flottants

Selon ses défenseurs, notamment les théoriciens de l'école monétariste, le régime de flottement des monnaies a quatre qualités principales :

— les **balances des paiements se rééquilibrivent automatiquement**. Tout déficit extérieur entraîne une demande excédentaire de devises étrangères, ce qui déprécie la monnaie nationale et améliore la compétitivité ; les exportations sont stimulées, les importations freinées et le solde commercial se rétablit (*cf. p. 92*). Un ajustement symétrique se produit en cas d'excédent extérieur ;

— la **spéculation est rendue plus difficile qu'en changes fixes car les opérateurs sont dans une plus grande incertitude quant à l'évolution future des taux de change** ;

— les **politiques économiques deviennent plus autonomes car elles se libèrent de la contrainte de stabilisation du change**. La politique monétaire retrouve toute son efficacité pour agir sur l'équilibre interne de l'économie ;

— les **banques centrales n'ont plus à détenir des réserves de change coûteuses pour intervenir sur le marché des changes**.

La réalité a presque totalement démenti les prévisions des théoriciens des changes flexibles : comme l'ont montré de nombreuses études, les parités se sont durablement écartées de leur niveau d'équilibre et les déséquilibres de balances des

paiements ont atteint des niveaux records depuis que les changes flottent. Par ailleurs, la spéculation s'est amplifiée, donnant lieu à des bulles spéculatives que les théoriciens ont bien analysées. Le flottement des changes s'est traduit par une instabilité monétaire et une incertitude accrues, à court et à moyen terme, dont les effets négatifs sur la croissance sont importants. Quant à l'autonomie des politiques économiques, elle n'a guère été constatée, comme l'illustre l'incapacité dans laquelle se sont trouvés la plupart des pays à se protéger contre les hausses des taux d'intérêt initiées aux États-Unis au cours des années 1980, et la baisse des taux à partir de 2008 à la suite de la crise.

La raison fondamentale de l'échec du régime de changes flottants tient à la nature de *bien public* de la monnaie, liée au caractère indivisible de la communauté de paiements dont elle est le fondement [Aglietta, 1988]. Il y a donc une incapacité des marchés à gérer seuls l'échange des monnaies entre elles. L'intervention des autorités monétaires et la fixation de règles dans le cadre d'un système monétaire organisé sont une nécessité car les monnaies ne peuvent être ni produites ni échangées entre elles de manière concurrentielle.

Pour toutes ces raisons, les changes ont rarement flotté librement. Calvo et Reinhart [2002] montrent ainsi que de nombreux pays annonçant un régime de changes flottants interviennent en réalité régulièrement sur le marché des changes pour contenir leur parité. Ils en déduisent une « peur du flottement » généralisée dans les pays émergents, qu'on peut attribuer à l'incapacité des changes flottants à garantir des politiques monétaires autonomes et à stabiliser les chocs économiques [Allegret, 2005].

Au total, on constate que les régimes de change polaires — changes fixes ou changes flottants — ne sont plus pratiqués par la plupart des pays. Dans la réalité, les pays adoptent des régimes de change intermédiaires. C'est ce qui a amené le FMI à modifier la classification des régimes de change. Celui-ci distinguait, jusqu'en 1998, trois principaux régimes de change : 1) l'ancrage de la monnaie à une devise de référence (le dollar ou le franc français dans le cadre de la zone franc) ; 2) la flexibilité limitée ; et 3) un degré élevé de flexibilité. Constatant que ces trois catégories ne reflétaient plus la réalité, du fait de l'existence de régimes de change intermédiaires, le FMI distingue aujourd'hui huit catégories de régimes de change (voir encadré ci-après).

Les régimes de change selon le Fonds monétaire international

Après les crises asiatiques (1997-1998), le FMI a proposé un nouveau classement des régimes de change, en huit groupes, du plus rigide au plus flexible.

1. *Sans monnaie propre* : dollarisation ou union monétaire ;
2. *Caisse d'émission (currency board)* ;
3. *Change fixe* : monnaie rattachée, formellement ou *de facto*, à une ou plusieurs monnaies et fluctuant au maximum de +/- 1 % par rapport à un cours pivot fixé à l'avance (système de Bretton Woods) ;
4. *Bandes de fluctuations* : le taux de change varie dans une bande plus large que +/- 1 % (cas du système monétaire européen) ;
5. *Change glissant* : principe du change fixe avec une évolution périodique du cours pivot ;
6. *Bandes glissantes* : le principe de la fourchette de fluctuation est maintenu autour d'un cours pivot qui, lui, évolue ;
7. *Flottement géré* : le taux de change est fixé par le marché, mais les autorités interviennent activement, sans que l'objectif de change soit précisé ;
8. *Flottement pur* : les marchés déterminent le taux de change ; les autorités n'interviennent que pour éviter les fluctuations excessives.

La quête difficile d'une stabilité des changes

Pour préserver la stabilité monétaire dans un environnement financier rendu instable par l'extrême mobilité des capitaux, les États ont tenté de mettre en place plusieurs types de régime de change plus ou moins contraignants.

Les currency boards ou caisses d'émission

Les caisses d'émission constituent une solution radicale. Leur principe est le même que celui qui gouvernait l'étalon-or jusqu'à la Première Guerre mondiale, à ceci près qu'une devise forte, généralement le dollar, est substituée à l'or dans le rôle d'étalon. Concrètement, les autorités monétaires s'engagent à gager toute émission monétaire sur les réserves de change dont elles disposent à un taux de change fixe. Pour le citoyen, cela signifie que les liquidités dont il dispose, dépôts à vue inclus, sont convertibles en dollars à tout moment, sans restriction, à un taux absolument fixe. Le nombre de pays sous *currency board* est en diminution. L'Argentine, seul grand pays ayant adopté ce régime, a abandonné celui-ci en 2001 à l'issu d'une grave crise monétaire. Début 2005, seuls sept pays de petite taille étaient en

currency board, dont Hong Kong, l'Estonie et la Lituanie ; ces derniers abandonneront ce régime lors de leur entrée dans la zone euro.

La logique du *currency board* est simple : le pays qui le pratique renonce à toute souveraineté monétaire ; au pouvoir discrétaire de la banque centrale est substituée une gestion automatique de l'offre de monnaie dont le niveau dépend du montant des réserves en devises. Le taux de change est irrévocablement fixe et le taux d'intérêt ne peut s'écartez du taux de la monnaie-étalon. Le *currency board* implique l'abandon de toute souveraineté monétaire. Qu'est-ce qui peut pousser un gouvernement à de telles extrémités ? C'est la recherche de deux objectifs liés entre eux : obtenir la confiance des marchés et restaurer la stabilité monétaire. Inutile de dire que les conséquences d'un tel régime sont drastiques. Elles ont entraîné une « dollarisation » des économies concernées, avec l'acceptation d'ajustements économiques extrêmement coûteux sur le plan social en cas de contraction de la masse monétaire. Le coût élevé du *currency board* nuit à sa crédibilité car les pays qui l'appliquent peuvent être suspectés de vouloir l'abandonner tôt ou tard.

Les zones monétaires

La plupart des pays ont cherché à stabiliser leurs monnaies par des régimes de change moins contraignants que les *currency boards* : ce sont les *zones monétaires* de fait. La grande majorité des pays recherchent un ancrage plus ou moins important de leur monnaie sur une monnaie de référence, même s'ils déclarent officiellement au FMI pratiquer un régime de flottement. C'est ainsi que l'on a été amené à distinguer les régimes de change *de facto*, effectivement appliqués, et *de jure*, déclarés au FMI. L'analyse des statistiques de taux de change permet en effet d'établir que, pour un grand nombre de monnaies, la volatilité des parités est nettement plus faible par rapport à l'une de ces deux monnaies que par rapport aux autres monnaies concurrentes ; c'est-à-dire que les autorités monétaires de ces pays cherchent à réduire les variations de leur monnaie par rapport à leur monnaie de référence. Une étude [Bénassy-Quéré et Cœuré, 2000] portant sur 107 pays confirme que la proportion de monnaies ancrées *de facto* est plus importante que le suggèrent les statistiques officielles (*de jure*) du FMI : 73,8 % des monnaies faisaient l'objet d'un ancrage *de facto* sur une monnaie ou un

panier de monnaies de référence (contre 39,6 % de *jure*) à la fin des années 1990 ; par ailleurs, le flottement pur ne concernait que 4 % des monnaies *de facto*, contre 30 % de *jure*.

Le fait que de nombreux pays aient décidé de participer à une « zone monétaire de fait » répond à deux séries d'objectifs. Il y a, en premier lieu, des préoccupations de nature commerciale. L'ancrage sur une monnaie de référence est fonction de l'importance des échanges libellés dans cette monnaie. En second lieu, il apparaît que le choix de ce régime de change est également souvent dicté par des impératifs de stabilisation macroéconomique. Un taux de change stable permet, en effet, de réduire l'inflation grâce à la stabilité des prix des produits importés et à la contrainte de compétitivité imposée aux producteurs nationaux. En revanche, la stabilisation des taux de change est susceptible d'avoir un coût en terme de croissance économique, comme le suggère l'expérience du système monétaire européen analysée plus loin (p. 100-102).

Dans les pays où la crédibilité de la banque centrale est faible, l'ancrage externe est un facteur de stabilisation interne. À cet égard, le cas des nouveaux membres de l'Union européenne (Hongrie, Pologne, Républiques tchèque et slovaque) est révélateur : leurs politiques de stabilisation ont largement utilisé l'ancrage sur l'euro pour maîtriser des évolutions nominales.

Faut-il renoncer à l'ancrage monétaire ?

Les politiques d'ancrage rigide des monnaies peuvent être dangereuses : un taux de change nominal fixe entraîne une dégradation continue de la compétitivité si le taux d'inflation domestique demeure supérieur à celui des concurrents. Les autorités doivent donc arbitrer entre les impératifs de stabilisation et les méfaits d'une appréciation réelle de leur monnaie. Cette surévaluation, outre le fait qu'elle défavorise les producteurs nationaux, risque d'entraîner tôt ou tard des attaques spéculatives fatales. C'est précisément la surévaluation des monnaies asiatiques ancrées d'une manière trop rigide sur le dollar, amplifiée par la hausse de la monnaie américaine au milieu des années 1990, qui est à l'origine des graves crises de change subies par les pays émergents d'Asie du Sud-Est en 1997-1998.

À la suite de ces crises, un débat s'est instauré sur le meilleur régime de change, notamment pour les pays émergents. L'expérience suggère que les régimes intermédiaires sont les plus

adaptés, dans la mesure où ils peuvent permettre de concilier, selon des degrés variés en fonction des objectifs recherchés, la stabilisation de la monnaie et la flexibilité nécessaire en cas de chocs. Une des leçons des années 1990 est le rôle déstabilisant de la libéralisation financière et des mouvements internationaux de capitaux. Pour contrer ce risque, deux types de mesures peuvent être prises. En premier lieu, l'instauration d'un contrôle des capitaux pour endiguer les flux financiers spéculatifs et permettre aux pays de préserver l'autonomie de leurs politiques économiques domestiques. Sous des formes variables, les contrôles de capitaux sont pratiqués par un grand nombre de pays en développement, ainsi que par des pays émergents tels que la Chine, l'Inde, le Chili et la Malaisie (p. 91). Le Fonds monétaire international, longtemps opposé à cette mesure, a reconnu récemment l'utilité des contrôles de capitaux dans les pays émergents [Korinek et Sandri, 2015].

La deuxième mesure est d'instaurer un ancrage souple sur un panier de monnaies de référence. La théorie des zones-cibles analysée précédemment (p. 74) peut fournir le cadre de telles politiques de change : chaque pays cherche à respecter un objectif de change défini à l'intérieur d'une bande large (+/- 10 %), ce qui est moins contraignant qu'un ancrage strict. La cible visée, qui peut être glissante et ne pas être révélée publiquement, correspond à un taux de change d'équilibre de référence pouvant être calculé par rapport à un panier comprenant les trois principales monnaies (dollar, euro et yen). Ces taux de change de référence doivent être définis dans le cadre d'une coopération régionale ou internationale.

IX / Les instruments des politiques de change

Les autorités monétaires nationales disposent de trois catégories d'instruments dont l'importance respective varie beaucoup en fonction des époques et du contexte : 1) la réglementation des changes, 2) les modifications de parités, et 3) les interventions des banques centrales sur les marchés.

Réglementation des changes et convertibilité des monnaies

Il existe une grande diversité de situations dans le monde quant à l'importance et à la nature du contrôle des changes. Tous les pays ont connu, à un moment donné de leur histoire, un dispositif réglementaire destiné à limiter les opérations susceptibles d'entraîner des pressions sur le cours de leur monnaie.

La convertibilité des monnaies

L'un des aspects essentiels des réglementations des changes concerne la convertibilité des monnaies. Une monnaie est convertible lorsque son détenteur peut l'échanger librement et sans limites contre toute autre monnaie. La convertibilité repose sur une double obligation de la part du pays émetteur de la monnaie : la banque centrale de chaque pays doit, d'une part, racheter sa propre monnaie à la demande de ses partenaires, et d'autre part, garantir la libre circulation de sa monnaie sur les marchés.

Ce n'est qu'à partir de 1958 que les principaux pays européens à économie de marché ont commencé à pratiquer la convertibilité externe de leur monnaie. Dans les pays en

développement dont les monnaies sont souvent fragiles et les paiements extérieurs déséquilibrés, la convertibilité est limitée par des mesures administratives. Certaines de ces restrictions aboutissent à une *segmentation du marché des changes*, accompagnée d'une pluralité de taux de change suivant la nature des biens échangés dont le but est de décourager certaines importations (biens de luxe) ou de favoriser d'autres importations (biens de première nécessité).

C'est ainsi que la plupart des pays africains imposent des restrictions rendant leurs monnaies pratiquement inconvertibles, ce qui a entraîné le développement de *marchés parallèles*, des marchés « libres » fonctionnant parallèlement aux marchés réglementés. Le FMI et la Banque mondiale cherchent à décourager cette forme de protection, alors que la plupart des pays du Sud n'ont pas les moyens de satisfaire les obligations liées à la convertibilité de leur monnaie.

Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) se sont engagés, à partir de 1990, au lendemain de la chute du mur de Berlin, dans des politiques accélérées de libéralisation commerciale et financière, dont la convertibilité externe de leurs monnaies. Ce choix d'un retour brutal à la convertibilité de la part des PECO, sous la pression de la communauté internationale, contraste avec la prudence de la plupart des pays en développement et le gradualisme des pays d'Europe occidentale et du Japon qui ont mis plus d'une décennie à rendre leurs monnaies convertibles après la Seconde Guerre mondiale.

Le processus de déréglementation des changes

La réglementation des changes a été pratiquement levée dans les pays industrialisés à économie de marché au milieu des années 1980. Les pays de l'Union européenne ont aboli leurs barrières réglementaires avec la création du « marché unique » des capitaux en 1990. En France, le contrôle des changes a été assoupli à partir de 1986, pour aboutir à une libéralisation complète en 1989. Parmi l'imposante panoplie de restrictions qui ont été levées, un premier groupe de mesures était destiné à limiter l'ampleur du termeillage en limitant les possibilités d'achat à terme de devises par les importateurs et en obligeant les exportateurs à rapatrier et à céder rapidement contre franc leurs recettes en devises. Une deuxième catégorie de mesures avait pour objectif de limiter la capacité des non-résidents à

spéculer contre le franc : c'est en particulier l'interdiction faite aux banques françaises de prêter leur propre devise aux non-résidents dans un souci de limiter les capacités spéculatives de ces derniers.

Il faut noter que la libéralisation des opérations financières internationales n'implique pas l'absence totale de règles. On assiste, au contraire, à un processus de reréglementation, avec la mise en place de nouvelles règles qui diffèrent des systèmes de contrôle antérieurs sur deux points. Il s'agit, en premier lieu, de *règles prudentielles* proposées notamment aux banques afin de les inciter à se protéger contre les risques de taux d'intérêt et de change (cf. p. 20). Par ailleurs, ces règles sont désormais souvent communes aux pays industriels, étant décidées conjointement par les autorités monétaires nationales dans le cadre d'accords de surveillance multilatérale.

Deuxième remarque : l'expérience des pays industrialisés suggère que le processus de libéralisation monétaire doit être *graduel*. On peut penser que les crises financières graves essuyées par les pays émergents (Mexique en 1994, pays d'Asie du Sud-Est en 1997, Russie en 1998, Brésil en 1999, Argentine en 2001) ne sont pas sans rapport avec la brutalité de la libéralisation financière opérée dans ces pays. Il est désormais admis que libéralisation implique l'existence préalable d'un système bancaire et financier solide.

Il convient d'ailleurs de souligner que les statuts du FMI (article 8), qui définissent les obligations des pays membres, renvoient à une notion de libéralisation partielle, dans la mesure où elle demande aux États d'éliminer les entraves aux paiements ayant trait aux seules transactions courantes. Les pays en voie de développement et émergents ne sont donc pas tenus de libéraliser totalement les opérations financières enregistrées dans leur balance des capitaux. Plusieurs pays, notamment le Chili et la Colombie, ont ainsi introduit de fortes restrictions à l'entrées de capitaux, sous forme de réserves obligatoires sur les dépôts en dollars dans les banques. Il est reconnu que ces mesures, couplées à des politiques économiques rigoureuses, ont protégé efficacement ces pays contre l'instabilité liée à la crise mexicaine, dite « tequila », de 1994-1995 [Budnevich et Le Fort, 1997]. De même, on a pu constater que le contrôle des sorties de capitaux, tel qu'il a été pratiqué par la Malaisie en 1998-1999, peut être une arme efficace contre les effets déstabilisants de la spéculation [Boyer, Dehove et Plihon, 2004].

Les modifications de parités

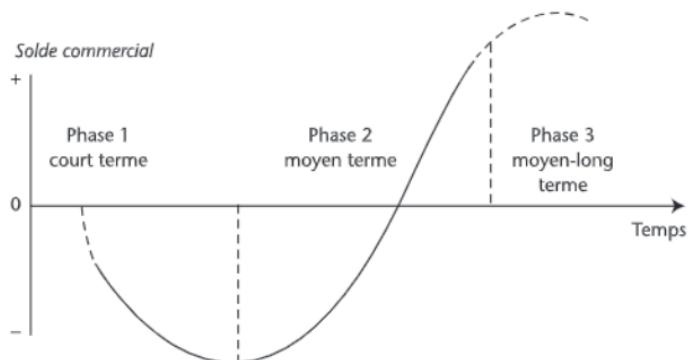
Les modifications de parités sont une arme de politique économique dont l'objectif premier est d'agir sur l'équilibre de la balance des paiements. Les modifications de parités sont qualifiées de dévaluations (ou de réévaluations) en régimes de changes fixes ou assimilés, et de dépréciation (ou appréciation) en changes flottants. Un pays recourt généralement à la dévaluation (ou dépréciation) de sa monnaie pour améliorer la compétitivité-prix de ses entreprises et redresser son solde commercial. Un exemple permettra d'illustrer ce résultat : prenons le cas du marché de la machine-outil entre le Royaume-Uni et la France et supposons que le taux de change soit de 2 euros pour 1 livre sterling. On admet par ailleurs que les entreprises fixent leurs prix dans leur monnaie nationale, ce qui est conforme à l'usage commercial. Les autorités monétaires britanniques décident de laisser la livre se déprécier de 10 % pour essayer de rétablir l'équilibre des échanges extérieurs : le taux de change passe à 2,2 euros pour 1 livre sterling. Une machine-outil fabriquée en Grande-Bretagne qui valait initialement 1 million de livres, soit 2 millions d'euros, ne coûte plus que 1,8 million d'euros pour un importateur français après la dépréciation ; car le prix de la machine-outil britannique est resté constant en livres, mais a baissé de 10 % en euros.

Symétriquement, la même machine-outil fabriquée en France qui coûtait 2 millions d'euros, soit 1 million de livres, vaut 2,2 millions de livres en Grande-Bretagne à la suite de la dépréciation de la livre. Résultat : les machines-outils britanniques deviennent plus compétitives sur les marchés français et britannique. La balance commerciale du Royaume-Uni s'améliore car les exportations britanniques vers la France sont stimulées tandis que les importations britanniques venant d'outre-Manche sont freinées.

Les effets d'une dévaluation (ou dépréciation)

Les dévaluations produisent ainsi deux types d'effets : elles agissent d'abord sur les *prix* des importations et des exportations, puis sur les *volumes* (les quantités) importés et exportés. Dans la réalité, la dynamique des dévaluations résulte du jeu de ces deux types d'effets et de leur décalage dans le temps. Elle s'ordonne autour de trois phases :

Schéma 2. Dynamique de la dévaluation : la courbe en J



— à court terme (moins d'un an), une dépréciation commence par aggraver le déficit commercial car le prix des importations exprimé en monnaie nationale augmente rapidement, tandis que le prix des exportations reste constant. Il y a une dégradation des termes de l'échange, définis comme le rapport : prix des exportations/prix des importations ;

— à court-moyen terme (entre un et quatre ans), la dévaluation a des effets favorables sur la balance commerciale car les échanges en volume bénéficient progressivement des gains de compétitivité : le pays importe moins de biens étrangers, devenus plus coûteux, et accroît ses exportations dont les prix exprimés en monnaies étrangères ont baissé ;

— à moyen-long terme, les effets de la dévaluation s'atténuent progressivement, le bénéfice initial de compétitivité étant rogné par la propagation de l'inflation importée à la suite de la hausse des prix des importations.

Les deux premières phases définissent ce qu'on appelle la *courbe en J*, qui décrit la trajectoire du solde commercial à la suite d'une dévaluation, marquée par une dégradation suivie d'une amélioration. En cas de réévaluation d'une monnaie : les effets sont en principe symétriques ; on a un processus inversé dit de *courbe en croise*.

La théorie économique a défini les conditions à saisir pour que les effets défavorables d'une dévaluation, qui se manifestent dans la première phase de la courbe en J, soient moins importants que les effets favorables sur les quantités échangées. C'est

le « théorème des élasticités critiques » de Marshall-Lerner qui s'exprime ainsi : *une dévaluation concourt au rétablissement de la balance commerciale lorsque la somme des élasticités des volumes importés et exportés par rapport au taux de change est supérieure à l'unité.* Ce théorème célèbre signifie simplement que la réussite d'une dévaluation implique que l'amélioration des échanges en volume soit plus que proportionnelle au renchérissement des importations, libellées en devises.

Les dévaluations sont-elles encore efficaces ?

La plupart des pays semblent satisfaire les conditions de Marshall-Lerner (M.-L.). En fait, on s'est aperçu que les conditions de M.-L. peuvent être assouplies lorsque les comportements de fixation de prix sont pris en compte : ce théorème suppose, en effet, que le prix des importations augmente mécaniquement à proportion de la dévaluation. Or, dans la réalité, les producteurs étrangers sont conduits à baisser leurs prix dans leur monnaie pour limiter la hausse des tarifs exprimés en monnaie locale. Les entreprises ont ainsi un *comportement de marge* qui les amène à moduler leurs prix en fonction de l'état de la concurrence sur les marchés. L'économétrie suggère qu'une *baisse de 1 % du taux de change augmente les prix des importations de 0,66 % (au lieu de 1 %, selon M.-L.)* et, pour des raisons symétriques, celui des exportations de 0,33 % (au lieu de 0 %). On montre que, dans ces conditions, une dévaluation est bénéfique si la somme des élasticités-prix des volumes est supérieure à 1/3, et non à 1.

Pourtant les bienfaits des dévaluations ont été récemment remis en cause. Les dévaluations peuvent avoir, en effet, un coût important par suite de l'*inflation importée* qu'elles génèrent. D'après les modèles économétriques, *une dépréciation de 10 % se traduit par une hausse des prix à la consommation de 3 % à 4 % au bout de deux ans.* Si les salaires sont fortement indexés sur les prix, une *spirale prix-salaire* risque de s'enclencher qui détruit rapidement les gains de compétitivité induits par la dévaluation. C'est seulement dans le cas où *l'indexation des salaires sur les prix est partielle* qu'une dévaluation peut avoir des effets bénéfiques durables. Une dévaluation réussie a donc nécessairement un impact dépressif sur le pouvoir d'achat des salaires.

Par ailleurs, et c'est une des limites du théorème des élasticités critiques qui ne s'intéresse qu'aux effets-prix sur la *demande*, une

dévaluation n'est efficace que s'il existe des capacités d'offre disponibles rentables et adaptées à la demande. L'échec des dévaluations du franc en 1981 et 1982 provient largement de ce que cette condition n'était pas remplie : l'industrie française n'a pas été capable alors de produire les chaînes hi-fi et les magnétoscopes que les consommateurs demandaient.

La situation des paiements extérieurs des États-Unis a également conduit à mettre en doute l'efficacité d'une baisse du taux de change pour résorber un déficit extérieur important. En effet, le solde des paiements courants des États-Unis n'a cessé de se dégrader depuis le début des années 1990, pour dépasser 8 % du PIB en 2009. Cette insensibilité du solde extérieur au taux de change a été expliquée par l'effet d'hystérose. Un pays qui perd des parts de marché lorsque sa monnaie s'apprécie ne parvient pas à regagner celles-ci lorsque son taux de change se déprécie car il lui est difficile d'évincer ses concurrents.

La situation défavorable des pays en développement

D'une manière générale, on sait que les conditions de Marshall-Lerner ne sont pas suffisantes lorsqu'il s'agit de rétablir une balance commerciale fortement déficitaire. En ce cas, en effet, l'impact négatif du renchérissement s'applique à des importations qui sont au départ beaucoup plus importantes que les exportations. L'effet défavorable d'une dévaluation sur les termes de l'échange (première phase de la courbe en J) peut alors l'emporter sur les effets positifs. Ce résultat a d'importantes implications pour la politique économique, notamment dans le cas des pays en développement dont les échanges extérieurs sont souvent très déficitaires : si un pays prévoit de dévaluer sa monnaie, il doit le faire avant que la dégradation de sa balance commerciale ne soit trop importante.

Les analyses précédentes ne portent que sur la balance commerciale (ou courante) et ne prennent pas en compte l'impact d'une variation du taux de change sur la balance des capitaux. Or, avec la montée en puissance de la finance internationale, ces effets sont devenus très importants. Et ils sont de nature très différente selon les pays. Ainsi, pour les États-Unis, une dépréciation du dollar a un impact favorable sur la balance des capitaux car elle entraîne une revalorisation des créances américaines (libellées à hauteur de 70 % en monnaies étrangères) tandis que les dettes américaines ne sont pas affectées car elles sont libellées en dollar.

Les **pays en développement** et émergents sont dans une situation symétrique. N'ayant pas le privilège d'émettre des monnaies à usage international, à la différence des États-Unis, ces pays subissent une contrainte forte, qualifiée de « **pêché originel** » [Eichengreen, Haussman et Panizza, 2003] : ils sont obligés de financer leur déficit extérieur avec une dette en dollar (ou, dans une moindre part, en euro), et non dans leur propre monnaie. Donc toute dépréciation de leur monnaie entraîne un renchérissement de la charge de leur dette extérieure (intérêts et remboursements). De plus, ce « **pêché originel** » déséquilibre la structure des bilans des banques de ces pays, en ce qui concerne leur composition en devises et en monnaie nationale. Ce phénomène, qualifié de **currency mismatch**, est un important facteur de fragilité des systèmes bancaires des pays en développement et émergents. Il contribue à expliquer les « **crises jumelles** », bancaire et cambiaire, qui ont frappé les pays émergents (cf. p. 69).

Les interventions publiques sur les marchés

Actuellement, dans la plupart des pays, les banques centrales — garantes de la stabilité monétaire — surveillent et régularisent les cours de change. Lorsqu'elles cherchent à influencer l'évolution des cours de change, les autorités monétaires interviennent — souvent conjointement — sur le marché des changes et sur le marché monétaire.

La majeure partie des interventions des banques centrales sur le marché des changes ont lieu au comptant. Leur principe est simple : elles consistent à acheter ou à vendre des devises afin d'agir sur l'équilibre du marché.

Les interventions stérilisées

Outre leur action sur l'équilibre du marché des changes, les interventions au comptant affectent directement la liquidité de l'économie, les taux d'intérêt, et par voie de conséquence le taux de change à terme. Supposons que la Banque centrale européenne (BCE) achète de l'euro et cède de la devise sur le marché pour soutenir celui-ci et éviter qu'il se déprécie ; la liquidité en euro est réduite, ce qui entraîne une hausse relative des taux d'intérêt sur cette monnaie. À l'inverse, un achat de devise contre euro entraîne un accroissement des liquidités dans la

monnaie européenne et une baisse du taux d'intérêt à court terme sur l'euro. Ces effets secondaires sur les marchés monétaires peuvent être désirés. Dans le cas contraire, la banque centrale cherche à les neutraliser en pratiquant ce qu'on appelle des **interventions stérilisées**, c'est-à-dire des **interventions n'affectant pas le niveau des taux d'intérêt et des agrégats monétaires**. Les interventions stérilisées ont pour objet de permettre aux banques centrales de **dissocier, au moins temporairement, leurs objectifs d'équilibre interne et externe**, ceux-ci pouvant être contradictoires à certains moments.

Les principales techniques de stérilisation des interventions sur le marché des changes utilisées par les banques centrales sont les **opérations d'open market** avec les banques commerciales. Par exemple, lorsque la BCE vend de l'euro au comptant contre dollar, elle peut procéder simultanément à des *swaps emprunteurs d'euro* (prêts de dollar et emprunts d'euro) avec des banques commerciales sur les places européennes. Il en résulte une diminution de la liquidité euro et un accroissement de la liquidité dollar qui compensent l'impact initial de l'intervention au comptant de la BCE.

La manipulation des taux d'intérêt

Parallèlement à leurs interventions sur le marché des changes, **les banques centrales peuvent être amenées à agir sur les taux d'intérêt pour atteindre leur objectif de change**. Dans certaines circonstances, la manipulation des taux d'intérêt est une nécessité. Ainsi, pour les monnaies faibles, les autorités monétaires doivent généralement pratiquer une politique de taux d'intérêt nominaux élevés afin de compenser le risque de dépréciation future de leurs monnaies : c'est ce qu'enseigne la **parité non couverte des taux d'intérêt** (cf. p. 37).

Lorsqu'elles ont un objectif de stabilité de leurs parités, **les banques centrales sont amenées à mener des politiques actives de taux d'intérêt qui sont devenues un complément indispensable des interventions sur le marché des changes**. L'objectif de stabilité des changes est très contraignant pour la politique monétaire dans le contexte de la finance libéralisée. Ce constat est illustré par le *triangle d'incompatibilité*, mentionné p. 79, selon lequel il ne peut y avoir simultanément autonomie de la politique monétaire, fixité des taux de change et mobilité des capitaux.

Les interventions publiques sont-elles efficaces ?

Les interventions publiques sur les marchés influencent le processus de détermination des taux de change par deux canaux principaux. Tout d'abord, les interventions agissent directement sur les conditions de l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché des changes. Cette action se produit à travers des *effets de portefeuille* : les variations des taux de change et des taux d'intérêt induites par les interventions publiques amènent, en effet, les investisseurs privés à modifier la composition par devises de leurs portefeuilles, ce qui affecte les taux de change [Dominguez et Frankel, 1993].

En second lieu, les interventions permettent aux autorités monétaires d'envoyer des signaux aux opérateurs sur les marchés : c'est l'*effet d'« annonce » (signalling effect)* qui fonctionne ainsi : les taux de change reflètent souvent les anticipations concernant les politiques macroéconomiques futures. Comme les autorités monétaires disposent d'informations sur la politique future, elles peuvent donner de façon crédible des indications sur cette dernière par l'intermédiaire de leurs interventions. Les interventions « stérilisées » peuvent être considérées comme un bon système d'annonce car, dans la mesure où les signaux sont stérilisés, ils peuvent être émis rapidement sans affecter l'économie réelle.

La question de l'efficacité des interventions publiques a fait l'objet d'un vaste débat [Trésor, 1999]. Au début des années 1980, au moment où les autorités monétaires furent impuissantes à enrayer la hausse du dollar, la thèse dominante était celle de l'inefficacité des interventions publiques. La récurrence des crises de change au cours des années 1990 pose à nouveau la question de l'efficacité des interventions publiques sur les marchés. Il apparaît que les autorités monétaires ne peuvent guère s'opposer à des mouvements de capitaux spéculatifs tels que ceux qui ont conduit à l'implosion du SME en 1992-1993 et aux crises de change des pays émergents des années suivantes. Les masses financières susceptibles de se déplacer à l'échelle internationale sont largement supérieures aux réserves de change détenues par les banques centrales, estimées globalement à environ 10 921 milliards de dollars en 2015 (tableau VIII, p. 99). Selon les analyses théoriques des crises récentes (voir p. 68), l'inefficacité des interventions publiques en période de crise serait liée au caractère autoréalisateur de la spéculation déclenchée par une perte de crédibilité des autorités monétaires. Pour résumer, il

apparaît que l'effet direct des interventions publiques — le premier canal mentionné ci-dessus — ne peut guère être puissant en période de crise. On a cependant constaté ces dernières années que certaines banques centrales étaient intervenues assez massivement sur le marché des changes [Lagerblom et Levy-Rueff, 2006] : en témoignent les fortes augmentations des réserves de change du Japon et de la Chine de 2010 à 2015 destinées à éviter la hausse du yen et du yuan (tableau VIII).

Tableau VIII. Réserves officielles de change

| | Décembre 2015 | Variations 2010-2015 | |
|----------------------------|---------------|----------------------|----------------|
| | Milliards \$ | % | Milliards \$ |
| Pays industrialisés | 2 364 | 22 | + 791 |
| <i>Dont :</i> Zone euro | 246 | 2 | + 52 |
| Japon | 1 180 | 11 | + 181 |
| Asie émergente | 5 461 | 50 | + 1 424 |
| <i>Dont :</i> Chine | 3 330 | 30 | + 931 |
| Amérique latine | 686 | 6 | + 216 |
| Autres pays | 2 419 | 22 | + 627 |
| TOTAL | 10 921 | 100 | + 2 755 |

Source : Banque des règlements internationaux, *Rapport annuel 2016*.

Même lorsqu'elles sont relativement faibles, les interventions des banques centrales peuvent influencer les anticipations et l'opinion du marché (effet d'annonce), à condition que le moment en soit stratégiquement choisi et qu'elles soient habilement menées. Deux conditions doivent être réunies : les signaux doivent être clairs, ce qui implique notamment qu'ils soient accompagnés de mesures de politique monétaire et/ou budgétaire montrant la détermination des autorités monétaires ; en second lieu, les interventions doivent être concertées entre pays afin d'avoir un impact maximum sur les anticipations du marché. Les progrès réalisés dans le domaine de la concertation internationale au sein du G7, notamment à la suite des accords du Plaza (1985) et du Louvre (1987), avaient alors favorisé l'équilibre du marché. L'affaiblissement de la coopération internationale dans les années qui ont suivi n'est peut-être pas étranger à la montée de l'instabilité des changes.

X / Les stratégies nationales de change

Même si leur contrôle par les autorités monétaires est devenu de plus en plus difficile, les taux de change restent une **arme de politique économique**. Ils peuvent, en effet, contribuer efficacement à atteindre les principaux objectifs de politique économique et, au-delà, à asseoir la puissance économique et financière des États nationaux. Toutefois, la gestion actuelle des relations monétaires internationales implique une coopération plus poussée entre États et peut conduire, dans certains cas, à un **dépassement des nationalismes monétaires**.

Les taux de change : une arme de politique économique

Les politiques de change sont une composante importante des politiques économiques nationales. Ainsi que l'illustre l'**histoire économique récente**, ces politiques peuvent **jouer un rôle essentiel dans la mise en œuvre des politiques de stabilisation macroéconomique et, à plus long terme, des politiques industrielles et financières des États.**

Taux de change et stabilisation macroéconomique : le cas du SME

Le taux de change est un des canaux de transmission principaux de la politique monétaire. L'évolution du taux de change influe directement sur le rythme de l'inflation. Ainsi une appréciation du change se traduit par de la « **désinflation importée** » : la hausse de la parité induit mécaniquement une baisse des prix des biens importés et, par le jeu de la boucle prix-salaires, une baisse de l'inflation dans l'économie. L'effet est d'autant plus

Le modèle « Mundell-Fleming » : l'impact des régimes de change sur les politiques économiques

Élaborée dans les années 1960, cette approche a eu le mérite de fournir un cadre d'analyse cohérent et simple pour étudier des économies ouvertes. L'une de ses conclusions principales est que l'efficacité des politiques macroéconomiques dépend de deux facteurs principaux : le régime de change, et la mobilité internationale des capitaux. Supposons une mobilité parfaite des capitaux, ce qui correspond largement à la situation actuelle de l'économie mondiale, à l'issue du processus de globalisation financière. On a alors les résultats suivants :

— en régime de changes fixes : la politique budgétaire est plus efficace que la politique monétaire. En effet, une politique budgétaire expansionniste entraîne une hausse du taux d'intérêt domestique suite à l'émission supplémentaire de titres publics qui en résulte. Les capitaux étrangers sont attirés par la hausse du taux d'intérêt, ce qui induit de la création monétaire. En effet, la Banque centrale doit intervenir pour empêcher l'appréciation du change ; elle augmente ses réserves de change et crée de la monnaie nationale

à cette occasion. Cette création monétaire réduit la hausse initiale des taux d'intérêt, ce qui est favorable à la croissance économique. À l'inverse, une politique monétaire expansionniste se serait traduite par une baisse du taux d'intérêt, ce qui aurait entraîné des sorties de capitaux et une diminution de la masse monétaire, avec des effets restrictifs sur la croissance ;

— en régime de changes flottants : la politique monétaire est plus efficace que la politique budgétaire. Une politique budgétaire expansionniste se traduit, en effet, par une appréciation du change induite par la hausse du taux d'intérêt, ce qui est défavorable à la croissance économique. À l'inverse, une politique monétaire expansionniste amène une baisse du taux d'intérêt et une dépréciation du change qui favorise la croissance en pesant sur les importations et en stimulant les exportations.

Les mêmes résultats sur l'efficacité relative des politiques monétaire et budgétaire sont obtenus dans le contexte de politiques restrictives.

Ce modèle a eu beaucoup de succès mais il a d'importantes limites car il ignore de nombreux aspects de l'équilibre économique, notamment l'influence des variations de change sur les prix et les salaires, ainsi que le rôle des anticipations et des effets de richesse.

fort que les importations représentent une part significative du PIB. Comme on l'a vu plus ci-dessus, à propos des zones monétaires (cf. p. 86), l'efficacité des politiques de change a été renforcée dans les pays qui ont pratiqué des stratégies d'ancrage de leurs monnaies, en permettant à ces derniers d'importer la discipline anti-inflationniste du pays-ancre.

L'expérience la plus patente à ce sujet est celle du système monétaire européen (SME). En créant le SME, en mars 1979, les pays européens se sont alignés, plus ou moins rapidement, sur le modèle allemand, donnant désormais la priorité à la stabilité

monétaire. De ce point de vue, le bilan du SME est positif. Les rythmes d'inflation ont convergé et se sont réduits : l'inflation moyenne des pays membres est passée de 11,2 % à moins de 2 % de 1980 à 1999, ce qui est un ralentissement plus marqué que dans les autres pays industriels de l'OCDE. Par ailleurs, le SME s'est traduit par une moindre volatilité des taux de change.

Tableau IX. Zone euro et États-Unis
(Performances économiques comparées, 2008-2015)

| En % | Inflation (a) | Croissance (b) | Chômage (c) |
|------------|---------------|----------------|-------------|
| États-Unis | 1,8 | 1,3 | 7,7 |
| Zone euro | 1,7 | 0,0 | 10,4 |

(a) Taux de croissance moyens annuels des prix de la consommation privée ; (b) Taux de croissance moyens annuels du PIB réel ; (c) Taux de chômage moyens annuels standardisés ; (d) Union européenne à Quinze.

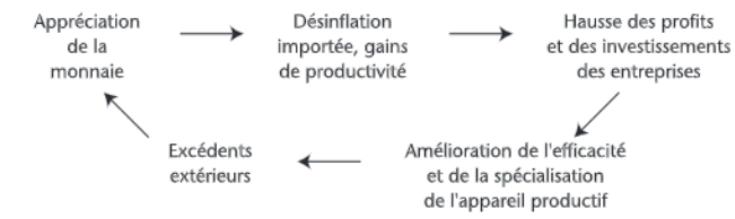
Sources : Eurostat et OCDE.

Le succès du SME dans le domaine de la stabilité monétaire a eu un coût élevé en termes de croissance et de chômage. Ces mauvaises performances ont continué après la création de la zone euro en 1999. Du fait de la poursuite de politiques restrictives et de l'absence de véritables politiques communes, la zone euro a été la région la plus déprimée parmi les pays riches depuis le début de la crise, avec une croissance cumulée nulle de 2008 à 2015, et avec un taux de chômage élevé [Stiglitz, 2017]. C'est ce qu'illustre le tableau IX qui compare les performances des États-Unis et de la zone euro.

Le cercle vertueux de la monnaie forte

La thèse du cercle vertueux de l'appréciation du change, que le débat économique a opposée à la dynamique favorable de la dévaluation compétitive, a exercé une grande influence. Celle-ci a, en effet, servi de fondement à la politique dite de « désinflation compétitive » menée en France depuis la fin des années 1970. Cette conception continue d'inspirer les politiques économiques en Europe, plus particulièrement la politique monétaire de la zone euro. Cette approche suppose qu'un taux de change fort :

Schéma 3. Effet du taux de change fort



- favorise la désinflation importée, ce qui réduit le risque de politiques économiques restrictives destinées à lutter contre l'inflation ;
- améliore les termes de l'échange et le solde commercial à court terme ;
- accroît les profits des entreprises grâce au moindre coût des inputs importés ; ces deux derniers effets favorables n'ont lieu que si la dégradation de la compétitivité-prix a un effet limité sur les parts de marché des entreprises.

Tous ces facteurs créent un contexte stimulant pour les investissements. Sensibles à l'amélioration de leurs profits, soucieuses de préserver leurs parts de marché, les entreprises investissent et rationalisent leur production pour dégager des gains de productivité et redéployer leur activité vers les productions moins sensibles aux effets monétaires. Les entreprises cherchent à améliorer leur **compétitivité structurelle**, fondée sur des facteurs autres que les prix (*cf. ci-dessous*).

Selon cette analyse, l'appréciation du change, qui accroît la pression concurrentielle sur les entreprises en réduisant leur compétitivité-prix, a deux effets positifs. D'une part, elle pousse les entreprises à améliorer leur efficacité. En second lieu, la spécialisation de l'appareil productif s'améliore en se redéployant vers les secteurs à haute technologie, bénéficiant d'une demande forte et peu sensible au facteur prix.

Il faut remarquer toutefois, pour terminer, que la désinflation compétitive est une **stratégie non coopérative de concurrence monétaire** entre les pays qui la pratiquent. En tant que telle, cette politique est **sous-optimale car elle a des effets externes négatifs sur les pays concurrents**.

Le change au service de l'industrie et de la finance : les cas de l'Allemagne et du Japon

La politique de change n'est pas utilisée uniquement pour agir sur les déséquilibres macroéconomiques ; c'est aussi une arme de politique industrielle et financière [Mistral, 2014]. Les expériences de l'Allemagne et du Japon sont exemplaires à cet égard. Pour asseoir leur puissance industrielle, ces deux pays se sont, en effet, appuyés dans la période d'après-guerre sur des politiques de change agressives et qui présentent certaines similitudes.

Ainsi, la Banque centrale allemande a-t-elle mené une politique de sous-évaluation systématique de sa monnaie, opérant des dévaluations successives, pendant les années 1949-1965. Il est bien connu aujourd'hui que les bases industrielles du «miracle allemand» ont été jetées pendant cette période [Demotes-Mainard, 1989]. Puis, reconstruite et modernisée, l'économie ouest-allemande a, dans un second temps, appliqué une stratégie de monnaie forte. Depuis le milieu des années 1960 et jusqu'aux années 1990, le taux de change effectif du mark s'est apprécié de plus de 3 % par an en moyenne ; parallèlement, l'Allemagne a connu des excédents extérieurs quasi permanents et l'un des rythmes d'inflation les plus bas. En revanche, sa croissance économique a été en moyenne plus faible que dans l'ensemble des pays de l'OCDE.

L'exemple du Japon illustre également l'idée selon laquelle une stratégie de monnaie faible est d'une efficacité redoutable pour développer une industrie puissante. De la fin des années 1960 au milieu des années 1980, les responsables japonais ont pratiqué une politique systématique de sous-évaluation du yen dans le but de stimuler les exportations et de protéger le marché intérieur contre la concurrence étrangère [Sautter, 1987]. C'est ainsi que la compétitivité-prix des entreprises japonaises, mesurée par les prix relatifs à l'exportation corrigés de l'évolution du yen, s'améliore de plus de 15 points de 1970 à 1985.

Mais le Japon a été amené à changer de stratégie sous la pression des États-Unis. Le déficit américain vis-à-vis du Japon — qui a atteint 55 milliards de dollars en 1986 — devenait insupportable. Les accords Oba-Sprinkel, rendus publics en mai 1984, fixent les étapes de la déréglementation financière du Japon destinée à libérer la formation de la parité yen/dollar. Comme on peut le constater sur le graphique 2 (cf. p. 50), le yen s'est effectivement fortement apprécié contre dollar (+ 100 % de 1985

à 1995) mais l'excédent japonais a continué de croître, culminant à 132 milliards de dollars en 1993. C'est qu'en fait la revalorisation du yen favorise désormais la montée en puissance industrielle et financière du Japon. L'industrie nipponne est entrée dans une nouvelle phase : une part importante des gains extérieurs sont réalisés sur des produits à haute technologie et à forte valeur ajoutée. La nouvelle spécialisation industrielle du Japon, fondée sur des avantages hors coûts importants, est devenue cohérente avec une logique de monnaie forte.

L'appréciation du yen a également contribué à accroître le poids financier du Japon. Celle-ci a notamment permis aux banques et aux entreprises nipponnes d'asseoir leur stratégie extérieure sur une base financière revalorisée : les actifs étrangers apparaissent bon marché et les investisseurs japonais jouent un rôle important sur les marchés internationaux, notamment aux États-Unis.

Bien entendu, la montée de la puissance industrielle et financière du Japon ne peut être totalement expliquée par l'efficacité de la politique de change. Cette dernière s'intègre dans une stratégie globale mise en œuvre de façon systématique depuis la guerre et qui repose sur un effort de productivité industrielle sans précédent. La stratégie de change du Japon, comme celle de l'Allemagne, s'est déroulée en deux étapes. Dans un premier temps, jusqu'au milieu des années 1980, le Japon a accumulé des avantages-coûts grâce à la sous-évaluation du yen, ce qui lui a permis de bâtir une industrie puissante, source d'excédents extérieurs structurels. Ensuite, à partir du milieu des années 1980, les autorités nipponnes laissent le yen s'apprécier fortement. Il en résulte une dégradation des avantages coûts qui est compensée par la construction d'avantages hors coûts rapidement croissants. La crise financière et économique traversée par le Japon au cours des années 1990, qui a entraîné une dépréciation de plus de 35 % du yen contre dollar de 1995 à 1998, n'a pas remis en cause la position dominante acquise par l'empire du Levant.

La Chine sur les traces de l'Allemagne et du Japon ?

Depuis les années 1990, la Chine a fondé sa stratégie de développement sur la croissance de ses exportations. Son entrée à l'Organisation mondiale du commerce en 2001 s'inscrit dans cette perspective. La part de la Chine dans les exportations mondiales est passée de 3 % en 2000 à 10 % en 2009. La Chine est devenue en 2010 le premier exportateur mondial, devant

l'Allemagne. Le poids de l'excédent commercial de la Chine a néanmoins baissé passant de 6,8 % à 2 % du PIB de 2008 à 2010, notamment sous l'effet de la crise. Et ses réserves de change n'ont cessé d'augmenter pour dépasser les 3 000 milliards de dollars en 2015, soit près du triple des réserves du Japon (*cf. tableau VIII, p. 99*). Pour nombre d'observateurs, ces performances exceptionnelles résultent en grande partie d'une sous-évaluation délibérée du yuan, comprise entre 20 % et 50 %, selon les estimations [Coudert et Couharde, 2005]. La politique de change de la Chine a, en effet, consisté à ancrer le yuan sur le dollar, pour éviter son appréciation, ce qui a amené la Banque centrale à acheter des dollars en grande quantité. Sous la pression des États-Unis, la Chine a décidé de mettre fin au *peg* avec le dollar le 21 juillet 2005, acceptant une modique appréciation symbolique du yuan de 1,1 % ! Une dose de flexibilité a été introduite pour le taux de change du yuan avec, d'un côté, le rattachement à un panier de monnaies (dont la composition n'est pas connue) et, d'autre côté, la possibilité pour le yuan de fluctuer, par rapport au cours de clôture de la veille, dans une bande de +/- 0,3 % contre le dollar et de +/- 1,5 % vis-à-vis des autres devises.

La sous-évaluation du yuan doit cependant être relativisée. La compétitivité de la Chine vient d'abord de ses coûts salariaux extrêmement bas (le coût horaire moyen du travail est inférieur à un dollar, contre plus de vingt dollars aux États-Unis et en Europe). Mais, surtout, il y a un important chômage déguisé en Chine, estimé à plus de 150 millions de travailleurs. La sous-évaluation du yuan est fortement réduite si l'on calcule un taux de change d'équilibre intégrant ce déséquilibre interne de l'économie chinoise.

Compétitivité hors coûts et spécialisation internationale

La compétitivité hors coûts, fondement de la puissance industrielle actuelle de l'Allemagne et du Japon, renvoie à un ensemble complexe de facteurs qui permettent à un pays d'améliorer ses performances extérieures sans recourir, ni à un freinage de sa demande intérieure, ni à des pressions sur les coûts, ni à des dépréciations du taux de change [Couharde et Mazier, 1998]. Parmi les facteurs les plus couramment avancés, on trouve la différenciation des produits selon une logique horizontale par accroissement de la diversité des produits, ou selon une logique verticale en jouant sur la qualité, le développement de réseaux de coopération entre partenaires industriels, commerciaux et

financiers, ou encore la mobilisation d'infrastructures publiques et privées en matière de communication, recherche et formation. Le développement d'avantages hors coûts au Japon peut être rapproché de ses efforts soutenus en matière d'investissement, de recherche et d'éducation. De même, les avantages hors coûts allemands trouvent leurs fondements dans la structuration de l'industrie en grands pôles de compétitivité autour de la mécanique, des moyens de transport et de la chimie.

L'un des enseignements des expériences allemande et japonaise est, sans doute, que des stratégies de change différentes doivent accompagner le processus d'industrialisation d'un pays, en fonction des étapes de son développement. Ainsi, il n'est pas sûr que des politiques de monnaie forte, favorables aux pays industrialisés, soient adaptées à des pays en voie d'industrialisation.

Vers un dépassement des nationalismes monétaires ?

Dans le passé, les stratégies de change menées par les principaux protagonistes du système monétaire international (SMI) — États-Unis, Japon, Allemagne et, plus récemment, la Chine — ont été fondées sur des conceptions nationalistes : le change a été un moyen de rechercher une plus grande autonomie des politiques économiques, de protéger les marchés intérieurs ou de prendre des parts de marché aux pays concurrents. Mais comme l'enseigne le triangle d'incompatibilité de Mundell (*cf. p. 79*), la combinaison de politiques économiques indépendantes avec une forte mobilité des capitaux conduit à une situation d'instabilité monétaire internationale. C'est ainsi que l'on a assisté, à partir des années 1990, à des crises de change graves et récurrentes : crise du SME en 1993, crise du peso mexicain en 1994, crise des monnaies asiatiques en 1997, crise du rouble russe en 1998, crise du real brésilien en 1999, crise du peso argentin en 2001.

Il convient de distinguer deux formes d'instabilité dont les effets sont différents. Il y a, d'un côté, la *volatilité des changes* à court terme, liée aux tensions passagères sur le marché des changes. Celle-ci ne constitue pas un obstacle au développement des échanges internationaux, dans la mesure où elle peut faire l'objet d'une couverture efficace, notamment grâce aux marchés à terme et de produits dérivés (*cf. ci-dessus*). Mais il existe, en second lieu, des variations durables et importantes des taux de change réels, qualifiées de *mésalignements* dans la

Faut-il taxer les opérations de change ?

La déréglementation et les innovations financières ont amplifié le processus de substitution entre monnaies, ce qui a accru l'instabilité des taux de change. Certains économistes, et non des moindres, tels Tobin et Dornbusch, qu'on ne peut suspecter de dirigisme, ont proposé d'atténuer les effets de la libéralisation des changes par un mécanisme de taxation. L'idée est d'instituer une taxe sur les opérations de change, de manière à freiner le passage d'une monnaie à l'autre et, pour reprendre l'expression de Tobin, de « jeter du sable dans les rouages trop bien huilés » des marchés monétaires et financiers internationaux. La taxe doit être faible, de manière à ne pénaliser que les opérations purement spéculatives de va-et-vient à très court terme entre les monnaies.

Supposons, par exemple, qu'une taxe de 0,1 % soit prélevée sur toute opération de change et que l'horizon du spéculateur soit mensuel. Comme chaque transaction destinée à obtenir un gain de change implique un aller et retour entre deux monnaies (soit deux opérations de change), il faudrait alors un écart de rendement anticipé supérieur à 0,2 % à un mois, soit environ 2,4 % entre les rendements annuels des titres libellés en deux monnaies différentes pour que l'arbitrage soit avantageux. Si l'horizon de la spéculation est d'une journée, cet écart devient 61,5 % en taux annuel, sur la base de 240 jours ouvrables par an. Dans un tel environnement fiscal, la plupart des arbitrages spéculatifs à court terme seraient découragés, alors que les opérations à plus long terme (un an et plus) seraient moins défavorisées.

La taxation des opérations de change pourrait jouer un double rôle. D'une part, freiner la mobilité des capitaux et réduire l'instabilité monétaire internationale. D'autre part, constituer un mécanisme de financement qui pourrait servir à assainir la situation financière internationale. Avec un volume d'opérations sur le marché des changes de 5 000 milliards de dollars par jour ouvrable, soit environ 850 trillions de dollars par an, une taxe de 0,1 % procurerait 250 milliards de dollars l'an. Ces ressources pourraient être affectées à un fonds de développement au profit des pays du Sud.

La taxe Tobin peut apparaître utopique dans le contexte actuel. Ses détracteurs font valoir que celle-ci serait contournée et ne serait efficace que si elle était adoptée par l'ensemble de la communauté financière internationale. Ces objections doivent être relativisées. Le propre de toute taxe est de faire l'objet d'une évasion fiscale. Faut-il renoncer aux impôts pour autant ? En fait, l'application de cette mesure symbolique, qui ne suffirait d'ailleurs pas à enrayer l'instabilité monétaire internationale, est avant tout une question de volonté politique de la part des États. D'autant que les opérations de change se concentrent sur un nombre limité de places financières. Un complément à la taxe Tobin pourrait prendre la forme de mesures de contrôle telles que celles pratiquées par le Chili sur les entrées de capitaux, ou la Malaisie sur les sorties de capitaux (cf. p. 91). Dans le contexte de la crise financière internationale qui a débuté en 2007, les propositions de taxation des transactions financières internationales, y compris des transactions de change, se sont multipliées, notamment dans le cadre de l'UE. C'est la preuve que l'idée de taxe globale fait son chemin.

littérature depuis les travaux de Williamson (cf. p. 74). Cette instabilité de longue période, dont un exemple est fourni par la bulle sur le dollar dans la première moitié des années 1980, provoque des distorsions néfastes dans l'allocation internationale des ressources. Si l'on raisonne à partir du triangle de Mundell, il y aurait deux moyens principaux de lutter contre l'instabilité des taux de change : réduire la mobilité du capital ou renoncer à l'autonomie des politiques économiques. Des propositions ont été faites pour réduire la mobilité des capitaux : c'est la taxe Tobin (cf. ci-dessus) qui permettrait de « jeter des grains de sable » dans les rouages de la finance internationale. Mais, si elle était appliquée, cette mesure s'attaquerait plus à la volatilité des taux de change qu'aux « mésalignements », qui sont la forme d'instabilité la plus dangereuse.

Reste alors la deuxième voie pour enrayer l'instabilité des changes qui est d'amener les pays à renoncer, au moins en partie, à l'autonomie de leurs politiques économiques afin de coordonner celles-ci.

Coopération monétaire internationale et gestion concertée des changes

Les accords de Bretton Woods, qui ont apporté la stabilité des changes au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, étaient fondés sur trois piliers : une mobilité des capitaux tempérée par le contrôle des changes ; l'application de règles strictes (fixité des changes, équilibre des balances des paiements) ; la domination du dollar permettant un ancrage des monnaies, selon le principe de la « stabilité hégémonique » énoncé par Kindleberger.

Tous les pays participant à cet ordre monétaire, à l'exception des États-Unis, avaient accepté de renoncer à une partie de leur autonomie en matière de politique économique.

La fin du régime de Bretton Woods et la montée de l'instabilité des changes au début des années 1970 correspondent à l'effondrement de ces trois piliers : la règle des changes fixes est abandonnée, la libéralisation financière autorise une forte mobilité des capitaux et facilite le financement des déséquilibres de balances des paiements. Enfin, le dollar, contesté et détaché de l'or, perd son rôle d'ancre du système monétaire international. Le dollar est resté, et de loin, la principale monnaie de paiement international. Mais son rôle de devise clé est contesté car plusieurs monnaies nationales jouent désormais un rôle international conjoint. La configuration actuelle est

tripolaire ; deux monnaies — l'euro et le yuan — sont en mesure de concurrencer le dollar.

Dans ce contexte, le principe de la « stabilité hégémonique » ne peut plus fonctionner. La stabilisation des changes ne peut être fondée que sur une coopération entre les principales puissances monétaires. Dans les faits, il n'y a eu de coopération active qu'au milieu des années 1980, au moment où le dollar se trouvait au sommet d'une bulle spéculative qui risquait d'éclater et de provoquer une grave crise de change. C'est dans cette situation que les *accords du Plaza* sont signés en septembre 1985 à New York par les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales des cinq principaux pays industriels (G5). On assiste à un revirement de la part des États-Unis qui acceptent, pour la première fois, de participer activement à des interventions concertées sur le marché des changes afin de provoquer une baisse graduelle du dollar. Puis, lors du *sommet de Tokyo*, en mai 1986, il est décidé qu'une *surveillance multilatérale* renforcée sera exercée entre les membres du G7 et que celle-ci reposera sur des indicateurs objectifs (balances des paiements, croissance, inflation, etc.). Les *accords du Louvre*, à Paris en février 1987, ont pour objectif d'enrayer, cette fois, la baisse du dollar. La coopération fait un pas de plus en introduisant la notion de *zones-cibles*, inspirée de la proposition présentée par Williamson en 1983 (cf. p. 74). Il s'agissait de fixer une grille de taux de change entre les principales monnaies, les parités ciblées étant entourées par une bande de fluctuation autorisée de 5 % à 10 %. Les modifications substantielles subies par les taux de change par la suite montrent que les zones-cibles n'ont guère été respectées.

Depuis ces trois sommets qui ont constitué le point d'orgue de la coopération monétaire internationale, une coopération minimale et pragmatique s'est instaurée sur la base de trois principes essentiels [Papadia, 1994] :

- tenter d'apporter un remède efficace aux situations extrêmes sur le marché des changes ; à défaut d'un réglage fin des dysfonctionnements, organiser l'intervention d'un « pompier », ce qui fût le rôle du FMI lors des crises du peso mexicain (1994), des monnaies asiatiques (1997), du rouble russe (1998), du real brésilien (1999) et du peso argentin (2001) ;
- ne pas mettre en danger la liberté des échanges et si possible augmenter celle-ci ;
- susciter des politiques de stabilité macroéconomique chez les grands pays industrialisés.

Ces principes apparaissent insuffisants, comme en témoignent la gravité et la persistance des crises de change qui ont frappé successivement toutes les régions du monde depuis les années 1990. Il existe un écart critique entre la puissance des forces engendrées par la globalisation des systèmes, dans les domaines financier et commercial, et la faiblesse des moyens mis en œuvre pour la coopération internationale.

L'Union monétaire européenne : peut-on se passer des taux de change ?

En instaurant une union monétaire à partir de 1999, les pays européens ont opté pour la solution la plus radicale. Car la création d'une monnaie unique permet d'éliminer d'une manière complète et irréversible les fluctuations des parités entre les pays membres de l'Union. Mais cette solution a un coût élevé puisqu'elle implique l'abandon des souverainetés monétaires nationales au profit d'une banque centrale européenne unique.

Il existe une abondante littérature sur les coûts et les bénéfices de l'UEM. L'essentiel de la recherche dans ce domaine a été guidé par la théorie des zones monétaires optimales. L'idée sous-jacente est qu'un groupe de pays a intérêt à former une union monétaire si les économies réalisées avec la suppression des coûts de transactions liées aux taux de change sont supérieures aux coûts d'ajustement entraînés par l'abandon du taux de change et d'une politique monétaire nationale. Les coûts d'ajustement sont une fonction décroissante du degré de convergence des différentes économies. Les travaux récents apparaissent plutôt défavorables à l'UEM (*cf. encadré, p. 112*).

Quels mécanismes d'ajustement autres que les changes ?

L'autre question posée par la monnaie unique est de savoir par quels mécanismes les pays de l'UEM vont s'ajuster entre eux, en l'absence de taux de change. Trois canaux d'ajustement pourront, en principe, se substituer aux taux de change. Tout d'abord, la politique budgétaire peut jouer un rôle stabilisateur important, en l'absence de politiques monétaires nationales ; ce point est illustré par le cas des États-Unis où le budget fédéral atténue une partie importante des disparités entre États par des transferts automatiques [Eichengreen, 1990]. En second lieu, il reste toujours possible de rétablir la compétitivité d'un pays en jouant sur ses prix et ses salaires. On peut toutefois s'interroger

L'Europe est-elle une zone monétaire optimale ?

La théorie des zones monétaires optimales a été développée dans les années 1960 pour déterminer à quelles conditions des pays ont intérêt à opter pour un régime de changes fixes entre eux. Mundell [1961] met en avant la mobilité des facteurs de production (travail et capital) comme premier critère pour se passer des ajustements de change face des chocs asymétriques entre pays. Pour McKinnon [1963], la condition essentielle est l'ouverture extérieure des économies. Plus une économie est ouverte, plus ses prix domestiques sont perturbés par les fluctuations de sa parité, plus elle a intérêt à rechercher la fixité des changes. Krugman [1989] reprend ce critère en faisant valoir que les avantages d'une union monétaire, c'est-à-dire de l'absence de taux de change, sont une fonction croissante de l'intensité des échanges commerciaux entre pays. Kenen [1969] considère que le choix du régime de change dépend du degré de diversification de la production. Lorsque celui-ci est important, les

pays peuvent se passer des variations de change car ils sont en mesure de s'ajuster à un choc par un redéploiement de leur structure de production.

Les premiers travaux empiriques ont généralement conclu que l'Europe n'était pas une zone monétaire optimale car la mobilité des facteurs y était faible comparée à celle de l'union monétaire américaine [Eichengreen, 1990]. Les analyses récentes donnent des résultats plus nuancés : les chocs subis par les principales économies de la zone euro tendent à devenir symétriques [Boone, 1997] ; une explication est que l'intégration européenne (marché et monnaie uniques) s'est traduite par une homogénéisation des structures productives et par un renforcement du commerce intrabranche (échanges croisés de produits similaires) [Fontagné, 1998]. Toutefois, ces évolutions favorables concernent surtout les pays du nord de l'Union européenne ; cette dernière ne serait donc pas, dans son intégralité, une zone monétaire optimale. La crise des dettes souveraines qui a secoué la zone euro à partir de 2009, à commencer par la Grèce, l'Irlande et le Portugal, corrobore cette conclusion [Stiglitz, 2017].

sur l'efficacité de ces mécanismes dans le cas de l'UEM. En effet, les contraintes imposées par le Pacte de stabilité budgétaire limiteront fortement le rôle stabilisateur des finances publiques. Par ailleurs, les politiques de « déflation salariale » pratiquées par l'Espagne, le Portugal et la Grèce pour s'ajuster ont eu un coût social considérable.

En troisième lieu, l'ajustement pourra passer par les financements externes. Les contraintes de balances des paiements disparaîtront dans les relations intra-européennes puisqu'il n'y aura plus de taux de change à défendre ; la contrainte extérieure ne subsistera plus qu'au niveau global de la zone euro : c'est l'un des grands avantages potentiels de la monnaie unique

européenne. Mais cet avantage s'est retourné contre la zone euro. En permettant aux agents publics et privés de s'endetter à un moindre coût sur les marchés internationaux, l'euro a favorisé le surendettement de plusieurs pays, à commencer par la Grèce, ce qui a contribué à la crise de la zone euro à partir de 2009.

L'impact de l'euro sur le SMI

L'instauration de l'UEM en 1999 est un événement d'une grande portée pour l'avenir du SMI et de la coopération monétaire internationale. En effet, comme le montre le tableau X, la zone euro constitue un vaste ensemble économique, composé de 19 pays, dont le poids est voisin de celui des États-Unis.

Tableau X. Le poids de la zone euro

| | Population (a) | PIB (b) | Capitalisation boursière (b) | Réserves (c) | Exportations (d) |
|------------|-------------------|------------|---------------------------------|-----------------|---------------------|
| Zone euro | 340 | 13 400 | 2 900 (19 %) | 246 | 3 370 |
| États-Unis | 320 | 17 968 | 9 600 (62 %) | 39 | 1 623 |

(a) Millions d'habitants ; (b), (c) et (d) Milliards de dollars ; (b) Capitalisation boursière des cent premières entreprises mondiales ; (c) En décembre 2015.

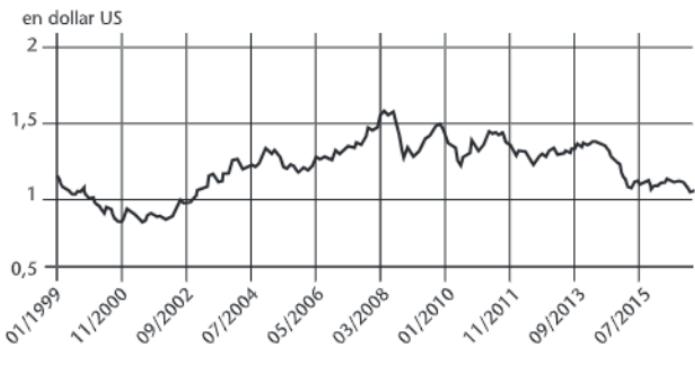
Sources : OCDE, Eurostat, BCE, BRI, données portant sur l'année 2015.

Il est difficile de prévoir quel sera l'impact à long terme de l'euro sur le SMI car celui-ci ne se fera sentir que progressivement. Le poids initial du dollar reste écrasant dans les transactions privées et publiques (*cf. tableau IV, p. 42*). Mais il est certain que l'existence de l'euro amènera un rééquilibrage des relations monétaires internationales dont le caractère multipolaire se renforcera. L'euro est appelé à jouer un rôle international important. Toutefois, il existe une incertitude sur le rythme auquel se produira le processus d'internationalisation de la monnaie européenne car cela mettra en jeu des forces de sens contraire [Pouvelle, 2006]. D'un côté, le fait que l'euro soit géré par une banque centrale unique, indépendante et dont l'objectif prioritaire est la stabilité monétaire, devrait en faire une monnaie sûre susceptible d'attirer massivement les investisseurs internationaux. D'un autre côté, il n'est pas certain que l'euro prenne rapidement un poids comparable

à celui du dollar car l'ascension de la monnaie européenne pourrait se heurter à d'importantes forces d'inertie. Le dollar continuera de bénéficier du fait que les coûts de transaction liés à l'usage d'une monnaie sont d'autant moins élevés que celle-ci est plus utilisée. Les opérateurs internationaux garderont également une préférence pour le dollar car les marchés financiers américains sont plus développés que les marchés européens, ainsi que le suggèrent les niveaux relatifs de la capitalisation boursière dans ces deux espaces financiers concurrents sur le tableau X. Un dernier facteur risque de réduire le rôle international de l'euro : c'est l'absence de gouvernement politique et économique de la zone euro, qui est apparue clairement lors de la crise des dettes souveraines à partir de 2009 [Aglietta et Coudert, 2014].

On peut toutefois s'attendre à ce que l'émergence de l'euro ait d'importantes conséquences sur l'évolution des taux de change et sur les modalités de la coopération monétaire internationale. Au départ, la parité euro/dollar s'est révélée relativement instable, étant donné l'incertitude qui entourait le comportement de l'euro sur la scène internationale. Contrairement à la plupart des prévisions, l'euro a fortement baissé contre dollar après sa création en 1999. Cette évolution a plusieurs causes : incertitude sur le fonctionnement de l'UEM et sur la politique de la Banque centrale européenne, plus grand dynamisme de l'économie américaine, taux d'intérêt du dollar plus élevés, ce qui a entraîné d'importantes sorties de capitaux de la zone euro vers les États-Unis. En 2002, la parité euro-dollar s'est rapprochée des niveaux de lancement de l'euro en janvier 1999 (cf. graphique 3, p. 115). L'euro s'est ensuite fortement apprécié (de l'ordre de 50 %) contre le dollar jusqu'en 2008, puis a connu une forte baisse contre le billet vert de même ampleur jusqu'au début 2017. On le voit, la parité euro-dollar est marquée par une forte instabilité.

À plus long terme, l'évolution de la parité euro/dollar dépendra de la nature de la coopération qui s'instaurera entre les deux côtés de l'Atlantique, sans oublier le rôle croissant des grands pays « émergents » comme la Chine. Trois scénarii contrastés peuvent être imaginés. Dans le premier cas de figure, les deux principales puissances monétaires appliquent une stratégie réciproque de *benign neglect* telle qu'elle a été suivie par les États-Unis dans le passé. Les autorités européennes pourraient être incitées à adopter cette attitude non coopérative

Graphique 3. Euro-dollar : évolution du taux de change depuis 1999

Source : BCE.

car la diminution du taux d'ouverture extérieure de l'UEM, par rapport à la situation antérieure, rend celle-ci moins sensible aux fluctuations du taux de change. Une telle configuration irait de pair avec une forte instabilité des taux de change qui seraient livrés aux seules forces du marché. Un deuxième scénario, plus coopératif, peut être envisagé. Constatant les méfaits de l'instabilité des changes, les autorités américaines et européennes décident de gérer conjointement leurs taux de change. L'incitation à coopérer provient de ce qu'étant de taille comparable, aucun des partenaires n'est en mesure de s'imposer à l'autre. Le troisième scénario se situe dans une perspective multipolaire et prend en compte le rôle croissant des grands pays émergents, la Chine en particulier. Détenteurs d'abondantes réserves de change et de créances envers les États-Unis et l'Europe, ces pays peuvent se poser en arbitres entre le dollar et l'euro, et œuvrer à la mise en place d'un nouvel ordre monétaire plus équilibré. Ce scénario apparaît probable car la crise financière et économique qui a débuté aux États-Unis en 2007 a consacré l'affaiblissement relatif des pays de la Triade (États-Unis, Europe, Japon) dans l'économie mondiale. Le rôle international des monnaies des pays émergents dépendra de l'évolution de leurs systèmes bancaires et financiers, en particulier de leur ouverture internationale. À court terme, le système monétaire international pourrait rester dominé par le couple

dollar-euro. Ce duopole monétaire demeurera asymétrique en faveur du billet vert, l'euro étant handicapé par les faiblesses structurelles de l'union économique et monétaire européenne, révélées à partir de 2009 par la crise de la zone euro, en particulier l'absence de véritable gouvernement politique et économique à l'échelle de l'Union européenne.

Conclusion

Les trois dernières décennies du xx^e siècle et les premières années du xxi^e siècle ont été riches en événements quant à l'évolution des taux de change, ce qui a suscité de nombreuses analyses dont on a tenté de proposer une synthèse. Deux constats principaux peuvent être dressés qui suggèrent que les prochaines années pourraient être le théâtre de nouveaux développements dans le domaine des changes.

Les taux de change apparaissent aujourd'hui comme la partie émergée d'un iceberg ; car ils sont le reflet de relations d'interdépendance et de domination complexes entre les économies nationales. L'analyse en termes de concurrence des monnaies et d'équilibre sur les marchés, qui a eu son heure de gloire, a finalement un pouvoir explicatif limité. Les approches fondées sur la dynamique globale du système monétaire international et sur le rôle de bien public des monnaies fournissent un cadre d'analyse plus satisfaisant. Mais aucune théorie actuelle n'est en mesure de prévoir l'évolution des changes, à court terme du moins ; les théories courent après les taux de change et ne parviennent pas à bien anticiper leur évolution. Toutefois, les économistes explorent actuellement des pistes nouvelles et prometteuses, à l'aide d'instruments théoriques et statistiques nouveaux, prenant en compte les lois de distribution particulières des parités.

Deuxième constat : les taux de change sont apparus comme une variable économique stratégique et hautement symbolique pour les États nationaux. Mais le volontarisme des gouvernements a des limites dans ce domaine : la valeur d'une monnaie ne se décrète pas ; elle est avant tout le reflet de la hiérarchie des nations, liée à leur puissance économique et financière : la valeur future de l'euro, qui suscite de nombreuses

interrogations, dépendra avant tout du dynamisme et de la cohésion de l'Union européenne en tant que fédération de nations. Par ailleurs, on est forcé de constater que les États sont de plus en plus démunis face à la puissance des marchés, en mesure de déstabiliser les monnaies à tout moment. On peut se demander, dès lors, si l'interdépendance croissante des économies nationales et régionales ne va pas amener progressivement les États à modifier leurs politiques de change : à une conception nationaliste et isolationniste, qui a prévalu avec le flottement des monnaies, pourrait succéder une approche davantage fondée sur la coopération internationale. À cet égard, la création de l'euro et l'émergence de nouveaux pays industriels puissants, dans la mesure où elles modifient les équilibres politiques et monétaires à l'échelle de la planète, pourraient conduire à une révision profonde de l'architecture du système monétaire international.