

Les déterminants des taux de change

- Il y a une pluralité et une diversité dans les explications concernant la détermination des taux de change
- On trouve deux grands types d'explications
 - des explications factuelles
 - des explications théoriques
- Comprendre comment un taux de change est déterminé suppose de mobiliser toutes les explications de manière complémentaire tout en sachant qu'il y a des cas atypiques voire contradictoires

Les déterminants des taux de change

Deux grandes catégories d'explications

- Les approches traditionnelles
- Les approches récentes

Les déterminants des taux de change

Deux grandes catégories d'explications

- Les approches traditionnelles
 - ♦ La théorie des parités de pouvoir d'achat
 - ♦ La théorie de la parité des taux d'intérêt
 - ♦ L'influence de la balance des paiements

Les déterminants des taux de change

Deux grandes catégories d'explications

- Les approches récentes

- ◆ La surréaction des taux de change
- ◆ Les bulles spéculatives
- ◆ Les prévisions autoréalisatrices ou le comportement convergent des cambistes

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA)

- Auteur de référence : **G.Cassel** (1866-1945)
- Idée : le taux de change entre deux monnaies a tendance à s'établir à un niveau tel qu'il compense le différentiel de pouvoir d'achat entre les deux pays

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA)

- Conditions : libre-échange, libre convertibilité des monnaies, structures de consommation similaires
- Analyse actuelle : raisonnement en terme de différentiel d'inflation

Le taux de change aurait donc tendance à s'établir à un niveau tel qui compense les différentiels de taux d'inflation.

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA)

- Ainsi, un pays qui a un taux d'inflation plus élevé que l'autre devrait voir son taux de change se déprécier
- Un pays qui a un taux d'inflation plus faible que l'autre devrait voir son taux de change s'apprécier

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA)

- Si sur le long terme,
cette explication semble plutôt se vérifier,
à court terme,
cela est nettement moins évident

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA)

Exemples pour :

- hyperinflation (allemande années 1920, Yougoslavie années 1993-94, pays d'Amérique du sud comme le Brésil années 1980) et taux de change en chute libre
- franc/deutschmark sur la période 1973- 1990
- \$/autres monnaies au début des années 1980
 - faible inflation dans la zone €
- et taux de change élevé depuis 2000

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA)

Exemples contre :

- désinflation en France dans les années 1990 et difficultés pour le franc
- inflation faible dans certains pays africains (Maroc, Gabon, Tchad, ...) monnaies dépréciées

Les déterminants des taux de change

La théorie des parités de pouvoir d'achat **(PPA)**

L'inflation n'a pas toujours une influence notable sur la fixation des taux de change.

&

Les taux de change ne se fixent pas en priorité en fonction du niveau comparatif d'inflation.

Mais

Aujourd'hui, faible inflation
et peu de variation des taux de change.
Cependant, y-a-t-il causalité ?

Les déterminants des taux de change

La théorie de la parité des taux d'intérêt ***(JM Keynes, 1923)***

- Relation inverse entre le taux d'intérêt et le taux de change
- Un taux d'intérêt élevé signifierait une faible confiance dans la monnaie et réciproquement

Les déterminants des taux de change

La théorie de la parité des taux d'intérêt (*JM Keynes, 1923*)

- Le différentiel de change serait égal
au différentiel de taux d'intérêt
à condition que le marché des change
soit efficient
- Cette explication semble assez bien vérifiée

Les déterminants des taux de change

La théorie de la parité des taux d'intérêt (JM Keynes, 1923)

- Pour défendre une monnaie qui se déprécie, les autorités monétaires proposent souvent des taux d'intérêt plus élevés

Cas F/DM années 1970/80 : la France offrait des taux d'intérêt plus élevés sur le franc que ceux sur le mark car le franc était une monnaie plus faible que le mark

Cas du rouble fin 2014 (chute de 50 % de sa valeur sur 2014 et augmentation des taux d'intérêt fin 2014 de 10,5 % à 17 % puis diminution progressive en 2015 : 11, 5 % fin 2015)

Les déterminants des taux de change

La théorie de la parité des taux d'intérêt (JM Keynes, 1923)

- Mais aussi des contre-exemples

*Cas des EU dans les années 1980 :
les taux d'intérêt élevés (politique monétaire)
ont attiré les capitaux étrangers (surtout pétro\$)
et entraîné une hausse du \$*

Les déterminants des taux de change

L'explication par la balance des paiements

- Cette explication renvoie à la théorie de l'équilibrage automatique de la balance des paiements de D.Hume
- Une explication reprise et soutenue par M.Friedman qui était opposé aux accords de Bretton-Woods

Les déterminants des taux de change

L'explication par la balance des paiements

- Un déséquilibre de la balance des paiements a un effet direct sur le taux de change
 - Si déficit ► baisse du taux de change
 - Si excédent ► hausse du taux de change

Les déterminants des taux de change

L'explication par la balance des paiements

Mais

- L'influence du solde de la balance des paiements sur le taux de change est à nuancer et son incidence s'est plutôt amenuisée

- Les raisons principales :

- l'importance des mouvements de capitaux
(au regard de la balance des transactions courantes dans les évolutions de la balance des paiements)
- des taux de change de plus en plus influencés par les mouvements financiers
(détermination plus financière des taux de change)

Les déterminants des taux de change

Le phénomène de surréaction des taux de change

dit « over shooting »

(R.Dornbush, 1976)

- Combine une approche en termes de PPA et de parité de taux d'intérêt
 - Le marché des changes réagit plus fortement et rapidement que le marché des biens donc que les prix

Les déterminants des taux de change

Le phénomène de surréaction des taux de change *dit « over shooting »*

- Exemple :

une restriction de la quantité de monnaie



hausse plus importante des taux d'intérêt et de change
que ne l'exigerait la détermination
d'un taux de change d'équilibre

- Explication très conjoncturelle et financière
des taux de change
- Cas du \$ dans les années 1980

Les déterminants des taux de change

L'explication par la spéculation sur les taux de change

- Les bulles spéculatives se forment surtout sur les marchés financiers mais également sur le marché des changes
- La bulle spéculative de change se repère lorsque le cours d'une monnaie s'écarte d'un certain taux d'équilibre
- La définition d'un taux de change d'équilibre étant aléatoire et imprécise : tendance structurelle, vérifications conjoncturelles*, ...

** exemple :*

un € qui passerait sur une période courte de 1,35 \$ à 1,20

Les déterminants des taux de change

L'explication par la spéculation sur les taux de change

On peut distinguer deux types bulles spéculatives :

- Les bulles spéculatives rationnelles
- Les bulles spéculatives irrationnelles

Les déterminants des taux de change

L'explication par la spéculation sur les taux de change

Bulle spéculative rationnelle

■ Tout en sachant que le taux de change est soit surévalué ou sous-évalué, les agents pensent que la tendance va se confirmer

■ Donc tendances spéculatives à la hausse ou à la baisse

■ Exemples

sous-évaluation du yen dans les années 1970/80
sur-évaluation du mark sur la même période
sous-évaluation du yuan sur période actuelle

Les déterminants des taux de change

L'explication par la spéculation sur les taux de change

Bulle spéculative rationnelle

- Principe d'un phénomène économique qualifié de « prophétie autoréalisatrices »
- Un marché efficient avec des agents rationnels amène à des comportements économiques qui s'éloignent de l'équilibre au lieu de s'en rapprocher

Les déterminants des taux de change

L'explication par la spéculation sur les taux de change

Bulle spéculative irrationnelle

■ Les acteurs du marché des changes ne prennent que peu ou pas en compte ce que l'on appelle « les fondamentaux » (*croissance, solde budgétaire, solde commercial, endettement, inflation, chômage, ...*)

■ Ainsi, la rumeur l'emporte sur l'information et les comportements mimétiques se substituent aux comportements rationnels

■ Exemple :
bulle spéculative sur le \$ au début des années 1980

Les déterminants des taux de change

L'explication par la spéculation sur les taux de change

- Cependant, la distinction entre bulles spéculatives rationnelles et irrationnelles est délicate car dans des climats d'incertitude élevée, la rationalité peut être le comportement mimétique des agents.
- Les comportements des agents sur le marché des changes (cambistes) mais aussi les institutions comme les banques centrales jouent un rôle important sur la fixation des taux des taux de change.

Exemple : *forward guidance*

Forward guidance

Engagement de la Banque Centrale
à ne pas modifier ses taux d'intérêt directeurs
pendant une longue période
tant que certaines conditions ne sont pas remplies.