

TD 4 La volatilité des taux de change**Le surajustement des taux de change****Questions****1. Qu'est-ce que le surajustement du taux de change ? Comment est-il expliqué ?**

Le phénomène de surajustement provient de la conjonction des anticipations rationnelles et de l'ajustement lent des prix. A court terme, en effet, la rigidité des prix fait que l'offre d'encaisses réelles (masse monétaire divisée par le niveau général des prix) augmente, provoquant une baisse du taux d'intérêt $i < i^*$. Puis l'ajustement progressif des prix réduit l'offre d'encaisses réelles, et i remonte à i^* .

A court terme, la PNCTI signifie que le taux de change se déprécie immédiatement à un niveau à partir duquel il pourra s'apprécier à un rythme égal à l'écart de taux d'intérêt. Ce rythme ralentit à mesure que l'écart de taux d'intérêt diminue. A long terme, les prix augmentent et le taux de change se déprécie dans les mêmes proportions que la hausse de la masse monétaire.

DORNBUSH en 1976 était donc un visionnaire : il anticipait déjà au moments des débuts du système de changes flottants, que la volatilité du taux de change serait très supérieure à celle des déterminants fondamentaux (monnaie, taux d'intérêts, prix).

Il a ainsi fourni le premier traitement théorique et formel de la sur-réaction des marchés aux informations nouvelles ainsi que de la forte corrélation observée entre le taux de change nominal et le taux de change réel à court terme.

Parenthèse historique de

<http://www.ac-versailles.fr/etabliss/lyc-descartes-montigny/bts/supportdecours/BrettonWoods.htm>

Les accords de Bretton Woods

Conférence monétaire et financière qui s'est tenue à Bretton Woods au Etats-Unis en juillet 1944 réunissant les 44 nations signataires de la charte de l'ONU afin de recréer un nouveau système monétaire international.

Quelles sont les réformes financières et monétaire entraînées par ces accords ?

Nous commencerons par présenter le système de Bretton Woods, ensuite nous montrerons les aboutissements de ces accords.

I- Le système de Bretton Woods

Les accords de Bretton Woods ont vu la création de deux institutions financières mondiales qui sont Le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque Mondiale.

Le FMI fut créé en 1945 pour veiller au respect des règles acceptées par les pays membres afin de rétablir un minimum de coordination entre les grands pays industrialisés.

La Banque Mondiale est une institution internationale ayant pour mission d'aider financièrement au développement des pays du tiers monde. C'est la principale institution d'aide au développement.

La conférence de Bretton Woods met en place un système de change d'or basé sur le dollar. C'est un système de changes fixes. Chaque monnaie a une parité officielle déclarée au FMI, définie en or (35 dollars l'once d'or).

Seuls les Etats-Unis peuvent assurer la convertibilité de leur monnaie en or,. Les autres pays vont devoir maintenir fixe la parité de leur monnaie par rapport au dollar (qui est « as good as gold »).

Ils disposent cependant d'une marge de fluctuation de 1%, c'est-à-dire que les banques centrales doivent intervenir pour maintenir la parité de leur monnaie lorsque celle-ci monte ou descend de plus de 1 % par rapport au dollar. Les parités sont fixées, mais elles peuvent être modifiées, à titre exceptionnel et avec l'accord du FMI.

La dévaluation est le seul moyen qui reste à la disposition d'un pays pour corriger un déséquilibre structurel de sa balance de paiements. Si le déséquilibre n'est que temporaire (déséquilibre conjoncturel), les pays peuvent demander à bénéficier de crédits extérieurs. Ces mécanismes de

crédits sont gérés par le FMI qui peut même exiger des mesures de politique économique internes contraignantes pour un pays qui sollicite une aide importante (exemple de certains PED endettés).

Ainsi le FMI ressemble à une vaste société de secours mutuel à l'échelle mondiale, chaque pays cotisant au départ (la « quote-part » étant constituée par un quart d'or et pour le reste de monnaie nationale.) Mais ce système assez complexe a connu un échec.

II- L'échec du système de Bretton Woods

Ce système, qui n'a réellement fonctionné qu'à partir du retour à la convertibilité des monnaies européennes en 1958, s'est peu à peu désagrégé lorsque la confiance dans le dollar a pris fin avec l'inflation américaine.

Les marchés des changes ont connu à la fin des années 60 d'importants mouvements de fluctuation du dollar que les banques centrales n'arrivèrent plus à arrêter, si bien que les Etats-Unis durent mettre fin à la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971.

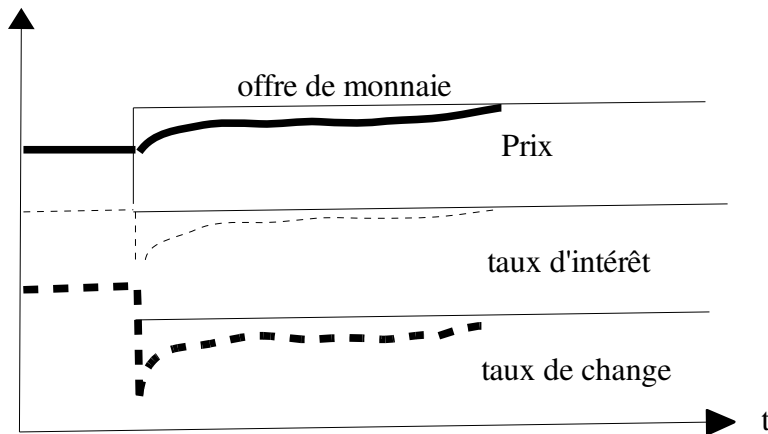
Les accords de Washington de décembre 71 prévoient alors une dévaluation du dollar et un élargissement des marges de fluctuation des monnaies (2,25% au lieu de 1% de chaque côté de la parité officielle).

En 1973, les banques centrales européennes refusent de continuer à soutenir le dollar (achat de dollars contre leurs propres monnaies qu'elles doivent créer à cette occasion) et renoncent désormais à être rattachées au dollar.

Tous ces changements entraînent la fin du système de changes fixes organisé autour de l'étalon-or et l'avènement du flottage généralisé des monnaies.

Les accords de Bretton Woods ont permis d'organiser financièrement le monde mais avec l'évolution des mouvements financiers l'équilibre du change fixe n'avait plus sa place. C'est ainsi qu'est apparu le système de change flottant où le taux de change varie librement sur le marché de changes au gré des offres et des demandes de cette monnaie. Ceci est officialisé avec les accords de la Jamaïque de **1976**.

2. En utilisant le modèle complet de détermination du taux de change dont vous donnerez une représentation graphique, expliquez pourquoi « si l'on apprend que l'économie américaine entre en récession, il en résulte que le dollar peut fort bien s'effondrer ».



Une récession risque d'entraîner une hausse de l'offre de monnaie qui va entraîner une baisse des taux d'intérêts car la reprise ne va pas être instantanée et les prix ne vont pas s'ajuster instantanément. Cette baisse temporaire du taux d'intérêt entraîne selon la PTINC une dépréciation plus forte du taux de change qu'en cas de flexibilité par faute des prix.

3. Pourquoi l'existence du surajustement s'oppose-t-elle au plaidoyer de Milton Friedman en faveur des changes flexibles ?

FRIEDMAN pensait que le change flexible permettrait un ajustement instantané par rapport aux fondamentaux ce qui serait profitable mais il n'avait pas vu les possibles surajustements du taux de change néfaste sur l'économie réelle. On avait sous estimé les effets d'amplitude qu'aurait le système de change flexible.

« – les changes flexibles : le taux de change est un prix comme les autres, il ne faut donc pas le bloquer, sous peine que les agents soient contraints de répercuter les déséquilibres dans la sphère réelle au lieu de les laisser se résorber tout seuls dans la sphère monétaire : « Laissons le chien remuer la queue plutôt que la queue remuer le chien » ; » extraits de *Alternatives Économique, l'Essentiel de l'économie*, novembre 2005.

Questions

1. Pourquoi le modèle de surajustement du taux de change est-il « un échec indiscutable sur le plan empirique, au moins pour ce qui est des taux de change du G-3 (États-Unis, Europe et Japon) » ?

Le modèle de surajustement est « un échec » sur le plan empirique dans le sens où l'explication du surajustement du taux de change du fait de politiques monétaires instables ne suffit plus à expliquer le surajustement aujourd'hui. En effet les politiques monétaires sont devenues beaucoup plus stables et le surajustement du taux de change reste important. Néanmoins l'effet de ce surajustement sur l'économie réelle est plus faible que ce qui était anticipé.

2. Quels sont les principaux enseignements des travaux effectués pour tester de façon formelle les modèles empiriques de détermination des taux de change ?

- échec du modèle de surajustement pour expliquer les fluctuations de court moyen terme
- pas théorie plus satisfaisante (du moins en 2002)
- des résultats meilleurs pour les petits pays que pour le G3
- la théorie de CASSEL de la PPA n'est utile que pour l'explication sur long terme
- l'effet BALASSA-SAMUELSON conserve une certaine pertinence mais la PPA et cet effet n'explique, à eux 2 qu'une faible partie de la volatilité des taux de change à court terme

3. Qu'est-ce que l'effet Balassa-Samuelson ?

4. Comment peut-on expliquer que les prix intérieurs, y compris des biens importés, semblent résister de façon surprenante aux fluctuations des changes ?

On peut l'expliquer par la multiplication des instruments de couverture qui permettent aux entreprises de diminuer l'effet de la volatilité, par les comportements de réduction et augmentation de marge en compensation des effets de variation de taux de change.

Le taux de change EURUSD en 2007 et 2008

Questions

1. Quels sont , d'après cet article, les principaux déterminants du taux de change euro-dollar à court terme, à moyen terme et à long terme. Correspondent-ils, dans chaque cas, aux enseignements de l'analyse économique ?

à court terme : le différentiel de taux d'intérêts (PTINC et surajustement)

à moyen terme : différentiel de taux d'intérêt mais aussi différentiel des taux de croissance

à long terme : le trend

Mais en fait il n'explique pas la volatilité au jour le jour qui est assez forte.

2. En utilisant le modèle de détermination des taux de change par la parité des taux d'intérêt non couverte et en reprenant le scénario envisagé dans l'article, expliquez la prévision faite pour 2008 à l'aide d'un graphique.