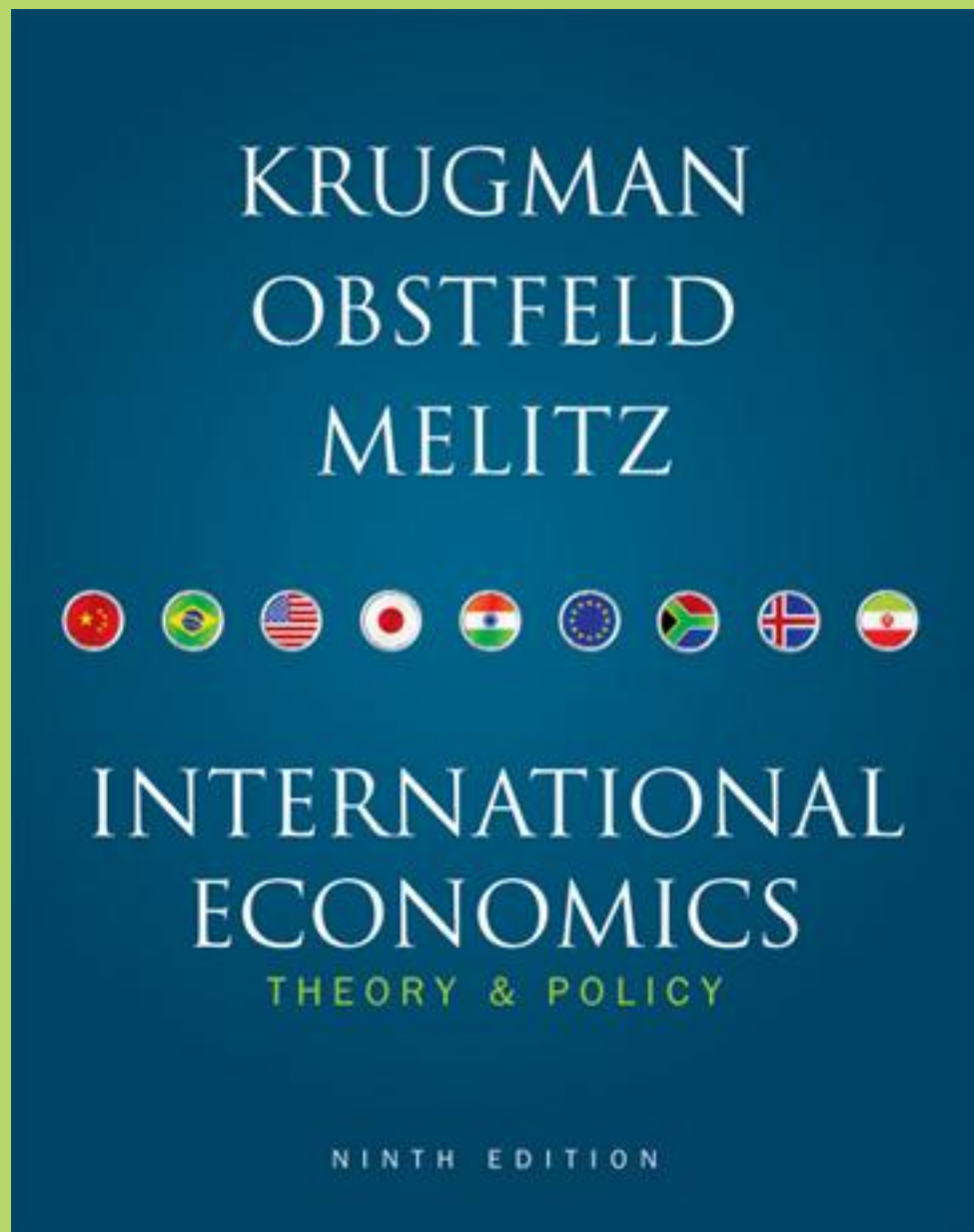


Chapitre 18

Taux de change fixes et interventions sur le marché des changes



Addison-Wesley
is an imprint of

PEARSON

Copyright © 2012 Pearson Addison-Wesley. All rights reserved.

Introduction

- De nombreux pays cherchent à fixer leur taux de change à une monnaie ou un groupe de devises en intervenant sur les marchés de change.
- Beaucoup de pays avec un taux de change flexible ou "flottant" en fait interviennent dans le marché de change.
 - La banque centrale "gère" le taux de change par l'achat et la vente de devises et d'actifs, en particulier dans les périodes de volatilité des taux de change.
- Comment les banques centrales interviennent sur les marchés de change?

Interventions sur le marché des changes et offre de monnaie

- Pour étudier les effets de l'intervention de la banque centrale sur les marchés de change: un bilan simplifié de la banque centrale
 - Ce bilan recense les avoirs détenus par la banque centrale à l'actif ainsi que ses engagements au passif.
 - Les bilans utilisent la comptabilité en partie double: chaque transaction entre deux fois le bilan.

Bilan de la banque centrale

- Actif
 - Avoirs nationaux (obligations d'État ou Prêts aux banques résidentes)
 - Avoirs étrangers (principalement des obligations en devises ou de l'or)
- Passifs
 - Les dépôts des banques résidentes
 - Monnaie fiduciaire

Actifs, passifs, et la masse monétaire

- Un **achat** d'un actif par la banque centrale sera payé avec de la monnaie ou un chèque écrit de la banque centrale,
 - libellé en monnaie nationale, et
 - ce qui accroît l'offre de monnaie en circulation.
 - L'opération entraîne des augmentations égales des actifs et passifs.
- Lorsque la banque centrale achète des obligations domestiques ou obligations étrangères, l'offre de monnaie domestique augmente.

Actifs, passifs, et la masse monétaire

- Une **vente** de tout actif de la banque centrale sera payé avec de la monnaie ou un chèque écrit à la banque centrale,
 - libellé en monnaie nationale,
 - provoquant la diminution de l'offre de monnaie en circulation.
 - L'opération entraîne des diminutions d'actifs et passifs.
- Lorsque la banque centrale vend des obligations domestiques ou obligations étrangères, l'offre de monnaie domestique diminue.

Table 18-1: Effets d'un achat de devises d'une valeur de \$100

TABLE 18-1 Effects of a \$100 Foreign Exchange Intervention: Summary			
Domestic Central Bank's Action	Effect on Domestic Money Supply	Effect on Central Bank's Domestic Assets	Effect on Central Bank's Foreign Assets
Nonsterilized foreign exchange purchase	+\$100	0	+\$100
Sterilized foreign exchange purchase	0	-\$100	+\$100
Nonsterilized foreign exchange sale	-\$100	0	-\$100
Sterilized foreign exchange sale	0	+\$100	-\$100

Marchés des changes

- Les banques centrales négocient des obligations étrangers dans les marchés des changes.
 - Les dépôts en devises et les obligations de gouvernements étrangers sont souvent des substituts: les deux sont actifs assez liquides libellés en devises étrangères.
 - Les quantités des dépôts en devises et des obligations de gouvernements étrangers qui sont achetés et vendus influencent le taux de change

Stérilisation

- Parce que l'achat et la vente d'obligations étrangères sur les marchés de change affectent l'offre de monnaie domestique, une banque centrale peut vouloir compenser cet effet avec une vente d'actifs nationaux.
- Cet effet de compensation est appelé **stérilisation**.
- Si la banque centrale vend des obligations étrangères dans les marchés des changes, elle peut acheter des actifs nationaux, pour maintenir la quantité de monnaie en circulation inchangé.

Équilibre de la balance des paiements (rappel)

- Nous pouvons représenter la balance des paiements en trois comptes alternatifs:
 1. compte courant CC (les flux qui affectent uniquement la période en cours,)
 2. la somme des comptes de capital et financier CKF (les comptes d'accumulation).
 3. les réserves internationales R, qui sont un instrument de politique gouvernemental.

- $CC + CKF = \Delta R$

Équilibre de la balance des paiements (rappel)

- $CC + CKF = \Delta R$
 - Cette équation indique que quand le financement externe pour couvrir un déficit en compte courant est excessif, il se transforme en accumulation de réserves.

Balance des paiements et offre de monnaie

- $CC + CKF < 0 \Rightarrow \Delta R < 0$
- Un déficit de $CC + CKF$ correspond à une diminution des avoirs en réserve
- Les banques centrales peuvent stériliser leurs interventions afin de neutraliser les effets des variations de leurs réserves de change sur l'offre de monnaie

Taux de change fixe

- Pour fixer le taux de change, une banque centrale influence les quantités offertes et demandées de la monnaie par la négociation d'actifs nationaux et étrangers, de sorte que le taux de change (le prix de la monnaie étrangère en termes de monnaie nationale) reste constante.

- Les marchés des changes sont en équilibre lorsque

$$R = R^* + (E^e - E)/E$$

- Lorsque le taux de change est fixé à un niveau E^0 et le marché s'attend à ce qu'elle reste fixée à ce niveau, donc

$$R = R^*$$

Taux de change fixe

- Pour fixer le taux de change, la banque centrale doit échanger des actifs nationaux et étrangers dans le marché des changes jusqu'à $R = R^*$.
- Alternativement, nous pouvons dire qu'il ajuste la quantité d'actifs monétaires sur le marché de la monnaie jusqu'à ce que le taux d'intérêt national soit égal au taux d'intérêt étranger, étant donné le niveau des prix moyens et la production réelle:

$$M^s/P = L(R^*, Y)$$

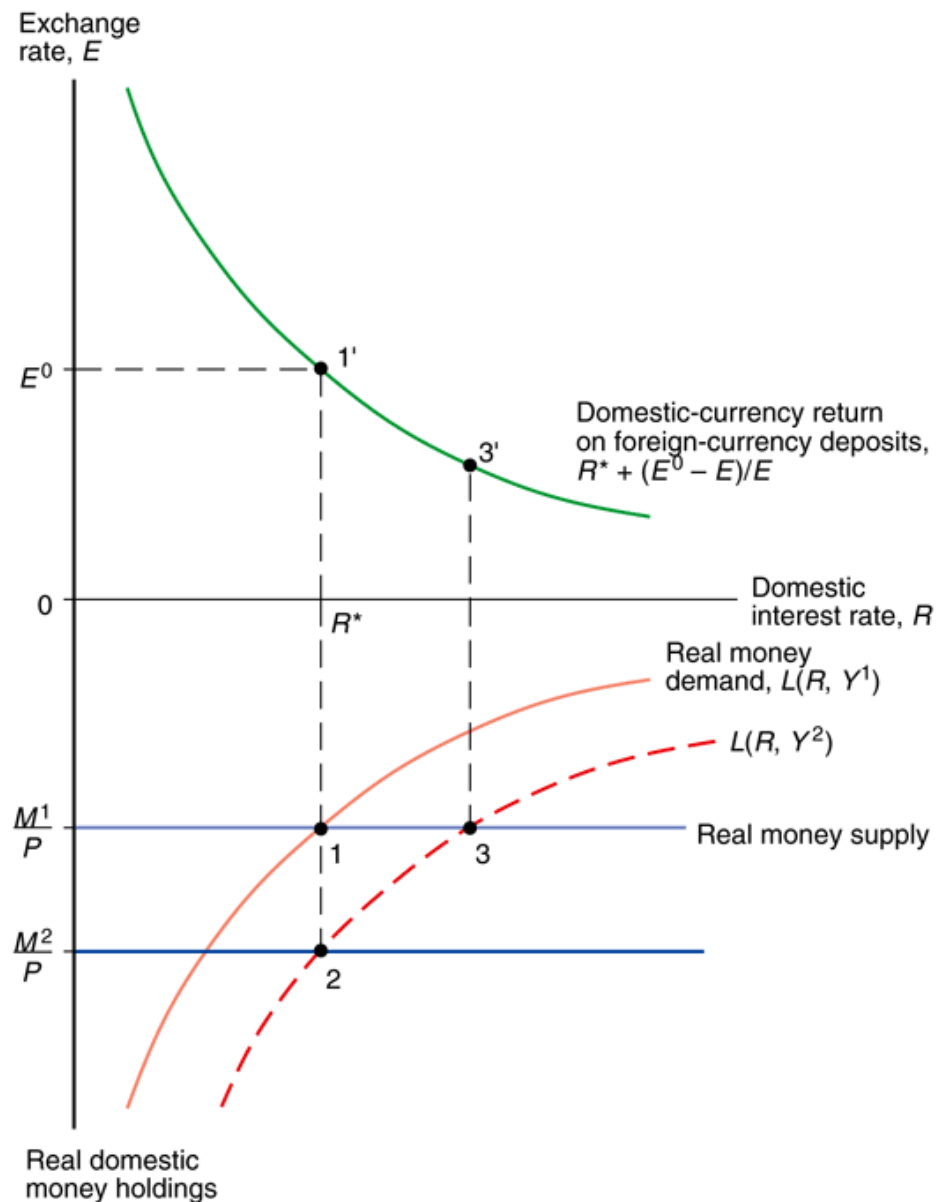
Taux de change fixe

- Supposons que la banque centrale ait fixé le taux de change à E^0 , mais le niveau de production augmente soudainement, augmentant la demande de monnaie.
- Il y a une pression à la hausse sur les taux d'intérêt et la valeur de la monnaie nationale.
- Comment la banque centrale doit répondre si elle veut fixer les taux de change?

Taux de change fixe

- La banque centrale doit acheter des actifs étrangers dans les marchés des changes,
 - augmentant ainsi la masse monétaire,
 - réduisant ainsi les taux d'intérêt à court terme.
 - Sinon, en demandant (achat) des actifs libellés en devises étrangères et en fournissant (de vente) la monnaie nationale, le prix/valeur de la monnaie étrangère est augmenté et le prix/valeur de la monnaie nationale est diminué

Fig. 18-1: Équilibre du marché d'actifs avec un taux de change fixe, E^0



Politique monétaire et taux de change fixe

- Lorsque la banque centrale achète et vend des actifs étrangers pour maintenir le taux de change fixe et maintenir les taux d'intérêt intérieurs égaux aux taux d'intérêt étrangers, elle n'est pas en mesure d'ajuster les taux d'intérêt intérieurs pour atteindre d'autres objectifs.
 - En particulier, la politique monétaire est inefficace pour influencer la production et de l'emploi.

La politique fiscale avec taux de change fixe à court terme

- Des changements temporaires dans la politique budgétaire sont plus efficaces pour influencer la production et de l'emploi à court terme:
 - La hausse de la demande globale et de la production en raison de la politique budgétaire expansionniste augmente la demande pour la monnaie, exerçant une pression à la hausse sur les taux d'intérêt et sur la valeur de la monnaie nationale.
- Pour éviter une appréciation de la monnaie nationale, la banque centrale doit acheter des actifs étrangers, augmentant ainsi la masse monétaire et la baisse des taux d'intérêt.

La politique fiscale avec taux de change fixe à long terme

- Lorsque le taux de change est fixe, il n'y a pas de véritable appréciation de la valeur des produits nationaux à court terme.
- Mais lorsque la production est au-dessus de son niveau potentiel, les salaires et les prix ont tendance à augmenter dans le long terme.
- Les prix augmentent, ce qui rend les produits nationaux plus cher: une appréciation réelle (EP^*/P diminue).
 - La courbe IS se déplace vers la gauche.
 - Les prix ont tendance à augmenter jusqu'à ce que l'emploi, la demande globale et la production reviennent à leurs niveaux normaux (potentiels ou naturelles).

La politique fiscale avec taux de change fixe à long terme

- Les prix sont prévus pour changer proportionnellement à la variation de la masse monétaire lorsque la banque centrale intervient sur les marchés de change.
 - Taux de change nominaux seront constant (tant que le taux de change fixe est maintenue), mais le taux de change réel sera inférieur (une appréciation réelle).

Dévaluation and Réévaluation

- « Dépréciation » et « appréciation » se réfèrent à des changements dans la valeur d'une monnaie en raison de l'évolution du marché.
- « Dévaluation » et de « réévaluation » se réfèrent à l'évolution des taux de change fixe causée par la banque centrale.

Réévaluation

- Pour qu'une réévaluation se produise, la banque centrale vend des actifs étrangers, de sorte que les actifs monétaires domestiques diminuent et les taux d'intérêt intérieurs diminuent.
 - Les avoirs de réserves internationaux officiels (obligations étrangères) diminuent.

Les crises financières et la fuite des capitaux

- Quand une banque centrale n'a pas assez d'avoires officiels de réserve internationales pour maintenir un taux de change fixe, le résultat est une crise de balance des paiements.
 - Pour maintenir un taux de change fixe, la banque centrale doit avoir suffisamment d'actifs étrangers à vendre afin de satisfaire la demande au taux de change fixe.

Les crises financières et la fuite des capitaux

- La banque centrale peut décider de réévaluer ou de dévaluer (fort taux de chômage, épuisement des réserves...)
- L'éventualité d'une brusque variations des taux de change est prise en compte par les opérateurs.
- Lorsque le marché anticipe une modification imminente du taux de change, il en résulte un **crise de balance des paiements**: un brusque changement du niveaux des réserves extérieures officielles.

Les crises financières et la fuite des capitaux

1. Cette anticipation ne fait qu'empirer la crises de balance des paiements:
 - Les investisseurs se précipitent pour changer leurs actifs nationaux pour des actifs étrangers, ce qui fait diminuer le stock d'actifs de réserve officielle internationale plus rapidement.
2. En conséquence, le capital financier est rapidement passé des actifs nationaux à des actifs étrangers: **la fuite des capitaux.**
 - L'économie nationale a un manque de capital financier pour l'investissement et a une faible demande globale (taux d'intérêt plus élevé = moins d'investissement).

Les crises financières et la fuite des capitaux

3. Pour éviter ce résultat, les actifs nationaux doivent offrir des taux d'intérêt plus élevés pour attirer les investisseurs.
 - La banque centrale peut pousser les taux d'intérêt plus élevés en réduisant la masse monétaire (en vendant des actifs nationaux et étrangers).
4. En conséquence, l'économie nationale pourrait faire face à des taux d'intérêt élevés, une masse monétaire réduite, la faible demande agrégée, faible rendement et faible taux d'emploi.

Les crises financières et la fuite des capitaux

- Les anticipations d'une crise de balance des paiements ne font qu'aggraver la crise et précipitent la dévaluation.
 - Quelles sont les causes des anticipations?
 - Les anticipations quant à la capacité et la volonté de maintenir le taux de change fixe de la banque centrale.
 - Les anticipations concernant l'économie: diminution de la demande de produits nationaux par rapport aux produits étrangers signifie que la monnaie nationale devrait devenir moins chère.
- En fait, les anticipations de dévaluation peuvent provoquer une dévaluation: **une crise auto-réalisatrice.**

Les crises financières et la fuite des capitaux

- Dans une crise de balance des paiements,
 - la banque centrale pourrait acheter des obligations domestiques et vendre la monnaie nationale (pour augmenter la masse monétaire) pour empêcher les taux d'intérêt élevés, mais cela ne fait que déprécier davantage la monnaie nationale.
 - la banque centrale ne peut généralement pas satisfaire les objectifs de maintenir un taux d'intérêt domestiques bas (par rapport aux taux d'intérêt étrangers) et des taux de change fixes simultanément.

L'écart de taux d'intérêt

- Pour de nombreux pays, les taux de rendement anticipés ne sont pas les mêmes : $R > R^* + (E^e - E)/E$. Pourquoi?
- **Le risque de défaut :**
Le risque que les emprunteurs du pays seront en défaut de remboursement de leurs prêts. Les prêteurs exigent donc un taux d'intérêt plus élevé pour compenser ce risque.
- **Le risque de change:**
Si il ya un risque que la monnaie d'un pays va se déprécier ou être dévalué, alors emprunteurs nationaux doivent payer un taux d'intérêt plus élevé pour compenser les prêteurs étrangers.

L'écart de taux d'intérêt

- En raison de ces risques, les actifs nationaux et les actifs étrangers ne sont pas traités de la même manière.
 - Auparavant, nous avons supposé que les obligations en monnaie domestique et en monnaies étrangères étaient identiques: nous avons supposé une **parfaite substituabilité des actifs**. Le risque et la liquidité des actifs ont été supposés être les mêmes.
 - En général, les actifs étrangers et nationaux peuvent différer dans le degré de risque qu'ils portent: c'est le cas d'**imparfaite substituabilité des actifs**.
 - Les investisseurs considèrent ces risques, ainsi que les taux de rendement sur les actifs, au moment de décider d'investir ou non.

L'écart de taux d'intérêt

- Une différence de risque des actifs nationaux et étrangers est l'une des raisons pour lesquelles les taux de rendement attendus ne sont pas égaux dans tous les pays :

$$R = R^* + (E^e - E)/E + \rho$$

où ρ est appelé la **prime de risque**, un montant supplémentaire nécessaire pour compenser les investisseurs pour investir dans des actifs risqués domestiques.

- Le risque pourrait être causé par le risque de défaut ou de risque de taux de change.

Le plan de sauvetage: Réduire ρ

- Les États-Unis et le FMI ont mis en place un fonds de 50 milliards de dollars pour garantir la valeur des prêts consentis au gouvernement du Mexique,
 - pour réduire le risque de défaut,
 - et réduire les risques de change, puisque les prêts étrangers pourraient avoir le rôle des réserves internationales officielles pour stabiliser le taux de change si nécessaire.
- Après une récession en 1995, l'économie a commencé à se redresser.
 - Les produits mexicains sont devenus relativement peu coûteux, permettant d'accroître la production.
 - L'augmentation de la demande de produits mexicains par rapport à la demande de produits étrangers a stabilisé la valeur du peso et réduit le risque de taux de change.

Prime de risque

- Le **prime de risque** ρ est :
 - une fonction positive des obligations d'État domestiques (B)
 - Plus l'encours des obligations publiques domestiques détenues par les investisseurs privés est important, plus ils sont vulnérables aux variations inattendues du taux de changes
 - une fonction négative des actifs domestiques détenus para la banque centrale (A)
 - Lorsque la banque centrale achète des actifs domestiques, le marché n'a plus besoin d'en détenir. La vulnérabilité du secteur privé au risque de change est moindre.
- $\rho = \rho(B - A)$

Effets d'une intervention stérilisée avec imparfaite substituabilité des actifs

- Les interventions stérilisées peuvent agir sur le taux de change, lorsque les actifs sont imparfaitement substituables
- Effets d'un achat stérilisé d'actifs étrangers par la banque centrale:
 - L'offre de monnaie est constante
 - Le stock d'actifs domestiques que doit détenir le marché $B - A$ est plus élevé
 - Cet accroissement provoque une hausse de la prime de risque
 - La monnaie se déprécie

Figure 18-6

Effect of a Sterilized Central Bank Purchase of Foreign Assets Under Imperfect Asset Substitutability

A sterilized purchase of foreign assets leaves the money supply unchanged but raises the risk-adjusted return that domestic currency deposits must offer in equilibrium. As a result, the return curve in the upper panel shifts up and to the right. Other things equal, this depreciates the domestic currency from E^1 to E^2 .

