

Exposé EC02

Laura Nordmann – Thomas Petazzoni

6 octobre 2002

Introduction

La politique de change désigne l'ensemble des actions des pouvoirs publics visant à maintenir ou à modifier le taux de change de la monnaie nationale selon les objectifs recherchés.

De 1944 à 1973 : Système monétaire international (accords de Bretton Woods), système de change fixe utilisant le dollar comme monnaie de référence.

De 1973 à 1979 : Serpent Monétaire Européen, système de change flottant.

De 1979 à l'euro : Système monétaire européen utilisant l'écu comme monnaie de référence. L'écu est une monnaie panier dont la valeur est une moyenne de la valeur de chacune des monnaies qui le composent.

Il existe deux façons de concevoir la politique de change : la dévaluation, appliquée avant 1986 et l'intervention sur le marché des changes appliqué après 1986 en France.

1 Avant 1986

Depuis 1979, le Système monétaire européen se charge de stabiliser les monnaies européennes les unes par rapport aux autres autour de l'écu. L'écu permettait de définir les taux pivots (valeurs de référence) pour chaque monnaie. Les banques centrales intervenaient de façon concertée pour défendre ces parités.

Avant la seconde guerre mondiale, la pratique des dévaluations compétitives était relativement fréquente.

1.1 Principe de la dévaluation compétitive

Dans un système à parité fixe, la dévaluation est une décision des autorités monétaires qui diminue la valeur de la monnaie nationale exprimée en

monnaie étrangère (dans le cas de la France, par rapport à l'écu). Il faudra donc fournir d'avantage de monnaie nationale pour obtenir la même quantité de monnaie étrangère.

Les années 70 sont caractérisées par des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes pour tenter de remédier à la crise qui frappe les économies développées depuis le premier choc pétrolier. Ces tentatives sont vouées à l'échec et ceci se caractérise par le ralentissement, l'inflation et le chômage. Cet échec conduit nombre de gouvernements en priorité contre l'inflation et non plus contre le chômage. Cependant, en 1981, avec l'arrivée de la gauche au pouvoir en France, la priorité est à nouveau la lutte contre le chômage. Ces mesures sont prises dans un contexte de récession mondiale. La France accuse alors un décalage conjoncturel par rapport à ses principaux partenaires commerciaux et le degré d'ouverture de l'économie française n'autorise plus les politiques économiques prises isolément. La crise s'aggrave, l'inflation s'accélère, le chômage n'est pas résorbé, tandis que les déficits extérieur et public s'accroissent. La dépréciation du franc oblige à plusieurs dévaluations.

1.2 Interets

La dévaluation diminue le prix des biens exportés, qui gagnent donc en compétitivité prix. Symétriquement elle renchérit le prix des biens importés. Elle agit donc sur l'équilibre de la balance commerciale (plus d'exportations, moins d'importations) et sur l'inflation (diminution).

Une inflation nettement plus forte qu'en Allemagne réduisait la compétitivité des produits français et conduisait à dévaluer le franc régulièrement pour corriger le différentiel d'inflation et tenter de résorber le déficit extérieur. Ceci était accompagné de réévaluation du mark, et ainsi un mark valait 1,60 Frs en 1972, 2,30 Frs en 1979 et 3,35 Frs en 1987.

1.3 Limites

Mais, lorsqu'un pays cherche à limiter ses importations et à stimuler ses exportations par ce moyen, il incite ses partenaires commerciaux à en faire autant. Si toutes les monnaies sont dévaluées, finalement, aucune ne se trouve réellement dévaluée par rapport aux autres. La dévaluation est alors insuffisante pour obtenir un avantage compétitif durable et les pays engagés dans cette logique de guerre commerciale ont recours au protectionnisme. Il s'ensuit un recul mondial de la demande globale, dont les effets peuvent être dramatiques pour l'activité et l'emploi dans tous les pays. La grande dépression des années 30 a suffisamment illustré ces effets pervers.

Aussi, depuis 1944, les pays adhérents au système monétaire international, puis au serpent monétaire européen, puis au système monétaire européen ont renoncé à l'usage de dévaluations compétitives prises sans concertation avec les partenaires commerciaux.

Dans un régime de parité fixe, la dévaluation n'est en théorie autorisée que pour corriger un déficit de la balance des paiements et quand la banque centrale n'est plus en mesure de défendre la valeur de sa monnaie. Certes, un pays peut laisser l'inflation s'accélérer et quand le déséquilibre est trop grand, dévaluer sa monnaie. Mais la dévaluation donnant un avantage compétitif aux pays qui la pratiquent, elle peut être vue comme un acte d'aggression commerciale qui remet en cause le contrat sur lequel repose le système de parité fixe. Le pays qui dévalue doit donc s'engager à mener une politique de freinage de sa demande intérieure et de son inflation.

Prenant acte du fait que l'interdépendance des économies ne rend plus possible des démarches autonomes de politique économique, la France va alors se rallier à l'opinion dominante au niveau international et lutter prioritairement contre l'inflation.

Au cours des années 80, la marche vers l'Union économique et monétaire va renforcer le choix de politique économique du franc fort. En effet, pour adopter la monnaie unique à la fin du siècle, il faut avoir une inflation faible, des taux d'intérêt stable à long terme, un déficit et une dette publique inférieurs à des seuils définis, tout en ayant un taux de change stable. La France, en tant qu'ardent défenseur de la monnaie unique, se doit de se conformer aux objectifs définis par le traité de Maastricht.

2 Après 1986 : la politique du franc fort

2.1 Principe de la politique du franc fort

La politique du franc fort avait pour objectif de stabiliser le taux de change en essayant de créer une monnaie forte qui lutterait durablement contre l'inflation. La politique monétaire devra contrôler l'évolution quantitative de la masse monétaire et la stabilité du cours du franc par rapport au mark. On choisit l'ancrage sur le mark car l'économie allemande est la première puissance européenne et notre premier partenaire commercial. Elle bénéficie d'une forte confiance sur les marchés internationaux grâce à son taux faible d'inflation et à ses taux d'intérêts parmi les plus bas, puisqu'ils ne comportent pas de primes de risque. L'ancrage sur le mark est un moyen d'importer les faibles d'inflation et de taux d'intérêts allemands ce qui doit permettre d'accroître la crédibilité de la politique économique française face

aux marchés internationaux en réduisant les anticipations inflationnistes.

Un premier moyen d'influer sur le taux de change serait d'utiliser les réserves de change de la Banque centrale en les échangeant soit contre la monnaie nationale, soit contre des devises. Mais cette méthode contraint à avoir des réserves de change importantes en monnaie nationale lorsque la banque centrale doit soutenir le cours de sa monnaie. De plus, en mettant en circulation une masse monétaire de sa propre monnaie, elle risque d'alimenter l'inflation.

Pour ces différentes raisons, cette méthode ne sera pas utilisée, on préférera utiliser le contrôle quantitatif du crédit jusqu'en 1987, puis à partir de 1988 l'instrument de la politique monétaire sera le taux d'intérêt en particulier les taux courts définis par la Banque de France. Les taux d'intérêts apparaissent comme le moyen le plus sûr pour défendre le taux de change d'une monnaie dans un monde où la mobilité des capitaux s'accroît.

Une banque centrale peut donc lutter contre une forte dépréciation de sa monnaie en augmentant ses taux d'intérêt, car cette augmentation stimule l'entrée de capitaux étrangers et ainsi la demande pour la monnaie nationale, ce qui fait remonter le taux de change. C'est donc un instrument pour compenser la dépréciation qui permet de stabiliser le taux de change tout en économisant des réserves de change.

Mais ces mesures, destinées à attirer les capitaux n'ont d'effet que si la banque centrale étrangère n'augmente pas à son tour ses taux d'intérêt pour retenir les capitaux dans son pays. Cette stratégie n'est donc valable que dans le cadre d'une coopération entre banques centrales.

2.2 Interets

Le principal intérêt de la politique du franc fort par rapport à celle des dévaluations compétitives est d'essayer de créer une monnaie forte, susceptible d'attirer les investisseurs étrangers. En effet, ceux-ci auront plutôt tendance à faire confiance à une monnaie forte, ancrée sur une autre monnaie commercialement crédible, qu'à une monnaie sans cesse dévaluée pour contrer l'inflation. L'objectif est donc de renouer avec la confiance des investisseurs étrangers.

Par ailleurs, la stabilisation du taux de change doit permettre de restaurer la compétitivité des entreprises françaises sur le marché national et sur les marchés étrangers afin d'enrayer la spirale qui allait du développement de l'inflation à la dépréciation de la monnaie.

Le franc fort est aussi un objectif, car le seul moyen d'avoir une monnaie forte est d'avoir des positions commerciales solides. Dès lors, le franc tient sa force des conditions du marché et n'a plus besoin d'être soutenu par des taux

d'intérêt élevés, ce qui permet d'envisager une baisse de ceux-ci. De plus, la baisse des taux d'intérêt stimule l'investissement. Ainsi, une compétitivité renforcée sur les marchés extérieurs et nationaux assurera la croissance, favorisera les créations d'emploi et garantira le pouvoir d'achat en France. La politique du franc fort n'est donc pas en théorie un cercle vicieux, comme pouvait l'être celui des dévaluations compétitives.

Les résultats de la politique du franc fort en matière d'inflation sont incontestables. Celle-ci passe des taux supérieurs à 10% du milieu des années 70 jusqu'au début des années 80, à des taux faibles avoisinant les 2% en 1995. Le différentiel d'inflation avec l'Allemagne s'est considérablement réduit depuis le début des années 80, le taux d'inflation allemand étant même supérieur à celui de la France de 1991 à 1995.

La politique de désinflation compétitive couplée au moins jusqu'en 1990 à une stricte maîtrise des dépenses publiques a permis un maintien de la parité du franc vis à vis du mark et des autres monnaies du SME et elle a indéniablement amélioré la compétitivité des entreprises.

Le différentiel de taux d'intérêts entre la France et l'Allemagne se réduit dès la fin des années 1980 tandis que les taux d'intérêts à court terme baissent des 1992, ce qui prouve que la politique du franc fort (hausse des taux d'intérêt) n'est pas un cercle vicieux.

2.3 Limites

Cependant ces évolutions favorables ne satisfont pas les marchés, la politique française manque encore de crédibilité aux yeux des opérateurs internationaux.

En effet, le gouvernement peut être conduit à mener une politique beaucoup plus restrictive qu'il ne serait objectivement nécessaire pour atteindre les objectifs fixés. Quand éventuellement, le gouvernement a atteint ces objectifs de faible inflation et d'équilibre extérieur, il reste néanmoins soumis à la contrainte de crédibilité. Il devra tenir coûte que coûte une politique monétaire rigoureuse sur une longue période pour reconstituer son capital de crédibilité et démontrer ainsi que la conversion du pays à la stabilité monétaire n'est pas purement temporaire. Ainsi au début des années 1990 (90-92), la plupart des observateurs considéraient que la France disposait d'une certaine marge de manoeuvre pour abaisser ses taux d'intérêt : une inflation des plus faibles dans le monde industrialisé, et plus faible qu'en Allemagne, des comptes extérieurs équilibrés et même un excédent commercial important en 1992. Pourtant, le franc subissait encore de temps à autre des vagues de spéculation cherchant à provoquer une dévaluation. C'est dire qu'après 10 ans de politique de rigueur, les marchés financiers n'étaient pas encore tout à

fait convaincus de la solidité du franc et de la détermination du gouvernement à garder coûte que coûte le cap de la stabilité monétaire. Dans ce contexte, en dépit des marges de manoeuvre objectives, de la montée inquiétante du chômage et de la proximité des élections (mars 1993), le gouvernement ne pouvait provoquer aucune baisse des taux sans que la Bundesbank ait au préalable abaissé ses taux d'intérêt. Toute tentative de baisse unilatérale des taux d'intérêt aurait montré aux marchés financiers que le gouvernement français pouvait lâcher l'objectif de stabilité monétaire au profit de celui de l'emploi et justifier de nouvelles attaques spéculatives contre le franc. Il fallu donc réaugmenter les taux d'intérêts pour éviter les taux d'intérêt pour éviter la dévaluation du franc.

Il y a donc une contrainte de crédibilité non seulement vis à vis des investisseurs, mais aussi vis à vis des spéculateurs, intervenant sur le marché des capitaux.

D'autre part, la hausse des taux d'intérêts a des effets néfastes sur l'investissement de la part des nationaux : ceux-ci ont plus de difficulté à emprunter, et sont plus tentés par l'épargne, bien rémunérée.

Conclusion