

Stabiliser les taux de change réels pour sortir de la crise

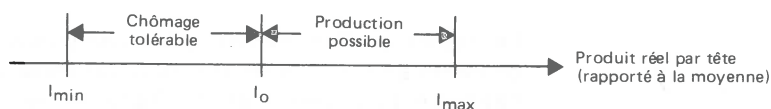
A la veille du sommet de Williamsburg, certains symptômes peuvent sembler indiquer un début de convalescence de l'économie mondiale. La crise comporte en elle-même des mécanismes auto-rééquilibrants, dans la mesure où elle remet en cause diverses formes de rigidité à l'intérieur des économies comme sur le plan international : la baisse modérée des prix du pétrole est l'exemple le plus marquant de ce type d'évolution favorable.

Toutefois, un optimisme excessif serait prématuré. L'amorce de reprise observé aux États-Unis reste fragile, en raison de la persistance d'un déficit budgétaire et de taux d'intérêt réels trop élevés, et la situation internationale demeure préoccupante : la dissymétrie des contraintes qui pèsent présentement sur chaque pays engendre même des risques de déflation accentuée et de protectionnisme généralisé. Pour conjurer ces risques, le nécessaire redressement des économies nationales doit désormais aller de pair avec une stabilisation des taux de change réels.

1 La dissymétrie des contraintes intérieures

La position intérieure d'une économie nationale doit toujours être comparée à celle de ses partenaires, pour apprécier son caractère plus ou moins favorable. Si l'on rapporte le produit réel par habitant d'un pays (1) à une moyenne internationale, on peut ainsi définir à tout moment un niveau théorique d'activité qui corresponde à une répartition équilibrée du chômage entre les économies nationales (point I_0 du graphique A) (2).

GRAPHIQUE A :
Marges de manœuvre entre les contraintes intérieures



Le produit réel par habitant peut être plus élevé que ce niveau théorique si le pays parvient à freiner le chômage davantage que ses partenaires. Mais il ne peut excéder le point I_{max} assurant la pleine utilisation des facteurs de production, et les tensions sur l'appareil de production tendent à accélérer l'inflation au fur et à mesure que l'on se rapproche de ce maximum. La contrainte qui délimite la marge de manœuvre supérieure est donc fixée par la *production physiquement possible*. Inversement, la marge de manœuvre inférieure est délimitée par le *seuil de chômage tolérable*, les tensions sociales s'accroissant au fur et à mesure que le produit réel par tête se rapproche du minimum psychologique indiqué par la contrainte I_{min} .

Avant la crise, ces marges de manœuvre étaient relativement restreintes, et toutes les économies fonctionnaient au voisinage du plein emploi. Dans une première phase, la crise a élargi les deux marges en même temps que le chômage moyen s'élevait : la sous-utilisation des capacités de production accroissait la marge supérieure, cependant que la limite psychologique du chômage supportable reculait sans cesse davantage. Au cours des dernières années, toutefois, une deuxième phase est apparue : les entreprises affectées dans leur rentabilité ayant dû éliminer

(1) Le produit réel est calculé en utilisant un taux de change de parité des pouvoirs d'achat au niveau du PIB, en fonction d'un système uniforme de prix internationaux. Il se distingue par conséquent du produit nominal, converti dans une monnaie de référence en appliquant le taux de change observé en moyenne pendant la période considérée.

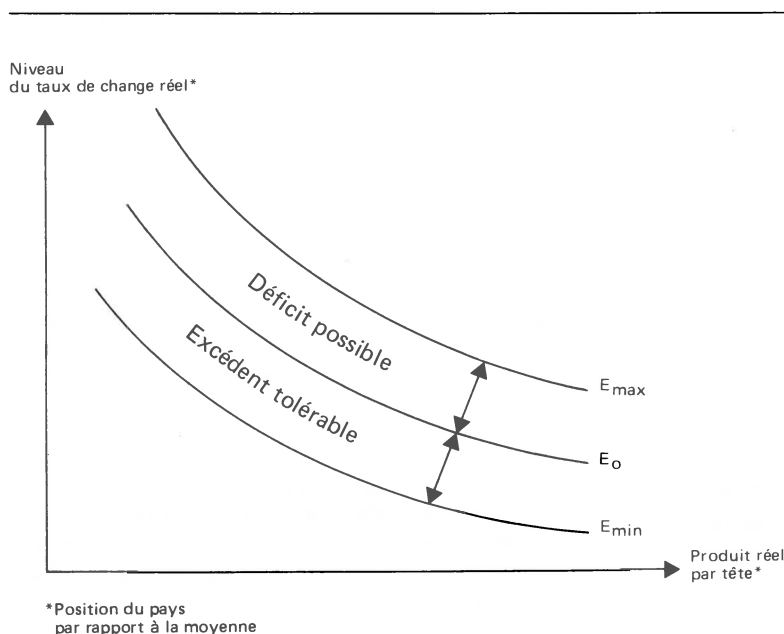
(2) En partant du chômage structurel observé dans chaque pays avant la crise, on suppose ici que le chômage supplémentaire engendré par la crise se répartisse au prorata des populations actives des différents pays.

les sur-capacités de production, la marge supérieure s'est le plus souvent réduite, cependant que la marge inférieure a paru s'estomper (bien qu'il existe, à l'évidence, un seuil de rupture). Une dissymétrie apparente s'est donc créée sur le jeu des contraintes intérieures.

2 La dissymétrie des contraintes extérieures

GRAPHIQUE B
Marges de manœuvre
entre les contraintes
extérieures

Dans un ensemble d'économies nationales interdépendantes, l'équilibre nécessaire de la balance des paiements fait peser des contraintes sur chacune d'entre elles. Pour chaque pays, les marges de manœuvre se définissent par rapport à l'équilibre des opérations courantes, qui dépend de la position relative tant de son produit réel par habitant que de son taux de change réel (3).



Le graphique B systématise les conditions théoriques d'équilibre de la balance courante en fonction de ces deux variables. *A structure inchangée*, une économie nationale peut rester en équilibre en se déplaçant — par rapport aux autres pays — le long de la courbe E_0 , soit en diminuant relativement son produit réel et en élevant relativement le niveau de son taux de change réel, soit au contraire en élevant le premier et en diminuant le second (4). Pour un certain niveau du produit réel par tête, le niveau du taux de change réel d'équilibre, indiqué par la courbe E_0 , est plus ou moins élevé selon la qualité plus ou moins bonne de la spécialisation internationale du pays (5) : quant à la forme de cette courbe E_0 , elle se rapproche de l'horizontale lorsque les échanges du pays sont plus sensibles aux prix qu'aux volumes, et elle se rapproche de la verticale dans le cas inverse (6).

Au-dessus de la courbe E_0 d'équilibre apparaît un déficit de la balance des opérations courantes. La marge de manœuvre supérieure est délimitée par la courbe E_{max} , qui marque une contrainte financière ou monétaire puisque le *déficit possible* doit être compensé par des apports de capitaux extérieurs. En revanche, la marge de manœuvre inférieure, qui indique l'*excédent tolérable*, n'est délimitée que par une contrainte psychologique E_{min} : il convient de savoir dans quelle mesure les partenaires du pays concerné sont prêts à supporter son excédent, et à partir de quel seuil ils prennent des mesures de protection vis-à-vis d'une concurrence jugée excessive.

(3) Vis-à-vis d'une zone de référence, le niveau du taux de change réel est défini par le rapport entre le taux de change nominal (observé en moyenne sur le marché durant la période considérée) et la norme de parité des pouvoirs d'achat (calculée sur le produit intérieur brut).

(4) On fait abstraction ici des effets pervers qui, dans l'immédiat, peuvent donner à la courbe une pente positive après un brusque changement de parité. Normalement, ces effets pervers disparaissent en cas d'évolutions régulières.

(5) Cf. G. Lafay, « Dynamique de la spécialisation internationale » (Economica, Paris, 1979). On doit aussi noter que le niveau de la courbe E_0 peut se modifier dans le temps, toutes choses égales par ailleurs, du simple fait d'un écart structurel de tendance démographique.

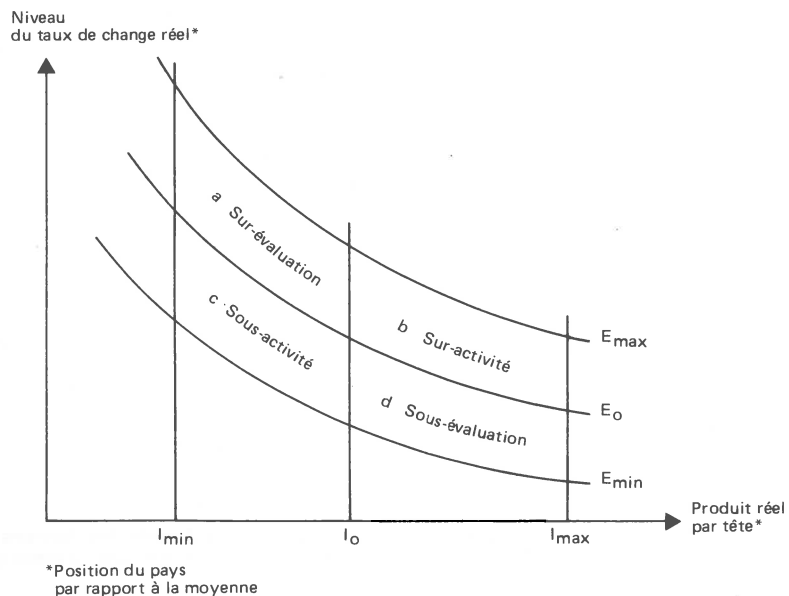
(6) Seule une analyse approfondie peut permettre de déterminer la forme de la courbe propre à chaque pays.

Comme pour les contraintes intérieures, les marges de manœuvre extérieures ont d'abord été accrues par la crise. L'excédent brutal de l'OPEP, consécutif à chacun des chocs pétroliers, a eu comme contrepartie un recyclage des capitaux qui a permis l'apparition d'importants déficits dans de nombreux pays. Mais, ici également, la situation a évolué : tandis que l'excédent de l'OPEP s'amenuisait, la mise en œuvre de politiques monétaires restrictives a fait entrer l'économie mondiale dans une phase de sous-liquidité. A l'exception de l'économie américaine, dont le déficit peut être compensé par le rôle international du dollar, toutes les économies déficitaires subissent désormais la pression de la contrainte supérieure, qui devient d'autant plus rigoureuse que le FMI a repris le contrôle des circuits internationaux et que la persistance de taux d'intérêt élevés aggrave la charge de l'endettement.

3 Le mécanisme de déflation - protection

Dans le développement de la crise, l'apparition récente d'une dissymétrie pour les deux types de contraintes fait peser de graves dangers sur l'évolution de l'économie mondiale. Le jeu de ces contraintes risque en effet d'engendrer un mécanisme de déflation qui, par contrecoup, ne peut manquer de susciter des pressions protectionnistes.

GRAPHIQUE C
Jeu combiné des deux types
de contraintes



En représentant, sur le graphique C, la combinaison des contraintes intérieures et extérieures, quatre cas peuvent être distingués :

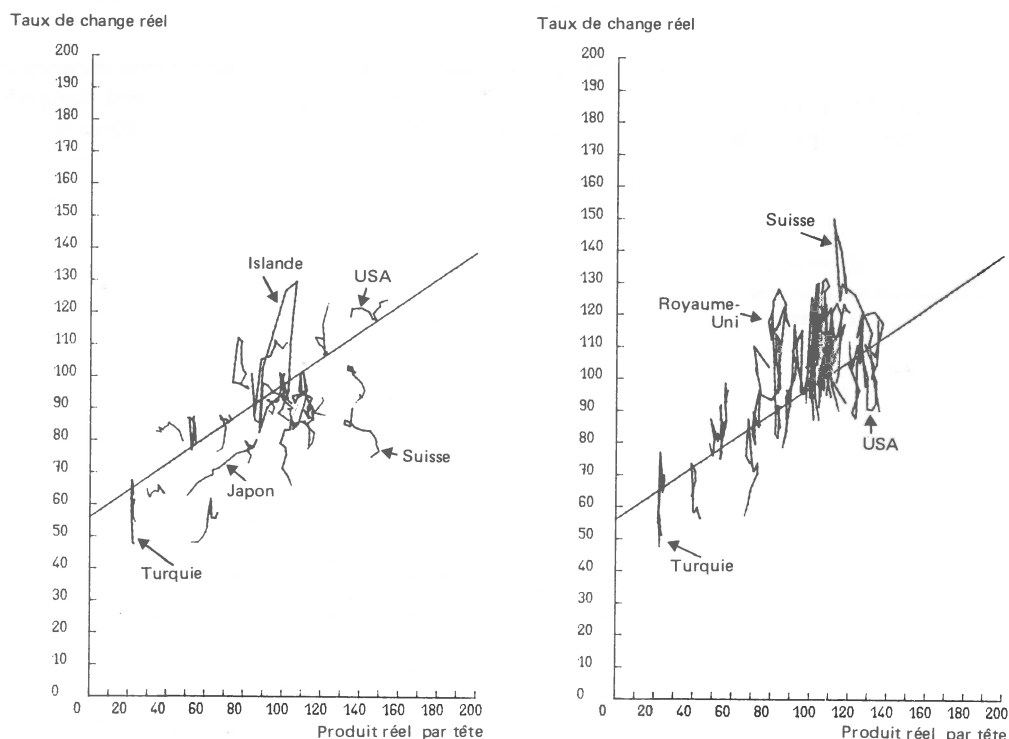
- lorsqu'un déficit courant est obtenu bien que le produit réel par tête reste inférieur au niveau de référence I_0 , qui correspond à une répartition équilibrée du chômage, le pays subit un chômage importé par la *sur-évaluation* de sa monnaie ;
- lorsqu'au contraire ce déficit correspond à un niveau de produit réel supérieur à I_0 , le pays est en situation de *sur-activité* ;
- un excédent courant obtenu avec un produit réel par tête inférieur à I_0 indique une situation de *sous-activité* ;
- enfin, un excédent courant acquis en dépit d'un produit par tête supérieur à I_0 montre que le pays exporte du chômage par la *sous-évaluation* de sa monnaie.

Sur le plan international, l'équilibre théorique est obtenu lorsque chaque pays se place au croisement de ses courbes de référence I_0 et E_0 (7). Mais la dissymétrie des contraintes ne permet pas d'atteindre cet équilibre. Toutes les économies tendant à être rejetées simultanément vers la zone (c) d'excédent par sous-activité, il en résulte une course à la déflation dont le résultat final est d'élever le niveau du chômage dans l'ensemble du monde. Le jeu spontané des contraintes, tel qu'il résulte des rapports de forces actuels, risque par conséquent de créer les conditions d'explosions sociales et de réactions protectionnistes.

(7) Pour simplifier, on omet ici l'incidence des monnaies de réserve internationale et celle des flux structurels d'investissement.

4 Pour une norme de taux de change réel

GRAPHIQUE D
Évolution structurelle
des taux de change réels
(Base 100 = moyenne
de l'OCDE)



Source: CEPII, base CHELEM-PIB, à partir des données 1975 du projet ICP mené par Kravis pour les Nations unies (phase III, The Johns Hopkins University Press, Baltimore et Londres, 1982).

Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales.
9, rue Georges-Pitard,
75015 Paris.
Tél. : 842.68.00

Rédacteur en chef :
Gérard Lafay

Édition :

La Documentation française.
Abonnement d'un an
(8 numéros) : 130 F.
Commande adressée à
La Documentation française.
124, rue Henri-Barbusse,
93308 AUBERVILLIERS CEDEX

Règlement à réception
de la facture.

Directeur
de la publication :
Yves Berthelot

CPPP n° 1462 AD.
Dépôt légal
2^e trimestre 1983

Imp. CID éditions,
Nantes

Imprimé en France.

Une intervention concertée ne peut prétendre restaurer une fixité des taux de change nominaux telle qu'elle était assurée par le système de Bretton Woods. Les objectifs de stabilisation ne pourront être atteints que s'ils sont définis en termes de taux de change réels, avec une *marge* suffisante, et autour de parités réalistes. Il serait illusoire de vouloir maintenir des taux de change dépassés ou de retenir une norme de parité des pouvoirs d'achat qui serait inadaptée (8). Une analyse de l'évolution structurelle des taux de change réels dans le temps et dans l'espace (graphique D) montre que ceux-ci croissent avec le niveau relatif de développement. Cette relation (9) a été observée aussi bien depuis 1971 qu'avant cette date, la différence essentielle étant l'amplitude accrue des variations de change au cours de la dernière période (10). Sur la base du produit réel par tête, et en utilisant des indicateurs appropriés pour mesurer la qualité de la spécialisation internationale de chaque pays (11), il devrait donc être possible de définir une norme réaliste de taux de change réel : celle-ci pourrait servir de référence pour un mécanisme concerté d'intervention.

(8) Sur le graphique D, la parité des pouvoirs d'achat au niveau du PIB est indiquée par la ligne horizontale au niveau 100.

(9) De 1960 à 1982, la relation observée pour les pays de l'OCDE (à l'exception de la Suisse et de l'Islande) est la suivante, en prenant comme base 100 la moyenne pondérée des pays :

$$\text{TCR} = 0,415 \text{ PRT} + 56,0 \quad R^2 = 0,48$$

(21,6) (30,9)

(10) On remarque, sur le graphique D, que les variations surtout horizontales de 60 à 71 laissent la place à des variations verticales de 71 à 82.

(11) Voir sur ce point les différents travaux du CEPII. Pour un produit réel donné, une spécialisation favorable élève le taux de change réel et une spécialisation défavorable l'abaisse.