

Exercices (Thème 3b)

Définitions

- Base monétaire
- Prise en pension
- Cession en pension
- Réserves officielles
- Opérations de change non-stérilisée
- Opérations de change stérilisée
- Dévaluation compétitive
- Crise de la balance des paiements
- Fuite des capitaux
- Crise bancaire
- Ruée aux guichets
- Diagramme de Swan

Questions à court développement

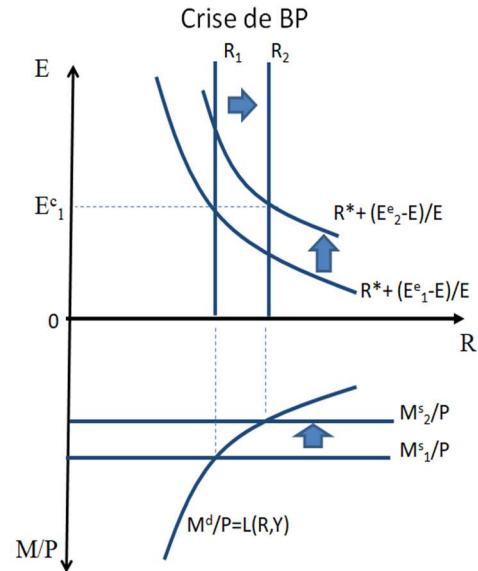
1. Distinguez les opérations de change stérilisées et non-stérilisées en prenant soin d'identifier les différents impacts de ces opérations sur les principaux postes du bilan de la banque centrale.

Opération de change non-compensée visant une dévaluation (↑ R.O. de 1\$)				Opération de change compensée visant une dévaluation (↑ R.O. de 1\$ compensée par une cession)			
Actif		Passif		Actif		Passif	
Avoirs étrangers	+1	Dépôts des banques		Avoirs étrangers	+1	Dépôts des banques	-1
Avoirs nationaux		Numéraire	+1	Avoirs nationaux	-1	Numéraire	+1

L'opération non-stérilisée de gauche vise la $\uparrow E$. Cette dernière passe par la $\uparrow R.O. \Rightarrow \uparrow M^s \Rightarrow \downarrow R \Rightarrow \uparrow E$. Ici, les deux hypothèses de la PTI simple, la substituabilité et la mobilité parfaites des capitaux, sont respectées, et la BC doit accepter que la $\uparrow E$ va de pair avec $\downarrow R$ de même que l'impact de cette baisse sur EI.

L'opération stérilisée de droite vise aussi $\uparrow E$. Cette dernière passe aussi par la $\uparrow R.O.$, mais la $\downarrow$ Avoirs nationaux annule l'effet de l'opération de change sur M^s et R . Pour observer un impact sur E en l'absence d'un impact sur R , il faut toutefois recourir à un effet de signalement ou encore relâcher l'hypothèse de substituabilité parfaite des capitaux pour y inclure une prime de risque associée à l'exposition du marché aux titres nationaux. Voir notes de cours à ce sujet.

- Ultimement, l'amélioration de la compétitivité des producteurs locaux nécessaire au rétablissement de CC passe par $\uparrow q = E P^*/P$, soit par $\uparrow E^c$ (une dévaluation compétitive), soit par $\downarrow P$ (spirale P/W déflationniste). La deuxième possibilité est humainement coûteuse et politiquement irréaliste. Tous le savent et débudent la fuite des capitaux.



Finalement, la population locale voudra aussi se prémunir de la perte de pouvoir d'achat associé à la dévaluation en transformant leur dépôt bancaire en valeur refuge (\$US, Euro, or, immobilier, etc.), ce qui risque de provoquer une ruée sur les banques et une crise bancaire.

- Ce type de régime de change veut établir la fixité irrévocable du peso face au \$US et implique de fait la mise en tutelle de la banque centrale et de la politique monétaire. Cette dernière est dorénavant «importée» des États-Unis. Si la politique monétaire américaine contrôle étroitement la croissance monétaire et l'inflation, la fixité irrévocable assurera le même contrôle sur le niveau des prix argentins.**

La fixité irrévocable assure par ailleurs l'élimination complète du risque de change avec la monnaie américaine qui joue aussi le rôle de monnaie de réserve internationale et sert aux fins des transactions sur les commodités. Le risque de change avec les devises tierces n'est évidemment pas éliminé, mais il s'en trouve tout de même diminué puisqu'historiquement la

valeur du \$US s'est avérée être beaucoup plus stable que celle du peso argentin. Sans surprise puisque la valeur d'une monnaie est directement liée au contrôle plus ou moins serré de M^s .

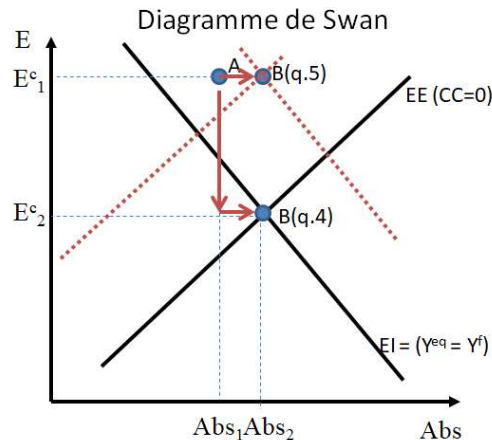
Cette diminution importante du risque de change est aussi de nature à encourager les flux d'IDE et par conséquent à faire croître plus rapidement le PIB potentiel. De ce point de vue, la politique peut être présentée comme une politique de croissance.

Formellement, on a :

- Fixité irrévocable $\Rightarrow \downarrow$ risque de change $\Rightarrow \uparrow$ IDE $\Rightarrow \uparrow$ K $\Rightarrow \uparrow$ Pot $\Rightarrow \uparrow$ OG^{ct}
- $\uparrow$ Pot et $\uparrow$ OG^{ct} $\Rightarrow \uparrow$ PIBr et $\downarrow$ P.

Rappel : pour les classiques l'OG^{ct} est relativement inélastique et les salaires s'ajustent relativement rapidement ce qui fait en sorte que toute $\uparrow$ DA génère selon eux relativement plus d'inflation que de croissance. Voilà pourquoi ces derniers privilégient les politiques de croissance par la stimulation de l'offre.

Les questions 4 à 6 traitent du fait qu'entre 2003 et 2008 l'économie chinoise surchauffait en même temps qu'elle accumulait des excédents commerciaux faramineux.



4. Représentez cette situation à l'intérieur d'un diagramme de Swan et précisez quelle combinaison de politiques devrait être mise en place afin de rétablir le double équilibre intérieur et extérieur.

La BC devrait abaisser la cible de E_1 vers E_2 et le gouvernement devrait opter pour politique expansionniste ($\uparrow G / \downarrow T$) pour faire passer l'absorption de Abs_1 vers Abs_2 . Notez que si vous avez mis le point A à droite de Abs_2 , vous devez prescrire une politique budgétaire restrictive ($\downarrow G / \uparrow T$).

5. Présentez le mécanisme par lequel ce double équilibre pourrait être rétabli advenant que la fixité du taux de change soit maintenue à tout prix. Précisez les conséquences attendues d'une telle décision pour la population.

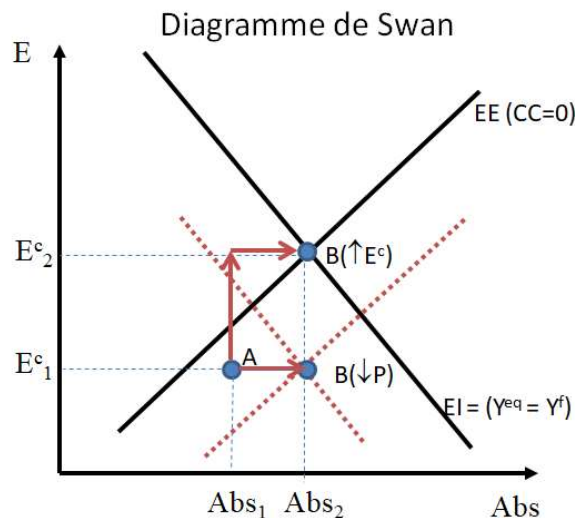
Le rétablissement de EE passe par l'ajustement de $q = E^c P^*/P$. Si cet ajustement ne vient pas d'une baisse de E^c , il devra venir d'une hausse de P (considérant P^* comme donné).

Un tel ajustement à la baisse des prix locaux implique une spirale P/W inflationniste, ce qui rétablira EE et EI à un P plus élevé (voir les relations EE et EI en rouge ci-haut). La population subira dans ce cas les coûts de l'inflation.

6. Expliquez les motivations qui pourraient pousser une banque centrale à maintenir une telle politique.

La BC jugera probablement que les coûts de cette inflation sont inférieurs aux coûts d'une modification de la cible en termes de perte de crédibilité du change fixe. De plus, l'accumulation des R.O. en situation de $CC > 0$ pourrait paraître souhaitable pour la BC. Le gouvernement s'accommodera de l'inflation.

7. Pourquoi ne pas refaire les questions 4 à 6 en réfléchissant à la situation de l'Argentine au début des années 2000 où l'on observait un déficit du compte courant et une situation de sous-emploi?



La BC devrait hausser la cible de E^c_1 vers E^c_2 et le gouvernement devrait opter pour une politique budgétaire expansionniste ($\uparrow G / \downarrow T$) pour faire passer l'absorption de Abs_1 vers Abs_2 .

Le rétablissement de EE passe par l'ajustement de $q = E^c P^*/P$. Si cet ajustement ne vient pas d'une hausse de E^c , il devra venir d'une baisse de P (considérant P^* comme donné).

Un tel ajustement à la baisse des prix locaux implique une spirale P/W déflationniste, ce qui rétablira EE et EI à un P plus faible (voir les relations EE et EI en rouge ci-haut), mais qui

générera beaucoup de résistance de la part des travailleurs. Une rigidité des salaires à la baisse fera augmenter le coût de l'ajustement par le prolongement d'un état dépressionnaire dans l'économie.

La BC voudra probablement défendre sa cible 1, pour autant que R.O. sont suffisantes, mais le gouvernement finira par trouver le coût politique trop élevé et interviendra auprès de la BC en faveur d'une hausse de $\uparrow E^c$. L'épuisement des R.O. et les pressions politique finiront par imposer la dévaluation compétitive.