

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES ÉCONOMIQUES ORIENTATION GÉNÉRALE À FINALITÉ SPÉCIALISÉE

Le choix du taux de change optimum

Callier, Philippe

Award date:
1969

Awarding institution:
Universite de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix - Namur

Faculté des Sciences Economiques et Sociales
Année académique 1968-1969

LE CHOIX DU TAUX DE CHANGE OPTIMUM

Philippe CALLIER

Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de Licencié en Sciences Economiques et Sociales

Jury du Mémoire : Jacques de Groot Pierre Lebrun
--

"... ce roi est un grand magicien :
il exerce son empire sur l'esprit même de
ses sujets ; il les fait penser comme il
veut. S'il n'a qu'un million d'écus dans
son trésor, et qu'il en ait besoin de deux,
il n'a qu'à leur persuader qu'un écu en
vaut deux, et ils le croient ".

Montesquieu, Lettres Persanes, lettre XXIV.

Avant de laisser le lecteur franchir le seuil de cette étude, je veux profiter de cette page pour dire ma reconnaissance aux professeurs Jacques de Groot, Pierre Lebrun et Pascal Salin. L'intérêt qu'ils ont manifesté pour ce travail tout au long de son élaboration a été pour moi l'encouragement le plus stimulant.

Le choix du sujet puis l'ensemble des problèmes, théoriques ou politiques, abordés dans cette étude ont été longuement discutés avec le professeur J. de Groot. Je lui suis particulièrement reconnaissant de son inlassable souci de compléter ma formation scientifique et de me faire profiter de toute son expérience pratique en matière monétaire.

Le professeur P. Lebrun, par ses remarques franches et cordiales à la fois, par ses leçons de méthode et son dévouement bien connus de ceux qui ont pu suivre son enseignement, m'a également apporté un soutien précieux. Je suis heureux de pouvoir l'en remercier ici.

Au cours de mon séjour à Paris, au début de cette année académique, j'ai eu le privilège de rencontrer le professeur P. Salin. Grâce à son amabilité et à son enthousiasme pour la théorie économique, j'ai pu bénéficier de ses travaux et de ses connaissances étendues en matière de paiements internationaux. Je lui suis très reconnaissant du temps qu'il a bien voulu me consacrer. Les contacts que j'ai pu avoir avec le professeur Salin sont indéniablement à l'origine des idées qui ont inspiré certains développements de ce mémoire, particulièrement dans la seconde partie.

Ma gratitude s'adresse également aux membres de cette faculté, enseignants et étudiants, auxquels je dois ma formation intellectuelle et scientifique ; je désire leur associer, dans cet hommage, les professeurs membres d'autres facultés — Droit et Philosophie — qui y ont contribué de la même façon.

Philippe Callier.

LE CHOIX DU TAUX
DE CHANGE OPTIMUM.

I N T R O D U C T I O N .

L'ardeur au travail et le volume des moyens mis en œuvre ne sont pas les seuls et uniques facteurs du progrès. Il dépend surtout de la capacité des hommes à organiser leurs ressources pour réaliser leurs projets. Ce qui fait le tracteur, ce ne sont pas les quelques kilos d'acier et de ferrailles rassemblés, c'est l'agencement des pièces les unes par rapport aux autres. L'organisation introduit donc dans la réalité quantitative une différence qualitative qui a son intérêt. On comprend dès lors l'importance essentielle pour le progrès économique mondial de l'évolution du système monétaire international et de réflexions d'un nombre croissant d'économistes éminents, dont certains remettent en question l'organisation actuelle des paiements internationaux.

Ce qui caractérise le système monétaire que nous connaissons, c'est la mission qui lui a été assignée à Bretton-Woods, à la fin du conflit mondial qui succédait à la grande dépression : développer les échanges entre pays et favoriser l'intégration des différentes économies nationales à l'ensemble de la communauté. Les moyens mis en œuvre pour

atteindre cet objectif sont la promotion de la liberté des paiements d'une part, et d'autre part l'établissement d'un rapport de change stable entre les diverses monnaies nationales.

En effet, la création de relations durables et économiquement justifiées entre les pays doit se fonder sur une complémentarité que doit révéler un calcul de coût. Ce calcul, qui se fait au moyen des différentes monnaies — c'est une de leurs fonctions essentielles — ne peut pas être troublé par des fluctuations passagères du taux de change entre les monnaies, qui ne traduiraient pas des transformations fondamentales de l'économie. Aussi, en principe, les taux de change sont-ils fixes; c'est uniquement en cas de déséquilibre fondamental que l'on peut modifier le taux de change pour le fixer à un nouveau niveau : on effectue alors une opération de dévaluation ou de réévaluation. Dans ce cadre, la variation du taux de change d'une monnaie a une portée tout autre que les variations du prix de tel ou tel bien quelconque. Etudier les effets d'une dévaluation ou d'une réévaluation est donc en soi d'un grand intérêt.

Par ailleurs, l'intérêt de cette étude se trouve encore renforcé par le fait que le problème du choix du taux de change et des critères qui commandent une dévaluation ou une réévaluation est un problème très actuel, qui se trouve certainement au centre des préoccupations de nombreux responsables de la politique économique. Le déficit de la balance américaine des paiements, malgré l'excédent habituel des transactions courantes, doit-il conduire à revoir le taux

de change du dollar ? Dans la négative, quelle politique alternative faut-il mettre en oeuvre pour éventuellement corriger ce déficit ? C'est là une question permanente des années soixante, dont on trouve ces dernières années les traces dans les écrits des économistes " académiques ", dans les déclarations des gouvernements et dans les rapports des organismes de coopération économique internationale.

Si importante que soit cette question, le problème du choix du taux de change optimum ne concerne pas seulement le dollar et l'ensemble du système monétaire international. Ce choix, chaque autorité monétaire nationale doit le faire pour sa propre monnaie : dans bien des cas, il ne s'agit pas d'un problème purement académique, mais d'une question très concrète qui se pose souvent de façon aiguë. Inutile d'énumérer ici la liste des dévaluations et réévaluations survenues depuis dix ans. Rappelons seulement la dévaluation de la livre sterling, suivie par une quinzaine de monnaies, en novembre 1967, les fiévreuses journées des réunions de Bâle et de Bonn en novembre 1968, le coup de théâtre provoqué par le refus du Général de Gaulle de dévaluer le franc (novembre 1968), et le double refus de l'Allemagne fédérale de réévaluer le mark (novembre 1968 et mai 1969). On peut revivre ces épisodes par la lecture de la presse (spécialement de l'Economist) des deux dernières années.

Au milieu de cette actualité mouvementée concernant les monnaies européennes, il ne faut pas perdre de vue que du choix d'un taux

de change adéquat dépend non seulement l'équilibre des paiements extérieurs, mais aussi l'expansion et la croissance intérieures. Un exemple récent le prouve : la réforme monétaire du Congo (24 juin 1967) est l'expression de la volonté des autorités congolaises de réorganiser et de relancer l'économie nationale dans son ensemble. Il faut consulter à ce sujet le Rapport Annuel 1967 de la Banque Nationale du Congo, qui replace la réforme du 24 juin dans l'évolution de l'économie congolaise depuis 1958.

Le rôle essentiel des taux de change dans l'organisation institutionnelle des paiements internationaux, le déficit prolongé de la balance américaine des paiements et ses conséquences sur le système monétaire international, les préoccupations actuelles de politique économique des principaux responsables des pays d'Europe Occidentale, les mérites d'une adaptation du taux de change en ce qui concerne le développement d'une économie nationale justifient amplement une réflexion sur le choix du taux de change optimum. Tel est l'objet de ce mémoire, qui est donc un mémoire de politique économique.

* *
*

Pour un économiste, l'étude des opérations de dévaluation ou de réévaluation présente encore d'autres motifs d'intérêt. La dévaluation, loin d'être un simple ajustement marginal, comme tant d'autres phénomènes étudiés par la théorie, peut représenter un changement radical du contexte économique. Ainsi, le taux moyen de la dévaluation

congolaise de 1967 était de 67% (1). Lorsque les taux atteignent cet ordre de grandeur, il est clair que les auteurs de la dévaluation ne cherchent pas à rétablir les conditions marginales qui devraient caractériser l'équilibre de la situation actuelle ; le but de l'opération est de créer de nouvelles conditions de fonctionnement de l'économie, et d'établir l'équilibre à un niveau tout-à-fait différent.

Enfin, la réalisation d'une dévaluation ou d'une réévaluation est pour l'économiste une rare occasion d'effectuer en quelque sorte une expérimentation, semblable à certains points de vue à une expérience de laboratoire.

Dans une situation donnée et connue, on introduit consciemment une modification importante. Comme dans une expérience de laboratoire, les conséquences de l'opération pourront être perçues sans ambiguïté et mesurées s'il existe un dispositif adéquat. La constatation de ces conséquences permet de vérifier les hypothèses et les prévisions de l'opérateur. Il s'agit donc bien pour l'économiste d'une occasion privilégiée de perfectionner sa connaissance de l'économie nationale et de ses réactions aux modifications de prix et de revenu.

*

*

*

(1) Au double taux de change de 180 ou 150 francs congolais par dollar, on substitua un taux d'un demi zaïre pour un dollar. Un zaïre remplace mille francs congolais.

On comprend dès lors l'intérêt de l'auteur du mémoire pour le sujet choisi. Cependant, l'origine dernière de ce travail est certainement l'intérêt que soulèvent les questions monétaires parmi les membres de notre faculté. En effet, ce mémoire n'est pas une étude isolée : avec les autres mémoires monétaires présentés par les étudiants de Namur, il est la manifestation de cette curiosité partagée.

* *

*

Etudier la monnaie, d'une façon ou d'une autre, fournit toujours l'occasion d'approfondir l'analyse du fonctionnement de l'économie. Toutefois, quelque soit l'intérêt scientifique d'une étude monétaire, il ne faut pas se cacher le caractère ambigu de la monnaie. Elle est, certes, un rouage très utile dans les rapports économiques. En tant qu'instrument de paiement unanimement accepté, la monnaie apparaît comme le moyen par lequel l'humanité peut tirer tous les avantages de la complémentarité des individus. En même temps, cependant, " ce qui se donne en échange de tout et pour qui tout se donne apparaît comme le moyen de corruption et de prostitution général " (1).

(1) K. Marx, "Contribution à la critique de l'économie politique" (fragment de la version primitive), Editions sociales, Paris, 1957, p 203.

L'ambiguïté essentielle cependant est ailleurs. Le passage d'une économie de troc à une économie monétaire représente certainement un bel exemple de progrès économique, c'est-à-dire d'amélioration dans l'organisation des relations des individus cherchant à utiliser au mieux de leurs désirs les ressources dont ils disposent dans un état donné des connaissances techniques. Mais en même temps, n'est-ce pas le développement de cette institution qui aurait permis de substituer à l'esclavage et au servage une forme plus subtile d'aliénation et d'appropriation de l'activité d'autrui ? Grâce à la monnaie, l'organisation de l'économie sous la forme de marché n'a-t-elle pas peu à peu atteint un tel degré d'efficacité et de plénitude qu'elle en est venue à détruire les autres formes de relations sociales ?

" Les individus ne s'affrontent qu'en qualité de propriétaires de valeurs d'échange, d'êtres qui, vis-à-vis des autres, se sont créé une existence objective grâce à leur produit, la marchandise. Sans cette médiation objective, ils n'ont pas de relations réciproques, du point de vue des échanges matériels sociaux qui se produisent dans la circulation. Ils n'existent l'un pour l'autre que comme choses, et leur relation monétaire qui fait, pour tous, de leur communauté elle-même quelque chose d'extérieur et partant d'accidentel, n'est que le développement de ce rapport " (1).

(1) K. Marx, "Contribution à la critique de l'économie politique" (fragment de la version primitive), Editions sociales, Paris, 1957, p 217. Voir aussi P. Sweezy, "The Theory of Capitalist Development", la section intitulée "The Fetish Character of Commodities", Dennis Dobson Ltd, Londres, 1949, pp 34 - 40.

L'efficacité d'une telle forme d'organisation ne proviendrait-elle pas de la faculté qu'ont les partenaires de considérer l'autre comme un moyen, en acceptant de n'être soi-même, socialement, qu'un moyen ? Quoiqu'il en soit, la logique de ce processus de réification des personnes est admise jusque dans ses conséquences extrêmes par le droit civil, lorsqu'il proclame que les héritiers continuent la personne du défunt : en effet, " dans ce rapport, l'individu n'étant que l'individuation de l'argent, il se trouve acquérir, en cette qualité, l'immortalité de ce dernier " (1).

*

*

*

L'étude se divise en deux parties. La première présente un examen des effets d'une dévaluation ou d'une réévaluation : on y analyse les deux approches traditionnelles de la dévaluation, avant d'en présenter une synthèse. Ces deux approches traditionnelles sont axées sur l'incidence de la dévaluation sur la balance commerciale; elle négligent en grande partie les relations qui pourraient exister entre le taux de change et les transactions financières. La deuxième partie aborde cette question délicate; son projet est de compléter

(1) K. Marx, "Contribution à la critique de l'économie politique" (fragment de la version primitive), Editions Sociales, Paris, 1957, p 223.

l'analyse précédente en rassemblant quelques considérations sur le rôle de la demande de monnaie, qui est un actif financier, dans l'appréciation que l'on peut formuler au sujet des taux de change existants.

P L A N S U M M A I R E
=====

Première partie : ANALYSE DES EFFETS D'UNE DEVALUATION.

Introduction - Signification du taux de dévaluation.

Chapitre 1 : L'APPROCHE DES ELASTICITES.

Chapitre 2 : L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.

Chapitre 3 : PROLONGEMENT DE L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.

CONCLUSIONS.

Deuxième partie : TAUX DE CHANGE ET DEMANDE DE MONNAIE.

Chapitre 1 : JUSTIFICATIONS DE L'ETUDE DU COMPORTEMENT
D'ACTIF DES AGENTS ECONOMIQUES DANS LE
DOMAINE DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Chapitre 2 : NECESSITE DE L'EXISTENCE DES LIQUIDITES
INTERNATIONALES.

Chapitre 3 : NIVEAU ET COMPOSITION DES LIQUIDITES
INTERNATIONALES.

Chapitre 4 : SIGNIFICATION DE L'AJUSTEMENT DU TAUX DE CHANGE.

Chapitre 5 : L'APPROCHE BANCAIRE.

CONCLUSIONS GENERALES ET ETUDES COMPLEMENTAIRES.

++++

++++

++++

Première partie :

ANALYSE DES EFFETS D'UNE

DEVALUATION.

Introduction - Signification du taux de dévaluation.

D'une façon générale, on peut aborder l'étude des conséquences d'une dévaluation ou d'une réévaluation dans deux optiques différentes. On peut en premier lieu considérer que la dévaluation est essentiellement une diminution du prix de la monnaie nationale en termes d'une unité monétaire étrangère, et analyser les effets que peut avoir ce changement de prix sur le marché des biens qui font l'objet du commerce international. On peut aussi considérer la dévaluation comme la variation d'une variable essentielle de l'économie nationale, et en examiner les effets sur les principales grandeurs qui caractérisent l'économie du pays : production nationale, revenu national et dépenses nationales, masse monétaire, ressources financières de l'Etat, balance des paiements.

Ce sont ces deux optiques qui sont à l'origine des deux méthodes de prévision des conséquences d'une dévaluation ; chacune de ces deux approches propose un schéma d'explication différent et indique des conditions d'efficacité différentes. La première est " l'approche des élasticités ", la deuxième est connue sous le nom d' " approche de l'absorption ".

L'objet de cette partie du mémoire est d'exposer ces approchés, de souligner leurs hypothèses limitatives et leur valeur, enfin de tenter de synthétiser leur apport.

*

*

*

Toutefois, avant d'entamer l'étude des approches théoriques de la dévaluation, il faut examiner la nature exacte d'une opération de dévaluation et la signification du taux de dévaluation.

Dévaluer la monnaie d'un pays consiste à diminuer le prix officiel de l'unité monétaire de ce pays en termes des monnaies étrangères. La dévaluation est donc, par nature, un changement de prix. Le taux de dévaluation indique la proportion dans laquelle diminue le prix de l'unité monétaire dévaluée en termes des autres monnaies; ce taux représente donc également la proportion dont diminue le prix en monnaie étrangère auquel les agents économiques nationaux sont prêts à exporter ou à importer une quantité déterminée de produits.

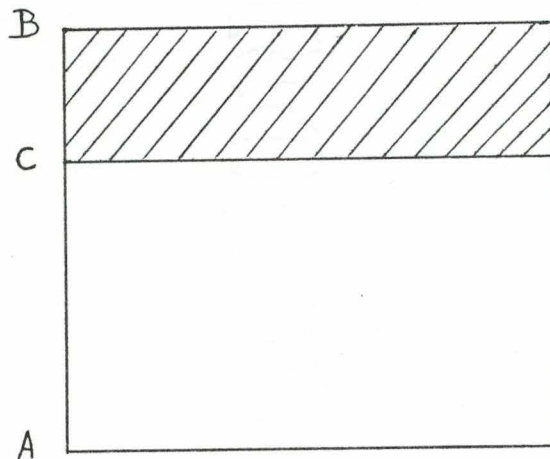
Si la dévaluation d'une monnaie consiste en une diminution du prix de cette monnaie en termes des monnaies étrangères, elle équivaut évidemment à une augmentation du prix des monnaies étrangères en terme de la monnaie dévaluée. On peut calculer la proportion dans laquelle augmente le prix des monnaies étrangères, suite à une dévaluation de $t\%$ de la monnaie nationale, par la formule suivante :

$$\frac{1}{1 - t\%} - 1 ,$$

dont la fraction compare les indices de la valeur — en monnaie étrangère — d'une unité monétaire étrangère et de l'unité monétaire dévaluée. On peut considérer ce taux comme le taux de réévaluation des monnaies étrangères qui correspondrait à la dévaluation de l'unité monétaire nationale, puisqu'il exprime la proportion dans laquelle augmente le prix en monnaie nationale des unités monétaires étrangères.

C'est dans cette proportion également qu'augmente le prix en monnaie nationale auquel les étrangers sont prêts à acheter telle quantité d'exportation ou à fournir telle quantité d'importation au pays dévaluateur.

A une opération de dévaluation correspond donc un taux "au dedans" qui indique la proportion dans laquelle diminue la valeur de l'unité monétaire nationale en termes d'une monnaie étrangère. C'est le taux de dévaluation proprement dit, On peut calculer également un taux "au dehors", qui indique le pourcentage dont augmente le prix des unités monétaires étrangères. Ce taux est toujours supérieur au taux "en dedans", puisqu'il rapporte à une base inférieure une même variation de prix :



$$\text{taux en dedans} : \frac{CB}{AB}$$

$$\text{taux en dehors} : \frac{CB}{AC}$$

Malgré les apparences, l'intérêt de cette distinction n'est pas uniquement formel. Elle montre que le taux de profit que peuvent rapporter les opérations spéculatives en prévision d'une dévaluation est supérieur au taux de dévaluation, ce qui contribue à expliquer leur ampleur. Cette distinction enseigne également que la dévaluation pénalise les acheteurs de monnaies étrangères — les importateurs du pays qui dévalue — dans une proportion plus importante qu'elle n'avantage ceux qui doivent acheter la monnaie dévaluée, c'est-à-dire les exportateurs du pays qui dévalue ou les importateurs étrangers.

On peut illustrer cette distinction entre les deux types de taux par deux exemples historiques :

1/ Le 18 novembre 1967, le prix officiel — la parité — de la livre sterling est passé de 2,80 dollars américains à 2,40 dollars.

Le taux de dévaluation était donc de $\frac{2,80 - 2,40}{2,80} = 14,2857\%$:

c'est la réduction du prix de la livre en termes de dollars.

Le " taux en dehors " était de $\frac{1}{1 - 0,142857} - 1 = 16,6667\%$:

c'est l'augmentation du prix du dollar exprimé en livres sterling .

2/ Le 29 décembre 1958, la parité du franc français, qui était de 1 dollar pour 420 FF, a été fixée à 1 dollar pour 493,7 FF.

Le taux de dévaluation était donc de $\frac{493,7 - 420}{493,7} = 14,9281\%$:

c'est la réduction du prix du franc français en termes de dollars.
Le taux " en dehors " était de $\frac{493,7 - 420}{420} = 17,55\%$.

A propos de ce dernier exemple, on peut rappeler qu'au moment de la dévaluation, M. Pinay, ministre des finances, avait annoncé un taux de dévaluation de 17,55% ; cette méprise provoqua un certain émoi avant que l'on ne s'aperçut de la confusion qui avait été faite entre les deux taux (1). L'erreur est importante, car un taux de dévaluation du franc de 17,55% aurait correspondu à une augmentation du prix des devises

de $\frac{1}{1 - 0,1755} - 1 = 21,29\%$.

*

*

*

Après avoir exposé brièvement la signification concrète du taux de dévaluation, il nous faut maintenant examiner les conséquences de cette opération et présenter les approches théoriques qui s'y attachent. Les deux premiers chapitres qui suivent sont consacrés l'un à l'" approche des élasticités ", l'autre à l'" approche de l'absorption ". Chacun de ces chapitres contient d'abord un exposé de l'approche, ensuite quelques critiques et commentaires qui complètent cet exposé.

(1) Voir éventuellement " Le Monde " des 28-29-30 décembre 1958.

CHAPITRE 1 : L'APPROCHE DES ELASTICITES.

=====

Plan :

-Introduction.

I. EXPOSE : Les effets de la dévaluation.

Section 1 : les recettes et dépenses en monnaie nationale.

-Les recettes d'exportation.

-Les dépenses d'importation.

Section 2 : les recettes et les dépenses en devises.

-Le théorème de Marshall-Lerner.

-Généralisation de l'analyse de Lerner.

II. CRITIQUES ET COMMENTAIRES.

Section 1 : signification des courbes d'offre et de demande
d'importation ou d'exportation.

Section 2 : hypothèses de courte ou de longue période.

Section 3 : caractère partiel de l'approche des élasticités.

Section 4 : valeur des conclusions de l'approche des élasticités.

+++ +++

+++

Ce chapitre présente la première grande explication théorique des effets d'une dévaluation. Il se compose de deux grandes divisions. La première est un exposé de l'approche des élasticités, au cours duquel on examine d'abord l'évolution des recettes et des dépenses en monnaie nationale, ensuite celle des recettes et des dépenses en devises. La seconde division du chapitre rassemble quelques commentaires qui complètent et précisent l'exposé. Auparavant, une introduction sommaire dégage l'importance de l'élasticité des courbes d'offre et de demande d'importation et d'exportation, et examine la possibilité d'utiliser des courbes d'offre et de demande globales.

INTRODUCTION :

Au cours de cette introduction, on dégagera d'abord l'importance des élasticités des courbes d'offre et de demande d'importation et d'exportation; ensuite, dans un second point, on examinera brièvement la possibilité d'utiliser dans cette analyse des concepts globaux.

1. Importance des élasticités.

L'approche des élasticités part de la constatation suivante : une dévaluation de l'unité monétaire nationale permet aux exportateurs du pays qui dévalue d'offrir les exportations à un prix moindre en termes de monnaies étrangères sans que cette réduction du prix en devises ne coïncide en tant que telle avec une diminution du prix unitaire exprimé en unités nationales dévaluées (1).

En cela, abstraction faite des conséquences ultérieures, la dévaluation est nécessairement profitable aux industries exportatrices du pays dévaluateur, puisqu'elles peuvent augmenter leurs recettes en monnaie nationale.

(1) Nous utiliserons indifféremment, dans le présent exposé, le terme "devises" ou le terme "monnaies étrangères". Ce dernier paraît plus indiqué : en effet, aux yeux de l'étranger, la monnaie nationale elle-même a le statut de devise.

Un problème se pose dès lors : ces recettes supplémentaires proviennent-elles principalement d'une augmentation du prix unitaire, ou plutôt des quantités produites et exportées ?

Selon que l'incidence de la dévaluation s'exprime en prix ou en quantités, l'opération aura une influence très différente sur les termes d'échange du commerce extérieur, ainsi que sur la répartition du revenu dans le pays : si l'effet de la dévaluation s'exprime en termes de prix, l'augmentation du revenu se fera principalement sous la forme d'une augmentation des profits; au contraire, s'il s'exprime en termes de quantités, l'augmentation du revenu prendra la forme d'une augmentation des rémunérations des facteurs de production.

La réaction des recettes d'exportation — en prix ou en quantités — dépendra des comportements des agents économiques à l'égard des changements de prix, comportements qu'expriment les courbes d'offre d'exportation des producteurs nationaux et de demande d'exportation des acheteurs étrangers. De la même façon, les variations des dépenses d'importation dépendront de l'élasticité des courbes d'offre étrangère et de demande nationale d'importation.

2. Caractère particulier ou global des concepts utilisés.

On peut donc étudier les effets d'une dévaluation sur le marché de tel ou tel produit particulier, en utilisant, selon les cas, les courbes d'offre nationale et de demande étrangère d'exportation ou les courbes d'offre étrangère et de demande nationale

d'importation de ce produit. Toutefois, la dévaluation est une décision macroéconomique, et les autorités économiques responsables veulent généralement agir sur les dépenses d'importation et les recettes d'exportation prises globalement. Pour connaître l'effet d'une dévaluation sur les recettes globales d'exportation, par exemple, on peut évidemment procéder à l'étude des conséquences de l'opération sur les transactions de chaque produit exporté en particulier, et faire la somme des résultats. On pourrait également analyser directement l'effet de la dévaluation sur ces recettes d'exportation en utilisant la courbe d'offre globale d'exportation du pays qui dévalue et la courbe de demande globale d'exportation du reste du monde.

La construction d'une courbe d'offre ou de demande globale d'importation et d'exportation pose cependant de délicats problèmes d'agrégation. Ils trouvent leur source dans l'hétérogénéité et donc la non-additivité des différents produits qui font l'objet du commerce extérieur d'une part, dans l'évolution divergente des prix de chacun de ces produits en fonction de leurs élasticités propres d'autre part. La recherche de l'élasticité de ces courbes globales rencontre les mêmes difficultés.

Néanmoins, en première approximation, l'on peut calculer une offre ou une demande globale en attribuant à chaque produit un poids correspondant à la part de ce produit dans les recettes totales d'exportation ou les dépenses totales d'importation au cours de la période qui précède directement la dévaluation.

En ce qui concerne l'évolution des prix, on peut éventuellement faire l'hypothèse que les prix des différents produits exportés ou importés

évolueront de façon proportionnelle, ce qui revient à faire des hypothèses sur les élasticités des courbes d'offre et de demande particulières à chaque produit. Cette dernière hypothèse, nécessaire au calcul d'une élasticité globale, implique que l'on néglige un aspect relativement important des conséquences d'une dévaluation, qui généralement provoque d'importants ajustements des prix relatifs. L'utilisation de courbes d'offre et de demande globales pour les importations et les exportations ne permet donc qu'une étude approximative.

Dans la suite du texte, l'analyse est présentée de façon suffisamment générale : elle peut s'appliquer tant aux exportations et aux importations prises dans leur ensemble qu'à chacune de leurs catégories.

I.- EXPOSE DES EFFETS DE LA DEVALUATION SELON L'APPROCHE DES
ELASTICITES.

Cet exposé se divise en deux sections. La première est consacrée à l'évolution des recettes et dépenses en monnaie nationale. La seconde étudie les recettes et les dépenses en devises.

Section 1 : LES RECETTES ET LES DEPENSES EN MONNAIE NATIONALE.

Voici le plan de cette section :

A/ Les recettes d'exportation.

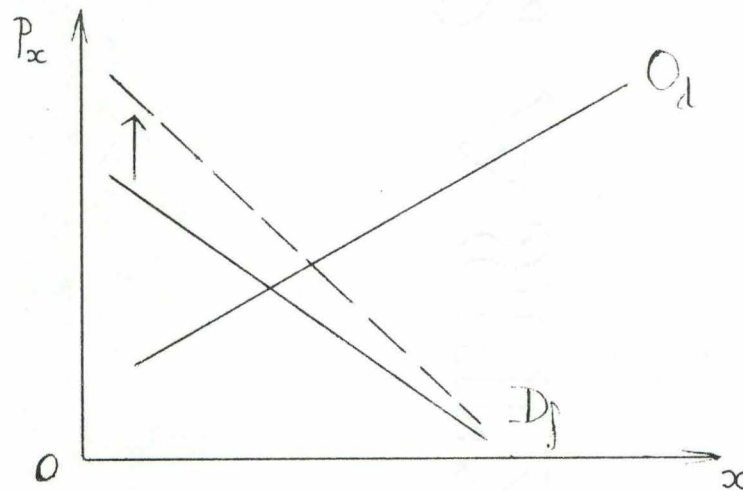
1. Conséquence et origine de l'élasticité de la courbe de demande étrangère d'exportation :
 - élasticité .
 - inélasticité.
2. Conséquence et origine de l'élasticité de la courbe d'offre nationale d'exportation :
 - inélasticité :
 - a/ Le plein emploi.
 - b/ La position monopolistique.
 - élasticité.

Résumé.

B/ Les dépenses d'importation.

A/ LES RECETTES D'EXPORTATION.

Un graphique de statique comparative (graphique 1) peut aider à déceler les facteurs qui jouent un rôle dans l'augmentation des recettes en monnaie nationale perçues par les exportateurs à la suite d'une dévaluation (1).



Gr. 1 : recettes d'exportation en
monnaie nationale.

L'ordonnée indique le prix en monnaie nationale des exportations, l'abscisse la quantité à exporter. Deux relations lient ces grandeurs : la fonction de demande et la fonction d'offre sur le marché partiel des exportations. L'équilibre s'établit à l'intersection de ces deux courbes.

(1) Voir Kindelberger, "International Economics", 4th edition, (Richard D. Irving Inc., Homewood, Illinois), p 259.

L'effet formel du changement de la parité se traduira par un glissement vers le haut de la demande étrangère. Ce glissement représente la transposition en monnaie dévaluée du prix en monnaie étrangère, dans laquelle les étrangers sont censés établir leurs plans.

Formellement, trois éléments interviennent pour déterminer la nouvelle position d'équilibre :

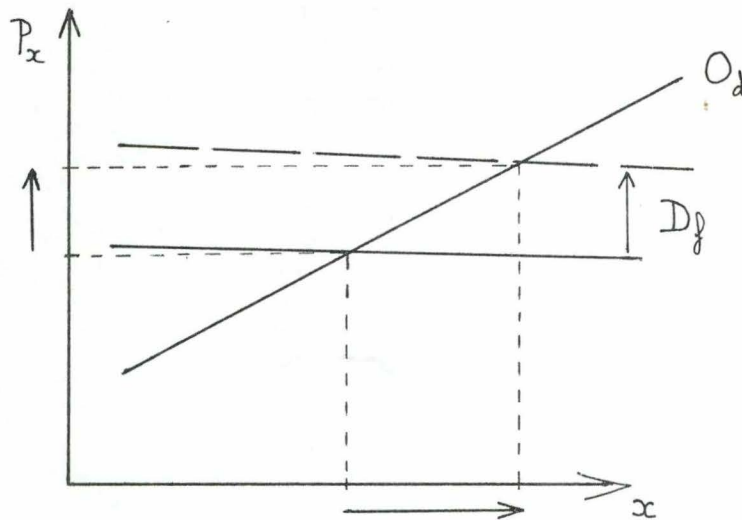
- 1- la distance verticale sur laquelle glisse la courbe de demande étrangère : elle représente le taux de dévaluation (1) ;
- 2- l'élasticité de la courbe de demande étrangère qui, conjointement avec le taux de dévaluation, détermine la distance entre un point de la nouvelle courbe et l'ancienne ;
- 3- l'élasticité de la courbe d'offre nationale.

Il faut donc examiner les conséquences et l'origine de l'élasticité de ces deux courbes. Tel est l'objet des paragraphes qui suivent. Dans une première division, on étudiera les conséquences et l'origine de l'élasticité de la courbe de demande étrangère. Ensuite, dans une seconde division, on examinera l'élasticité de la courbe d'offre nationale ; à l'occasion de l'analyse des conditions d'élasticité ou d'inélasticité de cette courbe, on présentera quelques réflexions sur le plein emploi et les situations de monopole.

(1) Il s'agit du "taux en dehors", c'est-à-dire en fait du taux dont augmente le prix d'une unité monétaire étrangère en termes de monnaie dévaluée, conformément à ce qui a été expliqué aux pages 13 à 16.

§ 1 - Conséquences et origine de l'élasticité de la courbe de demande étrangère.

1. L'élasticité de la courbe de demande étrangère favorise l'augmentation du prix en monnaie nationale : comme le montre le graphique 2, si cette courbe est extrêmement élastique, le prix tendra à augmenter dans la même proportion que celui des monnaies étrangères. En effet, si la demande étrangère est infiniment élastique, il existe un seul prix sur le marché, quelles que soient les quantités échangées. Sur un graphique, une telle demande étrangère se représente par une courbe horizontale. Les différentes positions que peut occuper cette courbe selon le niveau auquel s'établit le taux de change seront toutes parallèles, le prix imposé par le marché variant exactement comme la valeur des unités monétaires étrangères en termes de la monnaie nationale.



Gr. 2 : demande étrangère

extrêmement élastique.

L'élasticité de la courbe de demande étrangère ne permet pas de prévoir si l'ajustement nécessaire pour rééquilibrer le marché se fera principalement par les prix nationaux ou par les quantités produites. Comme l'indique le graphique 2, c'est la pente de la courbe d'offre qui détermine la part de l'augmentation du prix et de l'augmentation des quantités dans l'ajustement total.

Les augmentations possibles du prix et des quantités seront toutefois d'autant plus importantes que la courbe de demande étrangère est élastique : en effet, plus la demande étrangère est élastique, plus l'ajustement peut être important, parce que l'augmentation de prix rendue possible par la dévaluation est dans ce cas compatible avec une forte augmentation des quantités mises sur le marché. Au contraire, l'inélasticité de la courbe de demande étrangère implique que la même gamme de prix compris dans la marge déterminée par la variation du taux de change n'est compatible qu'avec une étroite variation du volume.

L'élasticité de la demande étrangère peut résulter de différentes circonstances relatives à la concurrence sur le marché international d'un produit, à la position du pays qui dévalue sur ce marché, ou à la nature économique du produit :

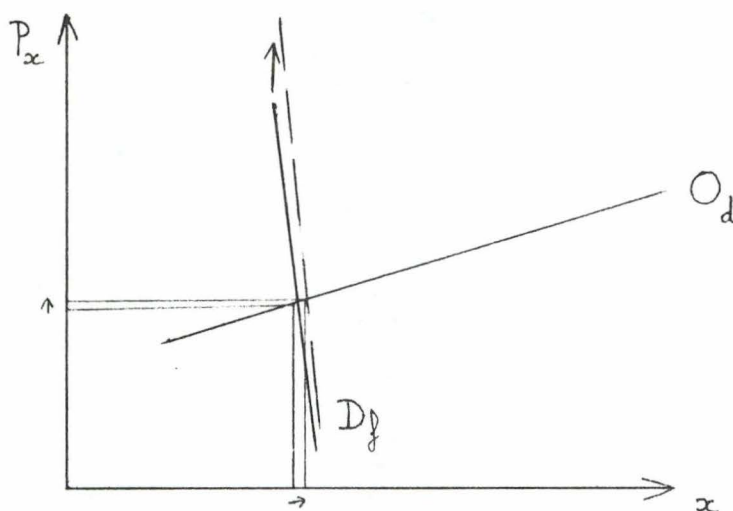
i/ Si le marché international d'un produit est conforme au modèle de concurrence parfaite, la demande qui s'adresse à chaque producteur est infiniment élastique. Le modèle de concurrence parfaite implique

notamment une diffusion rapide des informations sur l'état du marché, et une structure particulière de l'offre et de la demande qui s'y rencontrent : elles doivent être composées d'offres et de demandes d'un grand nombre d'agents économiques n'ayant aucune influence individuelle sur le prix qui s'établit sur le marché; c'est l'hypothèse traditionnelle d'atomicité des agents économiques. Un pareil type de marché ne se réalise que rarement. Souvent en effet, certains pays jouent sur le marché international de tel produit un rôle prédominant.

ii/ Même en dehors de cette structure particulière du marché, les exportateurs du pays qui dévalue peuvent rencontrer une demande étrangère élastique, s'ils n'approvisionnent qu'une fraction minime du marché international. En effet, ces producteurs peuvent augmenter leurs exportations dans une certaine proportion sans exercer d'influence sur le prix du produit ni provoquer de réactions de la part des fournisseurs étrangers qui dominent le marché.

iii/ Enfin, l'élasticité de la courbe de demande peut être caractéristique de la demande de tel bien, indépendamment de la forme de marché : des biens qui ne répondent pas à un besoin contraignant font généralement l'objet d'une demande plus élastique que celle des biens de première nécessité; les produits finis ont une demande plus élastique que les produits intermédiaires qui doivent entrer dans leur fabrication.

2. Si la courbe de demande étrangère est inélastique, l'ajustement qui peut avoir lieu pour équilibrer le marché à la suite d'une dévaluation sera limité par la flexibilité, aux quantités mises sur le marché, du prix en monnaie nationale, lequel ne peut varier que dans les limites déterminées par la dépréciation du taux de change. Comme on le constate à la lecture du graphique 3, l'augmentation possible des recettes totales en monnaie nationale est dans ce cas contenue dans des limites étroites.



Gr. 3 : demande étrangère
inélastique.

L'inélasticité de la demande étrangère peut se rencontrer lorsque deux conditions sont simultanément remplies. L'une concerne la nature économique du produit exporté; l'autre concerne la position

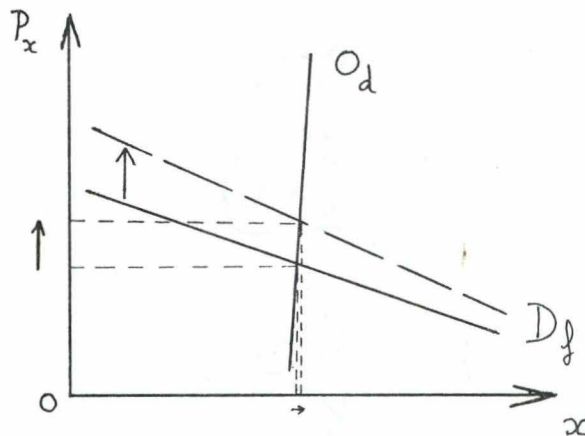
qu'occupe le pays qui dévalue sur le marché international du produit :

- i/ Il faut que le bien exporté ait par nature une demande inélastique, que ce soit un bien de première nécessité ou un bien intermédiaire nécessaire à la production de produits plus élaborés.
- ii/ Il faut également que le pays qui dévalue jouisse d'une position de monopole, ou tout au moins qu'il approvisionne une part importante du marché international du produit exporté. Si tel n'est pas le cas, en effet, les exportateurs du pays peuvent rencontrer une demande élastique : une légère diminution du prix auquel ils vendent leurs exportations, par rapport au prix déterminé par le marché, augmente leurs ventes au détriment de leurs concurrents étrangers; une augmentation du prix, même réduite, détourne les acheteurs vers d'autres fournisseurs. Pour que la demande étrangère relative aux exportations d'un pays qui dévalue soit inélastique, il faut donc que ces deux conditions soient simultanément remplies.

§ 2 - Conséquences et origines de l'élasticité de la courbe

d'offre nationale.

1. Le graphique 4 montre que l'inélasticité absolue de la courbe d'offre nationale se traduit uniquement par une augmentation de prix, égale au taux de dévaluation. Si l'inélasticité n'est pas absolue, l'augmentation de prix, légèrement inférieure au taux de dévaluation (" en dehors "), s'accompagne d'une augmentation minime des quantités.



Gr. 4 : offre nationale
inélastique.

L'inélasticité de la courbe d'offre nationale peut avoir deux origines : le plein emploi des facteurs de production, qui se traduit par une inélasticité de l'offre à la hausse, et la position monopolistique des exportateurs.

A- Le plein emploi.

L'inélasticité de l'offre nationale d'exportation résultant du plein emploi des facteurs de production est une inélasticité provisoire, à court terme. Dans le long terme en effet, la production des biens à exporter pourra se développer par suite de la réallocation des ressources vers les industries les plus rentables, c'est-à-dire vers les industries d'exportation, puisque le prix en monnaie nationale de leurs productions tend à augmenter suite à la dévaluation. Cette réallocation sera d'autant plus rapide que le marché des facteurs de production à l'intérieur du pays se rapproche d'un modèle de concurrence parfaite, caractérisé par la mobilité des facteurs de production et l'absence d'indivisibilité. Les facteurs, en effet, seront dans ce cas plus facilement réorientés en fonction des possibilités d'augmentation des rémunérations (salaires, rémunération du capital, profit de l'entrepreneur) consécutives à la hausse des prix. Ce processus de réallocation des ressources se poursuivra jusqu'à ce que les productivités marginales des différents types de facteurs soient égales dans tous les secteurs de l'économie nationale.

Tout au long de la phase de réallocation des ressources productives vers les industries d'exportation, c'est-à-dire tant que jouent les phénomènes de substitution des facteurs de production, la courbe d'offre d'exportation redevient quelque peu élastique.

Au delà du niveau de production auquel les productivités marginales sont devenues égales dans tous les secteurs de production,

la courbe d'offre des exportations — et de toutes les autres productions — sont inélastiques. L'offre ne redeviendra élastique, ultérieurement, que si la productivité marginale du capital augmente assez pour permettre une augmentation du taux de l'intérêt susceptible d'accroître la part de l'épargne dans le produit total. Dans ce cas, la part de la consommation dans le produit total diminue, permettant ainsi de dégager des facteurs de production qui seront affectés à la production de biens d'investissement : ce processus va accroître la capacité de production de l'économie et rendre une certaine élasticité à l'offre.

En résumé, l'inélasticité immédiate de la courbe d'offre d'exportation qui trouve sa source dans le plein emploi, sera diminuée par un processus de réallocation des ressources, à deux niveaux :

- il y aura une réallocation intersectorielle des facteurs de production vers les industries d'exportation, à cause d'une différence de productivité marginale des facteurs de production selon les secteurs ;
- il y aura une réallocation intertemporelle de la production : en fonction du taux de l'intérêt, les agents économiques préféreront l'épargne et l'accroissement du stock de biens productifs.

B - La position monopolistique.

L'inélasticité de la courbe d'offre peut avoir une autre origine que le plein emploi : elle peut être le résultat d'une politique délibérée d'un producteur jouissant d'une position monopolistique.

Un producteur dans une situation de monopole arrête ses plans de production et son prix de vente de façon à obtenir un revenu maximum en tenant compte des réactions des utilisateurs du produit, c'est-à-dire en estimant la courbe de demande et, par là, sa propre courbe de recette marginale.

Dans le cas où un producteur de biens d'exportation jouit d'un monopole, il n'y a pas vraiment de " courbe d'offre " nationale d'exportation exprimant les quantités que le monopoleur est prêt à produire aux différents prix possibles indépendamment de la courbe de demande des utilisateurs. On peut toutefois construire un " sentier d'offre " qui représente la stratégie mise au point par le monopoleur pour tirer le maximum de profit d'éventuelles variations du taux de change sur base d'une courbe de demande unique des étrangers (1). Il s'agit ici d'un cas très particulier de comportement économique du monopoleur, dû à l'introduction d'une différence artificielle entre le prix en monnaie étrangère et le prix en monnaie nationale. Sans l'introduction de cette différence artificielle par les variations

(1) Cette courbe occupe évidemment, sur un graphique où les prix sont exprimés en monnaie nationale, différentes positions selon les différentes valeurs du taux de change.

du taux de change, le comportement économique du monopoleur s'exprime par un seul point, caractérisant le volume à produire et le prix de vente à imposer pour obtenir le maximum de profit possible du comportement des acheteurs.

L'étude impose la prise en considération d'une distinction entre le comportement monopolistique d'une firme sur le marché d'un produit, et le comportement éventuel des autorités responsables de la politique économique du pays qui dévalue, cherchant à exploiter l'importance du pays sur le marché d'un certain produit. On examinera successivement ces deux cas possibles :

1. Comportement monopolistique d'une firme.

Si la position monopolistique sur le marché d'un produit est le privilège d'une entreprise, le sentier d'offre de cette entreprise se construit à partir de la courbe de recette marginale (déduite de la courbe de demande) et de la courbe de coût marginal : leur intersection détermine le niveau de production pour lequel la marge bénéficiaire de l'entreprise est maximale. Le sentier d'offre se compose de l'ensemble des points indiquant les quantités et les prix pour lesquels le profit de l'entreprise est maximum, dans différentes hypothèses de taux de change, c'est-à-dire pour différentes positions de la courbe de demande étrangère sur un graphique en monnaie nationale.

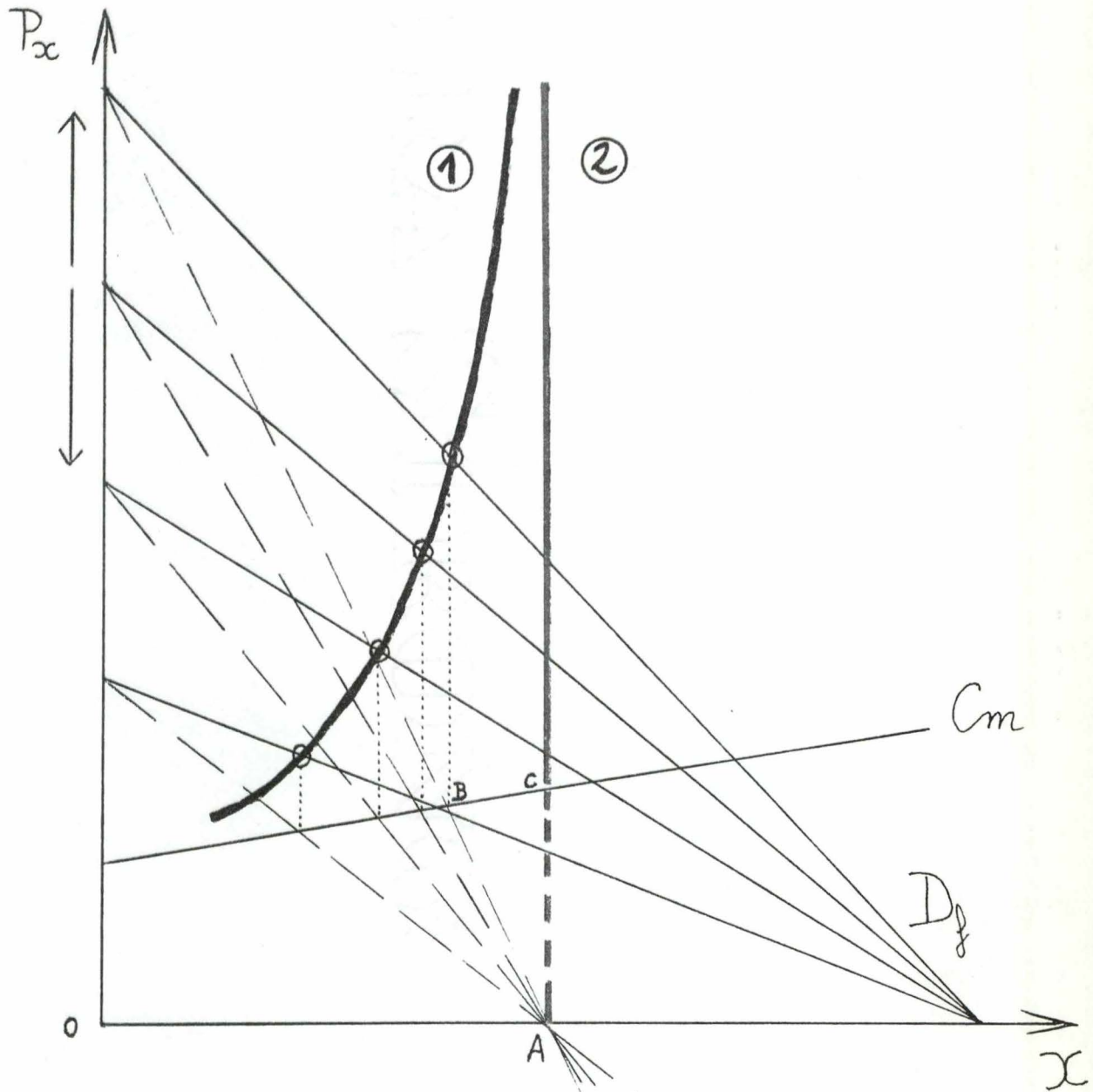
2. Comportement monopolistique des autorités nationales.

Dans le cas où le pays est le principal producteur mondial d'un bien déterminé, les autorités nationales peuvent chercher à exploiter cette circonstance pour réaliser certains objectifs de politique économique. Par exemple, pour retirer des exportations un maximum de recettes en devises : s'il en est ainsi, on peut analyser l'offre nationale d'exportation comme si la nation en tant que telle se comportait en monopoleur.

Dans ce cas, le sentier d'offre se construit à partir des courbes de recette marginale et de leur point d'intersection avec l'abscisse, qui représente un " coût marginal national nul " puisque l'ensemble des coûts constitue en réalité la rémunération de différents facteurs de production nationaux. Ce point d'intersection correspond au niveau de production pour lequel le prix sera tel que la dépense totale de l'étranger sera maximale, c'est-à-dire, formellement, pour lequel la courbe de demande présente une élasticité unitaire.

Puisque toutes les courbes de recette marginale construites à partir des différentes positions d'une même courbe de demande coupent l'abscisse au même point, le volume de production que le pays produira sera constant quel que soit le taux de dévaluation. Néanmoins, le niveau de production sera nul si le prix de vente tombe en dessous du coût marginal, sauf si l'Etat attribue des subventions aux producteurs.

Gr. 5 : Construction graphique du "sentier d'offre" national d'exportation.



① = sentier d'offre si le monopoleur est une entreprise, et si les facteurs de production travaillent en concurrence parfaite.

② = sentier d'offre si le monopoleur est la nation en tant que telle (et qu'aucun facteur de production n'est importé).

Le sentier d'offre sera donc vertical, c'est-à-dire infiniment inélastique, et toute dévaluation du taux de change provoquera une augmentation proportionnelle du prix en monnaie nationale et, les quantités étant constantes, de la recette totale de l'ensemble des facteurs de production de la nation.

Le sentier d'offre de la nation se comportant en monopoleur est l'asymptote vers laquelle tend le sentier d'offre exprimant la stratégie d'une entreprise monopolistique : ceci est normal, puisque cette entreprise peut augmenter sa marge bénéficiaire, à la suite d'une dévaluation, en augmentant le prix unitaire en monnaie nationale et en augmentant les quantités produites ; cependant, jamais elle ne développera le volume de production au delà du seuil où la recette marginale devient négative, car ce serait contraire à un comportement de monopoleur.

La différence entre les deux sentiers d'offre traduit la différence entre les objectifs poursuivis par une entreprise et par les responsables nationaux de la politique économique. La première vise à rendre maximale la marge bénéficiaire, les seconds, par exemple, à augmenter les rentrées de devises, c'est-à-dire à réaliser un objectif de politique économique.

L'exploitation d'un " monopole national " par les autorités peut se rencontrer dans deux circonstances :

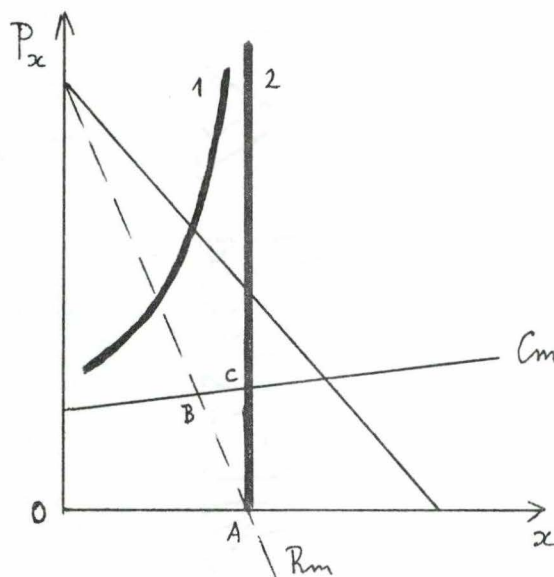
- le marché international d'un produit est approvisionné par la production d'une firme nationale détenant un monopole ;
- le marché international d'un produit est approvisionné par la

production d'un grand nombre de petites entreprises nationales en concurrence.

Selon les circonstances, les modalités de l'organisation du "monopole national" par les autorités politiques seront différentes.

Dans la première hypothèse, le problème pour les autorités consiste à transformer le sentier d'offre de la firme en un sentier d'offre "national" (1). Pour ce faire, trois types de politiques sont possibles :

- 1/ Les autorités peuvent éventuellement adopter un taux de dévaluation important, de sorte que le sentier d'offre de la firme monopolistique soit suffisamment proche de son asymptote. Cette politique est possible lorsque la dévaluation ne représente pas une simple variation "marginale" du taux de change.



Gr. 6.

(1) c'est-à-dire à passer du sentier d'offre n°1 au sentier d'offre n°2.

2/ Les autorités peuvent inciter la firme monopolistique à augmenter sa production jusqu'au niveau déterminé par elles, en versant des subsides compensant la diminution de la marge bénéficiaire qui correspond à ce volume de production. Le montant minimum de ces subsides est égal à l'excès du coût marginal sur la recette marginale correspondant aux quantités supplémentaires à produire. Sur le graphique 6, ce montant est représenté par la surface du triangle ABC.

3/ Les autorités peuvent user de leur influence, ou de mesures législatives ou réglementaires, pour imposer à la firme le niveau de production désiré. Ceci équivaut à une confiscation d'une partie des profits de monopole. Si l'en adopte cette solution, la réduction des profits de la firme se représente par la même surface ABC correspondant aux subsides de la deuxième solution.

Dans la deuxième hypothèse que peut recouvrir l'existence d'un " monopole national " pour un bien, les autorités doivent organiser ce monopole à partir d'une production répartie entre un certain nombre de petites firmes en concurrence. En l'absence d'intervention des autorités, l'offre nationale du produit correspond au segment de la courbe de coût marginal compatible avec le profit, c'est-à-dire avec la partie croissante de cette courbe. Le prix et le volume fixés par le marché correspondent à l'intersection de cette courbe avec la courbe de demande. Comme le montre le graphique 5, le volume exporté sera inférieur au niveau qui correspondrait aux recettes maximales

que le pays retirerait de l'organisation d'un monopole si le taux de change est élevé; par contre, si le taux de change est bas, le volume des exportations sera supérieur à ce niveau critique. Le prix qui s'établit sur le marché est en tout cas inférieur au prix qui résulterait d'une offre monopolistique.

Quelles politiques les autorités peuvent-elles mettre en oeuvre pour que l'offre nationale se situe sur le sentier qu'elles ont déterminé (sentier N°2) ?

- 1/ La politique la plus radicale consiste à créer une agence officielle seule habilitée à exporter le produit. Cette agence fixe le prix auquel elle achète la production des entreprises en concurrence au niveau pour lequel l'offre de ces entreprises est égale au volume déterminé par le sentier d'offre. Ce prix d'achat, sur les graphiques 5 et 6, se représente par la distance AC. Ensuite, l'agence exporte elle-même cette production sur le marché international, au prix que détermine la demande étrangère. Cette stratégie s'accompagne d'effets sur les recettes publiques, qui augmentent évidemment si le prix de vente est supérieur au prix d'achat. Si tel n'est pas le cas, une dévaluation peut accompagner cette politique afin de rendre positive la marge bénéficiaire de l'agence officielle, et donc accroître les recettes publiques.
- 2/ Une politique semblable consisterait à taxer forfaitairement chaque unité exportée d'un montant équivalent à la différence entre le prix auquel les producteurs sont prêts à produire le volume correspondant au sentier d'offre, et le prix auquel la

demande étrangère absorbe ce volume. Que la taxe frappe le producteur national ou l'acheteur étranger n'a ici aucune importance.

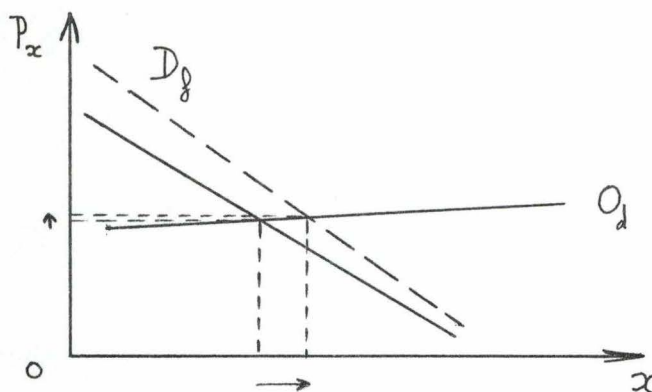
L'augmentation des recettes publiques résultant de cette politique est évidemment d'autant plus importante que le taux de change est bas. Si toutefois ce taux de change est assez élevé de sorte que le prix consenti par la demande étrangère est inférieur au coût marginal, cette politique implique que la taxe soit remplacée par une subvention équivalente, versée au choix à l'acheteur étranger ou au producteur national.

- 3/ On pourrait concevoir une troisième politique. Les autorités peuvent acheter l'ensemble de la production des producteurs nationaux en concurrence, au prix en vigueur sur le marché international avant l'intervention officielle ; de cette production, les autorités peuvent écouler sur le marché le volume correspondant au sentier d'offre, et détruire ou stocker l'excédent. Cette politique est moins efficiente que la première, et ne se justifie que s'il s'agit d'une mesure provisoire en attendant que soit organisée la reconversion des producteurs excédentaires.

Tels sont les moyens que peuvent utiliser les autorités responsables de la politique économique pour exploiter le monopole potentiel dont jouit le pays sur le marché international d'un produit. Il faut toutefois attirer l'attention du lecteur sur les risques qui grèvent la création artificielle d'un monopole : l'établissement d'un monopole sur un marché antérieurement soumis à la concurrence crée de nouvelles conditions qui peuvent entraîner à moyen terme l'apparition d'une concurrence étrangère devenue rentable.

En résumé, l'inélasticité de la courbe d'offre peut provenir du plein emploi ou d'une position de monopole du producteur. Elle a pour conséquence, lors d'une dévaluation, de provoquer une hausse du prix en monnaie nationale plus importante que l'augmentation éventuelle des quantités échangées.

2. Comme le montre le graphique 7, l'élasticité de la courbe d'offre nationale d'exportation implique que, dans l'augmentation totale des recettes en monnaie nationale, la part due à l'augmentation des quantités produites est plus importante que celle due à l'augmentation des prix. Si cette courbe est absolument élastique, seules les quantités échangées augmentent : le prix sera constant en monnaie nationale.



Gr. 7 : offre nationale
élastique.

Cette élasticité de l'offre nationale peut avoir trois origines :

- Le sous-emploi des ressources productives favorise l'élasticité de la courbe d'offre : il permet d'augmenter la production en faisant appel à des facteurs de production disponibles.

- L'existence d'une concurrence sur le marché des facteurs de production permet d'augmenter l'élasticité d'une courbe d'offre, même en cas de plein emploi des facteurs de production dans l'ensemble des secteurs, par une réaffectation des facteurs vers les secteurs les plus rentables, c'est-à-dire en cas de dévaluation vers les secteurs productifs de biens d'exportation. L'augmentation de la production d'exportation se fait dans ce cas au détriment d'autres productions locales.

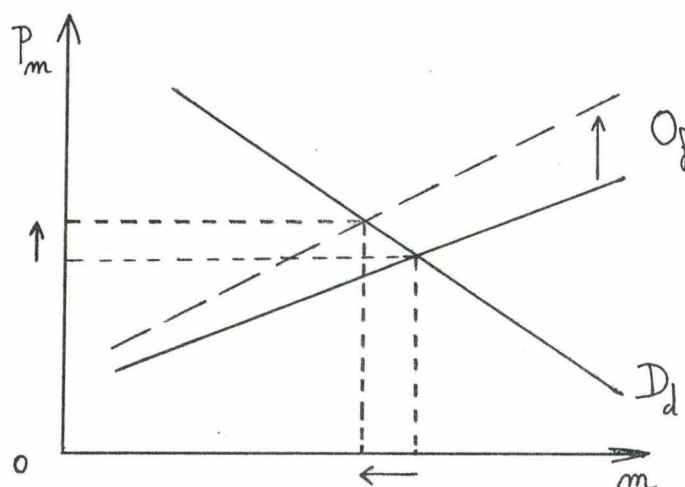
- L'existence d'une concurrence, sur le marché des produits, entre les entreprises productrices de biens d'exportation conduit ces entreprises à augmenter leur production le long de leur courbe de coût marginal, donc à produire plus qu'un monopole et à un prix moindre. L'offre sera plus élastique dans ce cas que dans le cas d'un monopole : en effet, un producteur isolé, conscient de n'avoir aucune influence personnelle sur les prix, ne doit pas tenir compte de la diminution de prix consécutive à une augmentation des quantités mises sur le marché.

En ce qui concerne les recettes d'exportation en monnaie nationale, l'analyse qui vient d'être faite mène en substance aux conclusions suivantes :

- 1- La dévaluation tend à augmenter les recettes des exportateurs, en monnaie nationale, sauf dans le cas limite où la demande étrangère est absolument inélastique.
- 2- Cette augmentation des recettes en monnaie nationale trouve sa source principalement dans une augmentation de prix si la courbe d'offre nationale est inélastique, ou principalement dans une augmentation des quantités exportées si la courbe d'offre nationale est élastique.
- 3- Le montant total de l'augmentation des recettes dépend non seulement de la courbe d'offre nationale, mais aussi et surtout de l'élasticité de la demande étrangère : celle-ci indique si l'évolution des prix à l'intérieur de la gamme des prix possibles suite à la dépréciation du taux de change est compatible ou non avec une forte augmentation des quantités offertes sur le marché.

B/ LES DEPENSES D'IMPORTATION.

On peut, par un raisonnement du même type que celui qui a été utilisé pour les recettes d'exportation, étudier l'évolution des dépenses d'importation, en monnaie nationale, faites par les importateurs nationaux, lors d'une dévaluation. L'analyse utilise la courbe de demande nationale d'importation et la courbe d'offre étrangère d'importation, qui occupent différentes positions sur un graphique en monnaie nationale, en fonction des différents taux de change possibles.



Gr. 8 . Dépenses d'importation.

Les dépenses d'importation augmenteront ou diminueront selon que l'augmentation relative du prix en monnaie nationale est supérieure ou inférieure à la diminution relative des quantités importées, c'est-à-dire selon que l'élasticité de la demande nationale est inférieure ou supérieure à l'unité. L'importance de la variation totale dépendra de l'élasticité de la courbe d'offre étrangère, qui indique si l'évolution

des prix à l'intérieur de la gamme des possibilités dues à la dépréciation du taux de change est compatible ou non avec une forte diminution des quantités importées sur le marché du pays qui dévalue.

L'analyse menée jusqu'à présent concerne les conséquences d'une dévaluation sur les recettes et dépenses en monnaie nationale des exportateurs et importateurs nationaux. Elle met en lumière l'intérêt que peut présenter la dévaluation pour la réalisation de divers objectifs de politique interne. Tels seraient par exemple l'augmentation du niveau de l'emploi, l'augmentation des recettes publiques ou l'augmentation des recettes unitaires perçues par les exportateurs; dans ce dernier cas, l'on vise à réaliser une augmentation des marges bénéficiaires des entreprises d'exportation, et éventuellement même à rendre ainsi à certaines activités une rentabilité compromise par une hausse des coûts de production venant parfois à dépasser les recettes d'exportation en monnaie nationale (1).

En plus de ces objectifs concernant la politique économique intérieure, la dévaluation peut aussi poursuivre un objectif de balance des paiements : celui d'améliorer l'évolution des recettes en devises

(1) L'exemple de la dévaluation congolaise du 24 juin 1967 est typique à cet égard : voir le Rapport Annuel 1967 de la Banque Nationale du Congo, notamment p 66 (emploi), p 84-85 (recettes publiques) et p 193 (comparaison de la dépréciation interne de la monnaie et de l'évolution des recettes qui peuvent être officiellement obtenues d'une unité monétaire étrangère).

par rapport aux dépenses en devises grâce à un redressement de la balance commerciale (1). Enfin, indépendamment de ces objectifs, la dévaluation peut être imposée par des difficultés de financer un déséquilibre sur le marché des changes qui trouve son origine ailleurs que dans un déficit commercial, et qui échappe dans une grande mesure aux méthodes traditionnelles d'analyse par les élasticités.

Le problème qui se pose dans ces derniers cas aux autorités responsables est celui de choisir un taux de dévaluation ou éventuellement de réévaluation en fonction de ses conséquences sur les recettes et dépenses en devises.

(1) Les accords internationaux la réserve d'ailleurs à cette fin. Voir les statuts du Fonds Monétaire International.

Section 2 : LES RECETTES ET LES DEPENSES EN DEVISES.

Voici le plan de cette section :

1. Le théorème de Marshall-Lerner.
 2. Généralisation de l'analyse de Lerner.
 - A/ Les recettes d'exportation en devises.
 - B/ Les dépenses d'importation en devises.
- Résumé.

1. Le théorème de Marshall-Lerner.

=====

Quelles sont les conséquences d'une dévaluation sur l'évolution des recettes et des dépenses en devises d'un pays ?

C'est pour répondre à cette question que A. Lerner a, le premier, souligné le rôle stratégique des élasticités dans l'ajustement de la balance commerciale (1). D'après son analyse, exposée avec art et clarté, le problème crucial est celui de la valeur de la somme des élasticités de la demande nationale d'importation et de la demande étrangère d'exportation, somme qui doit être plus grande que l'unité pour que la

(1) L'analyse de Lerner se trouve dans A.P. Lerner, "The Economics of Control, Principles of Welfare Economics", New-York, 1944, p 378.

Le créateur du concept d'élasticité est A. Marshall. Cette notion a été présentée dans ses "Principles of Economics", édités pour la première fois en 1890. A. Marshall lui-même a appliqué ce concept au commerce international ; il a montré l'importance de l'élasticité des demandes étrangères et nationales quant à l'incidence de taxes levées sur les importations — taxes auxquelles on peut partiellement assimiler une dévaluation. Si la demande du pays importateur est élastique, la taxe tendra à peser sur l'exportateur et non sur l'importateur : en termes d'analyse d'une dévaluation, cela signifie

dévaluation réduise l'importance du déficit de la balance commerciale.

Si la dévaluation correspond à une baisse des prix intérieurs de 3%, par exemple, et que l'élasticité de la demande étrangère pour les exportations du pays qui dévalue est de $1/3$, il en résulte que la valeur totale des exportations en devises va baisser de 2%, puisque les quantités exportées n'auront augmenté que de 1% pour une baisse de prix en devises de 3%. Si l'élasticité de la demande d'importation est de $2/3$, les importateurs nationaux réduiront le volume des importations

(suite de la note de la page précédente)

que le prix en monnaie nationale n'augmentera pas, mais que l'ajustement se fera par une diminution du prix en monnaie étrangère. Si la demande du pays importateur est inélastique, c'est lui qui supportera la charge de l'opération.

Après avoir examiné le rôle des élasticités des demandes, A. Marshall souligne que dans la plupart des cas, en réalité, c'est le consommateur du pays importateur qui supportera l'augmentation de prix, parce que le pays exportateur trouverait généralement d'autres débouchés pour ses produits si la taxe venait à peser sur ses recettes. "C'est seulement dans de très rares conditions qu'un pays est pratiquement le seul marché pour même un seul produit pour la production duquel un autre a des avantages exceptionnels " (p 197). Marshall dégage ainsi, sans l'appeler par son nom, le rôle de l'élasticité de l'offre, et établit en quelque sorte l'hypothèse qui, nous allons le voir, est implicite dans le raisonnement de Lerner : l'hypothèse d'élasticité infinie des offres.

Il faut cependant faire remarquer que la démarche présentée par Marshall n'est pas la même que celle suivie dans ce chapitre, son analyse se poursuivant en termes réels.

Voir au sujet du concept d'élasticité : A. Marshall, "Principles of Economics", Macmillan and Co, London, 1952 (8th edition), pp 86-87.
 Voir au sujet de l'application du concept d'élasticité à l'analyse de l'incidence des taxes sur les importations : A. Marshall, "Money, Credit and Trade", collection "Reprints of Economic Classics" (August Kelley, New-York), 1965, surtout pp 195-à 198, section intitulée "A Broad View of the General Incidence of Import Duties".

de 2% (1). La valeur totale des importations diminuera donc de 2%. Dans ce cas, présenté par Lerner, où la somme des élasticités des demandes est égale à 1, les valeurs totales des exportations et des importations varient proportionnellement, tout comme le déficit de la balance commerciale dont l'importance, relativement aux flux d'importation et d'exportation, reste constante.

Si la somme des élasticités est supérieure à l'unité, cela signifie que la diminution de la valeur totale des importations est suffisante pour compenser une éventuelle diminution de la valeur des exportations ; la valeur totale des exportations, en devises, peut en

(1) Un taux de dévaluation de 3% signifie que la valeur ou le prix de l'unité monétaire nationale en termes de monnaie étrangère diminue de 3%. Il s'agit donc de ce que l'on avait appelé à la page 14 un taux " en dedans ", auquel correspond un taux " en dehors " de

$$\frac{0,03}{1-0,03} > 3\% .$$

Le prix de la monnaie étrangère que doivent acheter les importateurs du pays qui dévalue augmente donc plus que n'a diminué le prix payé par les clients étrangers. La différence est bien sûr négligeable si le taux de dévaluation est petit. Néanmoins, cette remarque permet d'élargir la condition d'efficacité d'une dévaluation au sens de Lerner et dans le cadre de ses hypothèses : une dévaluation aura l'effet normal d'améliorer la balance commerciale si la somme des élasticités de la demande d'importation et de la demande d'exportation est supérieure ou même égale à l'unité. Formellement, la condition d'efficacité de la dévaluation peut s'exprimer :

$$\eta_f + \eta_d \left(\frac{1}{1-t} \right) > 1$$

où η_f est l'élasticité de la demande étrangère d'exportation,
 η_d est l'élasticité de la demande nationale d'importation,
 t est le taux de dévaluation.

effet diminuer à la suite d'une dévaluation si l'élasticité de la demande étrangère d'exportation est inférieure à 1.

On désigne par l'appellation de " théorème de Marshall-Lerner " cette proposition selon laquelle une dévaluation aura l'effet " normal " d' " améliorer " la balance commerciale si la somme des élasticités de la demande d'exportation et de la demande d'importation est plus grande que 1, et un effet " pervers " si cette somme est inférieure à 1.

En fait, cette analyse repose sur des hypothèses particulières concernant l'élasticité des courbes d'offre d'importation et d'exportation : les courbes d'offre sont supposées infiniment élastiques, de sorte que les prix, exprimés dans la monnaie du producteur, sont constants. La dévaluation correspond alors effectivement à une baisse du niveau général des prix et des encaisses dans le pays qui dévalue. Sous réserve d'une analyse ultérieure, développée au long des pages 68 à 76, cette hypothèse semble être restrictive, puisqu'elle exclut les situations de plein emploi et les comportements monopolistiques des producteurs.

Si l'on n'adopte pas cette hypothèse, la dévaluation aura pour conséquence non seulement des variations dans le volume des échanges, mais aussi des adaptations du prix des différents produits échangés. Dans ces circonstances, le raisonnement suivi par Lerner n'est plus valable. On peut le percevoir clairement en examinant le cas où les offres d'exportation et d'importation, dans le pays qui dévalue et à l'étranger, sont infiniment inélastiques : dans cette hypothèse, l'ajustement se fera entièrement par les prix, puisque les biens sont offerts

sur le marché en quantités fixes.

Comment cet ajustement par les prix va-t-il s'opérer ? Comment vont évoluer les recettes en devises dues aux exportations et les dépenses en devises consacrées aux importations, et dès lors la balance commerciale ? Sur le marché des exportations, les quantités offertes par le pays qui dévalue restent inchangées, l'offre étant par hypothèse inélastique. Les importateurs étrangers, en concurrence sur le marché, vont acheter cette quantité au même prix — dans leur monnaie — qu'auparavant, de sorte que la valeur totale, en devises, des exportations du pays qui dévalue ne changera pas. Toutefois, cette constance de la valeur totale des exportations en devises se traduira par une hausse des recettes des exportateurs nationaux en monnaie nationale exactement proportionnelle au taux de dévaluation.

Sur le marché des importations, les quantités offertes par les producteurs étrangers sont constantes, Les importateurs nationaux n'absorberont cette quantité que si le prix n'a pas augmenté : le prix en monnaie nationale restera au même niveau qu'avant la dévaluation ; les dépenses d'importation en monnaie nationale seront donc constantes. Les dépenses en devises seront par conséquent diminuées par suite de la dévaluation du taux de change.

Dans le cas examiné, caractérisé par l'inélasticité absolue des courbes d'offre d'exportation et d'importation, la dévaluation diminue un déficit de la balance commerciale, quelles que soient les élasticités des courbes de demande. La proposition de Lerner ne se vérifie donc pas ici.

Ce n'est pas seulement dans le cas particulier où les offres sont absolument inélastiques que ne s'applique pas la proposition de Lerner, mais aussi dans tous les cas où la dévaluation a pour conséquence une variation des prix des biens négociés par le pays qui dévalue sur le marché international.

Supposons qu'un pays dévalue de 10%. A la suite de cette dévaluation, le prix des biens produits par les exportateurs peuvent augmenter en monnaie nationale, par exemple de 4%, et donc diminuer de 6% en devises. Si l'élasticité de la demande étrangère est de $\frac{2}{3}$, les quantités achetées par les étrangers augmentent de 4%. En conséquence, les recettes totales en devises du pays dévaluateur diminueront de 2%. A la suite de la même dévaluation, le prix en devises des biens que le pays dévaluateur importe peut diminuer, de sorte que cette situation corresponde à une augmentation du prix en monnaie nationale de 9%, par exemple.

Si l'élasticité de la demande nationale est de $\frac{1}{3}$, les quantités importées diminueront de 3%. Les dépenses totales en devises diminueront donc de 4%. Dans ce cas, bien que la somme des élasticités des demandes soit exactement égale à l'unité, les dépenses en devises consacrées au paiement des importations diminuent dans une plus grande proportion que les recettes en provenance des exportations. Il y a donc une amélioration relative de la balance commerciale à la suite de la dévaluation, alors que la condition de Lerner n'est pas remplie.

Dans le tableau qui suit, on peut relire l'exemple proposé et le comparer avec l'application du théorème de Lerner aux mêmes valeurs du taux de dévaluation et des élasticités de demande.

Taux de dévaluation : 10% (Taux "en dehors" : 11,11%)

E X P O R T A T I O N S			I M P O R T A T I O N S		
	Exemple	Lerner		Exemple	Lerner
-Variation du prix en devises	- 6%	- 10%	-Variation du prix en devises	-2,11%	0
-Elasticité de la demande étrang.	$-\frac{2}{3}$	$-\frac{2}{3}$	-Variation du prix en monnaie nationale	+ 9%	+11,11%
-Variation des quantités	+ 4%	+6,67%	-Elasticité de la demande nationale	$-\frac{1}{3}$	$-\frac{1}{3}$
-Variation des recettes en devises	- 2%	-3,3%	-Variation des quantités	-3%	-3,7%
			-Variation des recettes en devises	-4%	-3,7%

Cet exemple met en relief l'importance que peut avoir, dans le succès ou l'échec d'une dévaluation, la flexibilité des prix par rapport au taux de change. L'ignorance de cet élément chez Lerner tient à son hypothèse implicite sur l'élasticité des courbes d'offre. Le contre-exemple qui vient d'être présenté n'enlève pas sa pertinence à la condition de succès d'une dévaluation dégagée par Lerner; il souligne qu'il ne s'agit toutefois que d'un cas particulier à intégrer dans une analyse plus large.

2. Généralisation de l'analyse de Lerner.

=====

Mrs Robinson a généralisé l'analyse de Lerner en tenant compte de toutes les élasticités-prix qui interviennent sur les marchés partiels des biens et services exportés et importés par le pays qui dévalue (1). On peut résumer cette analyse par le schéma qui suit, où j'examine successivement l'effet d'une dévaluation sur les recettes et sur les dépenses en devises.

-
- (1) Joan Robinson, " The Foreign Exchanges " , chapitre de " Essays in the Theory of Employment " (Oxford, Basil Blackwell), 1947, pp134 et suivantes. La première édition est de 1937. Repris dans " Readings in the Theory of International Trade " (éditeurs Ellis et Metzler) 1953, p 53.

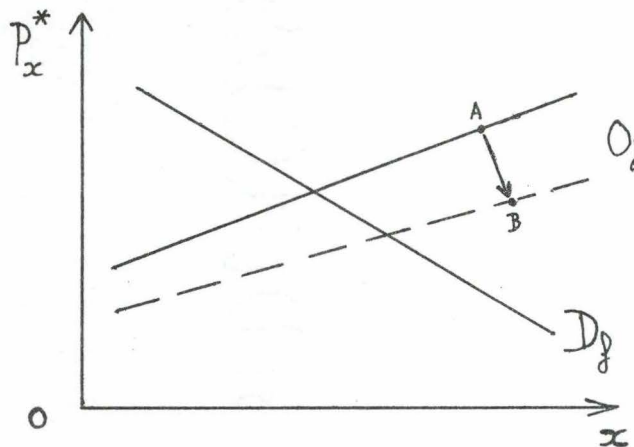
Mrs Robinson se place dans une optique un peu différente de celle qui est la nôtre dans cette section ; les développements du mémoire concernent ici les conséquences d'une variation du taux de change sur les recettes et les dépenses en devises ; Mrs Robinson, dans le chapitre de ses " Essays in the Theory of Employment ", s'intéresse principalement à l'effet d'une dévaluation sur l'emploi, c'est-à-dire sur les dépenses en monnaie nationale, comme on vient de le faire au cours de la section précédente.

A/ LES RECETTES D'EXPORTATION EN DEVICES.

Les recettes en devises dépendent des courbes de demande étrangère et d'offre nationale des biens et services qu'un pays exporte sur le marché international. Lors d'une dévaluation, le nouvel équilibre sur ce marché partiel sera le résultat d'un double effet :

1- Mouvement DE la courbe d'offre :

Une dévaluation du taux de change se traduit géométriquement par un glissement vers le bas de la courbe d'offre, sur un graphique aux coordonnées marshalliennes où le prix est exprimé en une monnaie étrangère. Inversement, une réévaluation se traduirait par un glissement vers le haut. La distance entre un point de l'ancienne courbe d'offre et cette courbe dans sa nouvelle position (AB) sera directement fonction de l'élasticité de la courbe. L'effet de ce glissement dépendra donc de cette élasticité.



Gr. 9.

Si la courbe est infiniment inélastique, elle ne pourra glisser que sur elle-même, de sorte que chaque point dans sa nouvelle position se retrouve sur l'ancienne courbe. Conclusion : une variation du taux de change ne peut avoir aucun effet sur les recettes en devises provenant de l'exportation d'un bien dont la courbe d'offre est inélastique. Ce cas extrême est le seul dont on puisse tirer des conclusions complètes et précises indépendamment de la forme de la courbe de demande.

Si la courbe est infiniment élastique, le prix — constant en monnaie nationale — baissera dans l'exacte mesure de la dévaluation. Les quantités échangées dépendront de la forme de la courbe de demande.

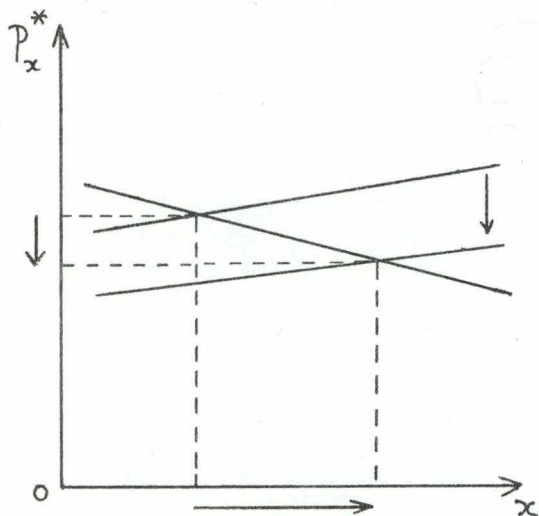
2 - Mouvement LE LONG de la courbe de demande :

Hors le cas d'inélasticité absolue, la courbe d'offre, dans sa nouvelle position, rencontre la courbe de demande en un nouveau point. La forme de cette courbe indique la sensibilité relative des quantités et des prix aux changements introduits par la dévaluation.

L'élasticité de la courbe de demande implique que le résultat d'une dévaluation consistera en une augmentation des quantités exportées sans baisse sensible du prix en devises. Les recettes en devises augmenteront par conséquent.

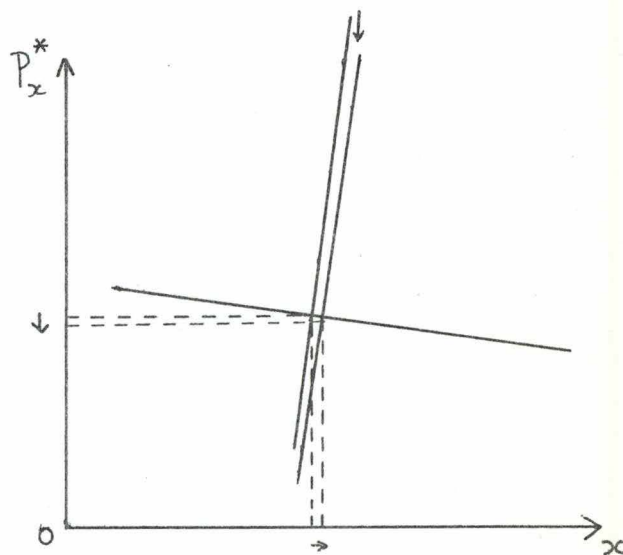
L'inélasticité de cette courbe signifie au contraire que les recettes en devises diminueront, l'augmentation des quantités exportées n'étant pas suffisante pour compenser la baisse du prix de la monnaie nationale.

On peut illustrer l'évolution des recettes en devises par les quatre graphiques suivants :



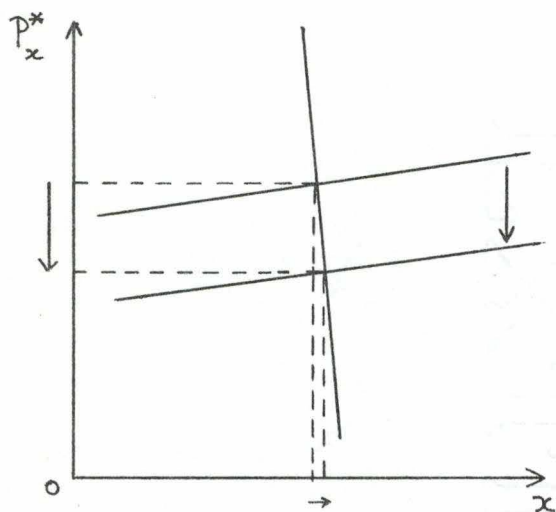
Gr.10 : Demande étrangère élastique.
Offre nationale élastique.

Les recettes en devises
tendent à augmenter.



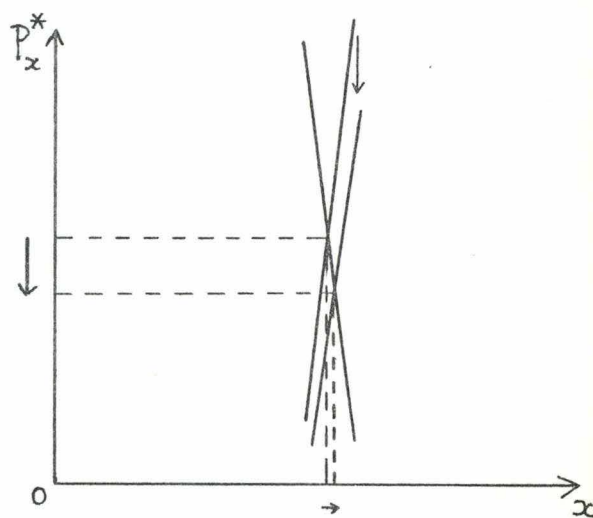
Gr.11 : Demande étrangère élastique.
Offre nationale inélastique.

L'augmentation des recettes
tend à devenir nulle.



Gr.12 : Demande étrangère inélastique.
Offre nationale élastique.

Les recettes en devises
tendent à diminuer.



Gr.13 : Demande étrangère inélastique.
Offre nationale inélastique.

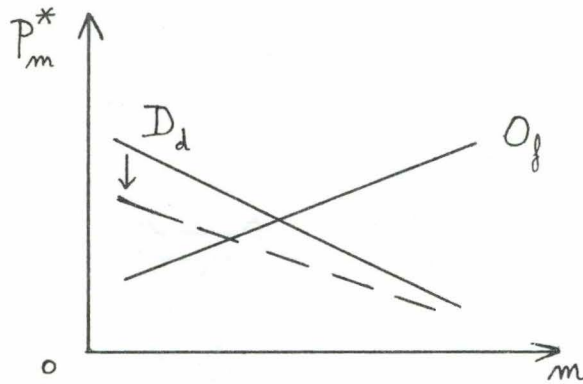
La diminution des recettes
tend à devenir nulle.

B/ LES DEPENSES D'IMPORTATION EN DEVISES.

Les dépenses en devises dépendent des courbes de demande nationale et d'offre étrangère d'importation. En utilisant la même méthode d'analyse, on peut décomposer le nouvel équilibre comme le résultat de deux mouvements :

1- Mouvement DE la courbe de demande nationale :

Sur un graphique où les prix — en ordonnée — sont exprimés en une monnaie étrangère, à une dévaluation correspond un glissement de chaque point de cette courbe vers le bas ; à une réévaluation correspond un glissement vers le haut.



Gr. 14.

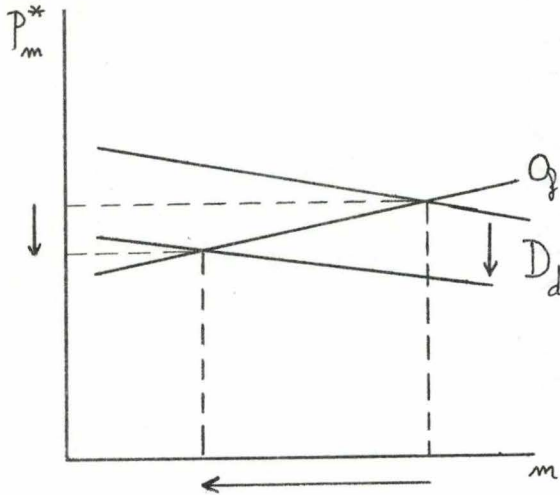
La distance entre un point de l'ancienne courbe de demande et cette courbe dans sa nouvelle position dépend directement de l'élasticité de cette courbe. Si elle est absolument inélastique, la variation du taux de change n'aura aucun effet sur la position d'équilibre. Si elle est absolument élastique au contraire, le prix exprimé en monnaie étrangère diminuera dans l'exacte mesure de la dévaluation, puisqu'il est constant en monnaie dévaluée. Les quantités échangées n'augmenteront pas, et diminueront même si la courbe d'offre est élastique.

2- Mouvement LE LONG de la courbe d'offre étrangère :

Le nouveau point d'équilibre se situera à l'intersection des courbes d'offre et de demande. De l'élasticité de la courbe d'offre dépend la sensibilité relative des prix et des quantités au changement introduit par la dévaluation : si la courbe d'offre étrangère est élastique, l'ajustement se fera surtout par les quantités ; si au contraire cette courbe est inélastique, l'ajustement se fera principalement par une diminution des prix en devises.

On peut illustrer l'effet de la dévaluation sur les dépenses d'importation, en devises, par les quatre graphiques rassemblés à la page suivante. Ils reprennent les différentes hypothèses possibles relativement aux élasticités.

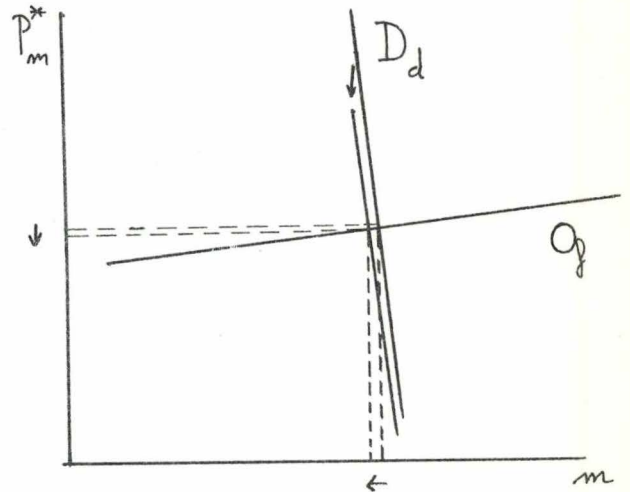
Evolution des dépenses en devises :



Gr. 15.

Offre étrangère élastique.
Demande nationale élastique.

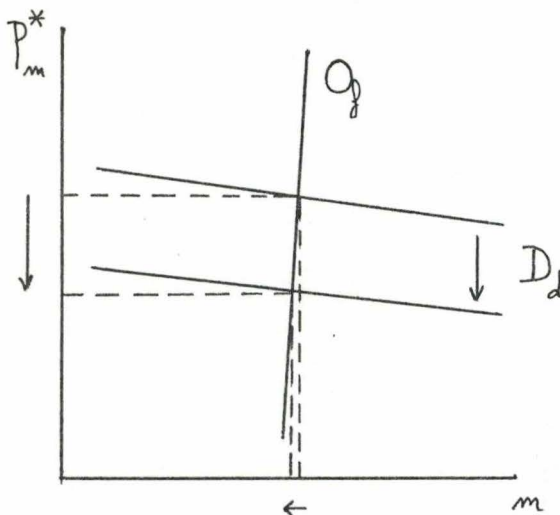
Les dépenses en devises tendent à diminuer fortement.



Gr.16.

Offre étrangère élastique.
Demande nationale inélastique.

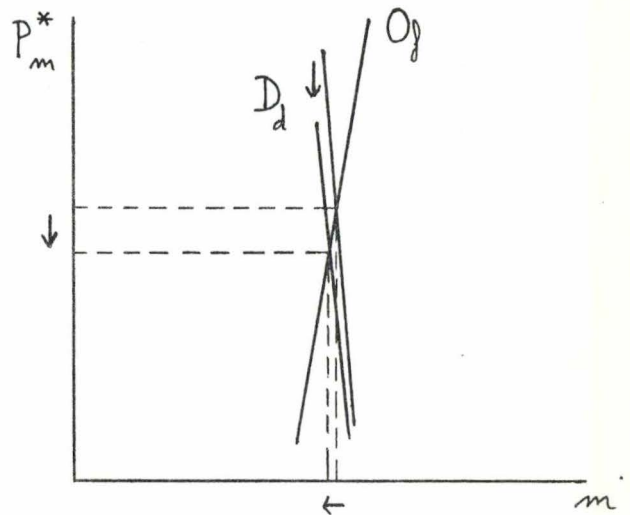
La diminution des dépenses en devises tend à devenir nulle.



Gr.17.

Offre étrangère inélastique.
Demande nationale élastique.

Les dépenses en devises tendent à diminuer.



Gr.18.

Offre étrangère inélastique.
Demande nationale inélastique.

La diminution des dépenses en devises tend à devenir nulle.

TABLEAU RECAPITULATIF.

Ce tableau est un aide-mémoire présentant les conclusions auxquelles aboutit l'approche des élasticités, en ce qui concerne l'effet d'une variation du taux de change sur les recettes et les dépenses en devises.

1. DEVALUATION DE t % .

Recettes en devises à
augmenter.

élasticité de la courbe
d'offre nationale :

		∞	0
élasticité de la courbe de demande étrangère :	> 1	P diminue de t % q augmente plus effet FAVORABLE	aucun changement
	< 1	P diminue de t % q augmente moins effet DEFAVORABLE	aucun changement

Dépenses en devises à diminuer.

élasticité de la courbe de
demande nationale :

		∞	0
élasticité de la courbe d'offre étrangère :	> 1	P diminue de t % q diminue plus effet <u>très</u> FAVORABLE	aucun changement
	< 1	P diminue de t % q diminue moins (lim. = c ^{te}) effet FAVORABLE	aucun changement

2. REVALUATION DE t % .

Recettes en devises à
diminuer.

élasticité de la courbe
d'offre nationale :

		∞	0
élasticité de la courbe de demande étrangère :	> 1	P augmente de t % q diminue plus effet FAVORABLE	aucun changement
	< 1	P augmente de t % q diminue moins (lim. = c ^{te}) effet DEFAVORABLE	aucun changement

Dépenses en devises à augmenter.

élasticité de la courbe
de demande nationale :

		∞	0
élasticité de la courbe d'offre étrangère :	> 1	P augmente de t % q augmente plus effet <u>très</u> FAVORABLE	aucun changement
	< 1	P augmente de t % q augmente moins (lim. = c ^{te}) effet FAVORABLE	aucun changement

La méthode présentée ici pour l'étude des conséquences d'une dévaluation sur les recettes et dépenses en devises est la même que celle utilisée précédemment pour analyser les effets de la dévaluation sur le volume des échanges et sur les prix en monnaie nationale . A cette occasion l'on a déjà expliqué l'origine économique des diverses valeurs des élasticités. Il n'est donc pas nécessaire d'y revenir ici.

Toute l'analyse qui précède est une application de la loi de l'offre et de la demande sur un marché partiel de biens et services. On peut résumer cette analyse en décomposant le mécanisme sur lequel elle repose en trois propositions. Chacune d'elles peut s'appliquer, selon les cas, tant à l'offre qu'à la demande.

- i/ La dévaluation se traduit par un glissement vers le haut de la courbe représentant le comportement des agents étrangers si l'abscisse mesure le prix en monnaie nationale, par un glissement vers le bas de la courbe des agents nationaux si les prix sont exprimés en monnaies étrangères ; la distance parcourue par chaque point de la courbe indique le taux de dévaluation.
- ii/ L'élasticité de la courbe dont le glissement traduit le taux de dévaluation donne la mesure de la variation des quantités échangées compatible avec la variation de prix rendue possible par la dévaluation. Elle indique donc l'ampleur possible de l'ajustement total.
- iii/ L'élasticité de la courbe immobile — celle qui représente le comportement des agents économiques dont la monnaie est utilisée pour exprimer les prix, sur le graphique — indique la part de la variation du volume et de la variation des prix

dans l'ajustement total.

On peut aussi synthétiser l'apport de cette approche par des formules. Celles-ci peuvent exprimer la flexibilité des prix au taux de change, l'élasticité au taux de change de la valeur des exportations et des importations en monnaie nationale et en devises, et les variations des termes d'échange suite à une dévaluation. Ces formules sont présentées en annexe.

II. CRITIQUES ET COMMENTAIRES SUR L'APPROCHE EN TERMES DES ELASTICITES

Cette approche a le grand mérite de faire appel à des concepts centraux en économie politique : les élasticités.

Elle s'intègre par là dans un ensemble de connaissances théoriques et pratiques qui l'enrichissent. Toutefois, il est nécessaire de compléter l'analyse qui précède en précisant, à partir de leurs composantes, la signification des courbes d'offre et de demande d'importation ou d'exportation ; en dégagant les hypothèses implicites de court ou de long terme ; en soulignant le caractère partiel de l'analyse, et en expliquant la valeur des conclusions auxquelles elle aboutit .

Tel est l'objet des quatre sections qui suivent.

Section 1 : SIGNIFICATION DES COURBES D'OFFRE ET DE DEMANDE D'IMPORTATION ET D'EXPORTATION

Voici le contenu de cette section :

- A/ Principes des offres et demandes excédentaires.
- B/ Examen-de la courbe de demande nationale d'importation.
 - de la courbe d'offre nationale d'exportation.
 - de la courbe de demande étrangère d'exportation.
 - de la courbe d'offre étrangère d'importation.
- C/ Conclusions.

A/ PRINCIPES .

La signification des courbes d'offre et de demande utilisées par Mrs Robinson est particulière. Sauf hypothèses spéciales, ces courbes ne sont pas purement et simplement les courbes d'offre et de demande des biens et services échangés sur le marché international : il s'agit des offres et demandes excédentaires d'un secteur, le pays qui dévalue ou le Reste du Monde. La demande nationale d'importation est la demande nationale qui, aux différents prix possibles, ne peut être satisfaite par l'offre nationale correspondant à ces prix. Formellement, c'est la différence entre la demande nationale et l'offre nationale d'un bien. De même, l'offre nationale d'exportation est la différence entre l'offre nationale et la demande nationale à différents prix. Ainsi, selon le prix ou le niveau du taux de change, un pays peut devenir importateur ou exportateur d'un bien.

Ces définitions doivent être bien gardées à l'esprit si l'on veut voir la portée du raisonnement. En effet, si la courbe de demande ou d'offre qui doit entrer en ligne de compte pour le calcul des effets d'une dévaluation est une demande excédentaire, l'élasticité de cette courbe tendra à être supérieure à l'élasticité de la courbe de demande ou d'offre totale dont elle dérive : quand le prix des biens importables augmente, par exemple, les quantités totales demandées par les agents économiques du pays diminuent ; en même temps, la production nationale de biens importables augmente : la demande d'importation diminuera donc non seulement en fonction de l'élasticité de la demande totale de biens importables, mais aussi en fonction de l'élasticité de la

courbe d'offre de substituts nationaux (1). L'influence respective de l'élasticité de l'offre et de l'élasticité de la demande totale du pays pour un produit dans l'élasticité de l'offre (ou de la demande) excédentaire dépend de l'importance de l'offre et de la demande totale relativement à l'offre (ou à la demande) excédentaire. Algébriquement, l'élasticité de l'offre ou de la demande excédentaire d'un bien par un pays est l'élasticité d'une somme de fonctions, dont la forme générale est :

$$\frac{E(u \pm v)}{E(x)} = \frac{u}{u \pm v} \frac{E(u)}{B(x)} \pm \frac{v}{u \pm v} \frac{E(v)}{B(x)} \quad (2)$$

Il faut maintenant dégager les implications de ces réflexions pour chacune des 4 courbes utilisées par Mrs Robinson.

(1) Joan Robinson, sans développer ce point, signale que l'élasticité de l'offre nationale d'exportation est influencée par l'élasticité de la demande nationale pour les biens exportables, et que l'élasticité de la demande nationale d'importation est influencée par l'élasticité de l'offre nationale de substituts.

Joan Robinson, "Essays in the theory of employment", édition de 1947, p 138.

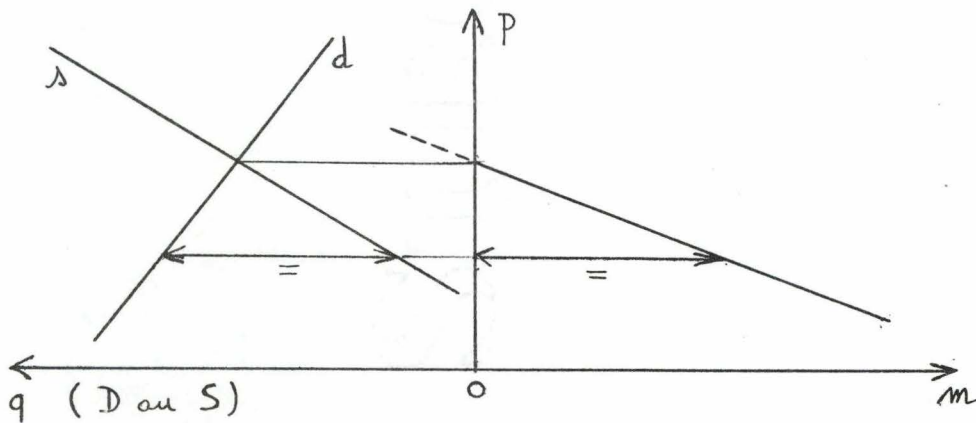
(2) Au sujet de l'élasticité des fonctions, voir R.G.D. Allen, "Mathematical Analysis for Economists" (Macmillan 1966) pp251 et ss.

B/ EXAMEN DES DIFFERENTES COURBES.

1- Courbe de demande nationale d'importation.

Il s'agit de la demande nationale qui ne peut être satisfaite par l'offre nationale, aux différents prix.

Comme le montre le graphique 19, cette courbe représente donc la différence entre la demande et l'offre nationale (1).



Gr. 19

Demande nationale d'importation

L'élasticité de la courbe de demande nationale d'importation dépend donc des élasticité des courbes de demande nationale et d'offre nationale totales du bien ; cette relation peut s'exprimer algébriquement :

$$\left| \frac{E(d-s)}{E(p)} \right| = \left| \frac{D}{(D-S)} \frac{E(d)}{E(p)} + \frac{-S}{(D-S)} \frac{E(s)}{E(p)} \right| \geq \left| \frac{E(d)}{E(p)} \right|$$

Cette expression signifie que l'élasticité de la demande nationale d'importation est la somme de deux éléments. Le premier élément est l'élasticité de la demande nationale pour le produit importable,

(1) Graphique analogue à celui présenté par Kindelberger, " International Economics ", 4th edition (Richard D. Irving, Inc., Homewood, Illinois),

multipliée par un coefficient qui indique l'importance de la demande totale pour ce bien par rapport à la demande satisfaite par l'importation. Le sens de ce coefficient est clair. L'augmentation des quantités demandées par les agents économiques d'un pays, à la suite d'une baisse de prix, dépendra de l'élasticité de la demande totale du pays pour ce produit, et sera peut-être peu importante par rapport à la demande totale. Cependant, l'entièreté de cette augmentation de la demande ne pourra être satisfaite que par l'importation : en effet, la production nationale, normalement, n'augmentera pas à la suite de la baisse de prix. L'augmentation de la demande va donc se répercuter entièrement sur la demande d'importation, qui réagira de façon d'autant plus élastique que cette demande d'importation est peu importante en comparaison de la demande totale du produit.

Le deuxième terme constitutif de l'élasticité de la demande d'importation est l'élasticité de l'offre nationale de biens importables, multipliée par le coefficient indiquant l'importance de l'offre nationale par rapport aux importations. Ce terme signifie que l'augmentation de la demande d'importation à une baisse de prix, par exemple, trouve en partie sa source dans la diminution de la production nationale du bien importable, diminution qui se répercutera entièrement sur la demande d'importation; cette demande d'importation réagira donc de façon d'autant plus élastique qu'elle est peu importante par rapport à l'offre totale de biens importables par les producteurs nationaux.

De l'expression de l'élasticité de la demande nationale d'importation en fonction des élasticités d'offre et de demande nationale

de produits importables; on peut tirer plusieurs conclusions :

- 1- La demande nationale d'importation est plus élastique ou aussi élastique que la demande nationale totale pour le bien importé.
- 2- L'élasticité de la courbe de demande nationale d'importation est d'autant plus grande que l'offre nationale de substituts aux importations est élastique.
- 3- L'élasticité de la demande nationale d'importation est d'autant plus grande que la production nationale de substituts aux importations approvisionne une part importante de la demande nationale pour ces biens. Globalement, l'élasticité de la demande nationale d'importation tendra donc à être très élastique dans un pays dont la production est très diversifiée, ce qui est généralement le cas des grands pays industrialisés (1).

2- Courbe d'offre nationale d'exportation.

Cette courbe indique l'excédent de l'offre nationale sur la demande nationale qui se manifeste à différents niveaux de prix. L'élasticité de cette courbe est aussi une somme pondérée des élasticités des courbes d'offre et de demande nationales totales :

$$\frac{E(s-d)}{E(p)} = \frac{S}{S-D} \frac{E(s)}{E(p)} + \frac{-D}{S-D} \frac{E(d)}{E(p)} .$$

(1) Les mêmes idées sont exprimées dans Marshall, " Money, Credit and Trade", collection " Reprints of Economic Classics " (August Kelley, New-York), 1965 (édition originale : 1923), chapitre VII : " Elasticity of a country's demand for imports ", pp 167-176; voir spécialement la section 3 : " Resourcefulness of supply is one cause of elasticity of demand ".

On peut tirer de cette expression des conclusions analogues à celles du paragraphe précédent :

- 1- L'offre nationale d'exportation est plus élastique ou aussi élastique que l'offre nationale totale des biens exportables.
- 2- L'élasticité de l'offre nationale d'exportation est d'autant plus grande que la demande nationale pour les biens exportables est élastique.
- 3- L'élasticité de l'offre nationale d'exportation est d'autant plus grande que la demande nationale de biens exportables absorbe une part importante de la production nationale de tels biens . Globalement, l'offre nationale d'exportation tendra à être plus élastique dans un pays dont la production est très diversifiée et est écoulée principalement sur le marché national, ce qui est normalement le cas d'un grand pays industrialisé. Même en cas de plein emploi des ressources, ce pays pourra augmenter ses exportations par une diminution de la demande intérieure, qui sera d'autant plus rapide que cette demande est élastique.

3- Courbe de demande étrangère d'exportation.

Cette courbe indique l'excédent de la demande du reste du monde sur l'offre étrangère, aux différents niveaux de prix. L'élasticité de cette courbe peut s'exprimer en fonction des élasticités de la demande et de l'offre étrangère totale :

$$\frac{E(d-s)}{E(p)} = \frac{D}{D-S} \frac{E(d)}{E(p)} + \frac{-S}{D-S} \frac{E(s)}{L(p)} .$$

De cette expression, on peut tirer les conclusions suivantes :

- 1- La demande étrangère d'exportation est plus élastique ou aussi élastique que la demande étrangère totale pour ce type de biens.
- 2- L'élasticité de la courbe de demande étrangère d'exportation est d'autant plus grande que l'offre de substituts à ces exportations est élastique.
- 3- L'élasticité de la demande étrangère d'exportation est d'autant plus grande que l'offre étrangère de substituts à ces exportations approvisionne une part plus importante de la demande étrangère totale. Sauf si le pays qui dévalue jouit d'une position monopolistique ou prépondérante sur le marché international, la demande étrangère d'exportation tendra donc à être élastique.

4- Courbe d'offre étrangère d'importation.

Cette courbe indique l'excédent de l'offre étrangère sur la demande étrangère d'un bien, aux différents niveaux de prix. L'élasticité de cette courbe peut s'exprimer en fonction des élasticités de l'offre et de la demande étrangères totales de ce bien :

$$\frac{E(s-d)}{E(p)} = \frac{S}{S-D} \frac{E(s)}{E(p)} + \frac{-D}{S-D} \frac{E(d)}{E(p)} .$$

De cette expression, on peut tirer ces conclusions :

- 1- L'offre étrangère d'importation est plus élastique ou aussi élastique que l'offre étrangère totale pour ce type de bien.
- 2- L'élasticité de l'offre étrangère d'importation est d'autant plus grande que la demande étrangère pour ces biens est élastique.

3- L'élasticité de l'offre étrangère d'importation est d'autant plus grande que la demande étrangère absorbe une grande part de l'offre étrangère totale de ces biens, ce qui est généralement le cas : les positions de monopsonne sont en effet assez rares (1).

Les développements qui précèdent permettent d'aboutir à une conclusion intéressante en ce qui concerne les pays dont la production est très diversifiée et est écoulée principalement sur le marché national, c'est-à-dire les grands pays industriels : ces pays, comme le reste du monde, tendent à présenter une offre d'exportation très élastique. L'on peut dans ce cas appliquer le théorème de Marshall-Lerner. Comme la demande d'importation d'un grand pays industriel et la demande d'exportation du reste du monde tendent également à être élastiques, on peut conclure — en vertu du théorème de Marshall-Lerner — que le jeu des élasticités, en cas de dévaluation, aura pour effet d'améliorer la balance commerciale de ce pays. On peut donc formuler cette conclusion de politique économique : une légère variation du taux de change constitue pour les grands pays industriels un instrument efficace pour agir sur leur balance commerciale. (2)

(1) Cette conclusion est expliquée par A. Marshall, "Money, Credit and Trade" , New York (August Kelley), 1965, p 197.

(2) G.H. Orcutt expose les raisons pour lesquelles les mesures statistiques de l'élasticité-prix de la demande d'importation sont vraisemblablement sous-évaluées : Orcutt, "Measurement of Price-Elasticities in International Trade", Review of Economics and Statistics, mai 1950, pp 117-132.

En guise de conclusion plus générale, sur les enseignements politiques de l'analyse qui a été poursuivie jusqu'à présent, on peut présenter le tableau récapitulatif suivant. Il indique l'effet que l'on peut attendre d'une dévaluation ou d'une réévaluation du taux de change dans différentes circonstances.

1. RECETTES EN DEVISES à augmenter par une dévaluation ou à diminuer par une réévaluation.

Le signe + indique que les circonstances d'élasticité sont favorables au but poursuivi ; le signe - indique un effet pervers ; le signe 0 signifie que l'opération tend à ne pas agir sur les recettes en devises.

ELASTICITE DE LA COURBE D'OFFRE
NATIONALE D'EXPORTATION :



ELASTICITE DE LA COURBE DE DEMANDE
ETRANGERE D'EXPORTATION:

> 1

< 1

<ul style="list-style-type: none"> -grand pays à production diversifiée. -exportateur de produits finis. -en régime de concurrence. -en sous-emploi. 		<ul style="list-style-type: none"> -pays de dimension réduite dont la production est limitée à certains secteurs spécialisés (ex.:"produits de base", monoculture). -exportateur de matières premières. -en situation de monopole (exercé par une firme ou par l'Etat). -en plein emploi (à court terme).
<ul style="list-style-type: none"> -produits finis. -l'offre étrangère de substituts est élastique (sous-emploi). -le pays qui dévalue n'approvisionne pas une part trop importante du marché international. 	+	○
<ul style="list-style-type: none"> -position monopolistique (ou prépondérante) du pays qui dévalue sur le marché d'exportation. -matières premières. -offre étrangère de substituts inélastique. 	-	○

2. DEPENSES EN DEVISES à diminuer par une dévaluation ou à augmenter par une réévaluation.

ELASTICITE DE LA COURBE DE DEMANDE
NATIONALE D'IMPORTATION :

	<ul style="list-style-type: none"> -grand pays à production diversifiée. -produits finis. -offre nationale de substituts aux importations élastique (sous-emploi...). 	<ul style="list-style-type: none"> -petit pays à production limitée à certains secteurs spécialisés (monoculture...). -pays importateur de matières premières. -offre nationale de substituts aux importations inélastique (plein emploi).
<ul style="list-style-type: none"> -demande étrangère pour le même bien élastique (produit fini). -concurrence entre producteurs. -le pays qui dévalue n'absorbe qu'une petite partie de la production de l'étranger. -sous-emploi. 		
<ul style="list-style-type: none"> -le pays qui dévalue est en situation de monopsonie pour le produit importé. -demande étrangère pour le même bien inélastique (matière première). -producteur étranger en situation de monopole. -plein-emploi (à court terme). 		

(Remarque : ce tableau ne tient pas compte de la possibilité de courbes d'offre décroissantes.)

Section 2 : HYPOTHESES DE COURTE OU DE LONGUE PERIODE.

Traditionnellement, dans l'analyse économique, on distingue une très courte période, une courte période et une longue période. En très courte période, les prix du marché (et les quantités offertes) sont fixes ; en courte période, les prix s'adaptent, les goûts des consommateurs et la capacité de production sont constants ; en longue période, la capacité de production s'adapte (1).

Cette distinction est importante, parce qu'à ces trois hypothèses correspondent différentes caractéristiques de la courbe d'offre. En longue période, l'offre est plus élastique qu'en courte période, comme on l'a vu précédemment à l'occasion de l'examen de l'offre en circonstances de plein emploi. En outre, dans le cas de concurrence sur le marché des produits, la courbe d'offre peut prendre une allure radicalement différente selon que l'on se place dans une optique de courte ou de longue période. En courte période, la courbe d'offre est déterminée par le coût marginal associé à l'appareil de production existant ; dans ce cas, la loi des rendements décroissants s'applique et est à l'origine d'une courbe d'offre croissante caractérisée par une élasticité positive. En longue période par contre, la courbe d'offre associée à chaque niveau de production le coût de production de ce volume sur l'équipement le plus adapté à ce niveau de production. La courbe d'offre de longue période se compose en fait des points minimum des courbes de coût marginal associées aux différents équipements efficaces. Elle traduit le phénomène des rendements d'échelle, et peut prendre la forme d'une courbe décroissante ; dans ce cas, l'élasticité de l'offre sera négative.

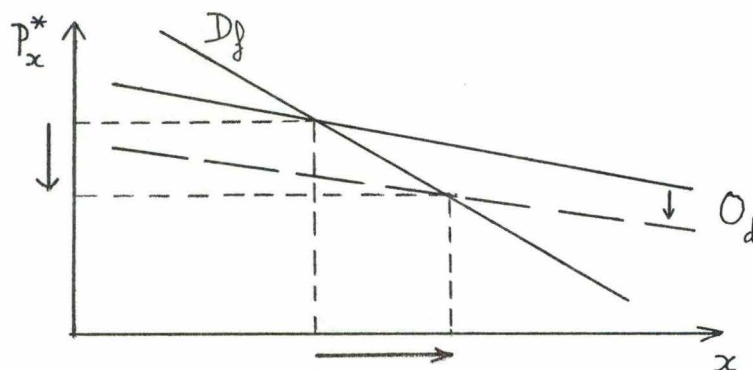
Au cours de l'analyse des effets d'une dévaluation par l'approche des élasticités, on a limité l'examen aux formes traditionnelles des courbes d'offre et de demande.

(1) Distinction rappelée, dans le contexte de l'étude du taux de change par l'approche des élasticités, par F. Machlup, " The theory of foreign exchanges ", *Economica*, volumes 6,7 (1939-1940), repris dans " Readings in the theory of international trade " (éditeurs Ellis et Metzler), 1953, p 111.

Le schéma d'analyse présenté à cette occasion convient donc particulièrement à l'étude de courte période. Dans le contexte de longue période, le même schéma peut être utilisé si la courbe d'offre de longue période est croissante. Il faut néanmoins compléter cette analyse de l'effet d'une dévaluation par l'examen des situations caractérisées par une courbe d'offre décroissante en longue période, traduisant des économies d'échelle. On peut distinguer deux cas, selon que la courbe d'offre est plus inclinée ou moins inclinée que la courbe de demande.

1- Courbe d'offre décroissante plus élastique que la courbe de demande.

Lorsque la courbe d'offre décroissante est plus élastique que la courbe de demande, on peut analyser l'effet d'une dévaluation à l'aide d'un graphique sur lequel, conformément à la méthode précédemment utilisée, le glissement de la courbe d'offre ou de demande exprime uniquement la traduction d'une monnaie en une autre, après la dévaluation.



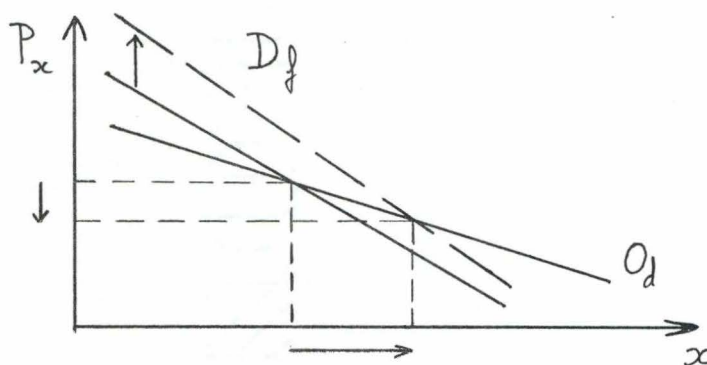
Gr.20 :

Recettes en devises .

Si l'industrie exportatrice du pays qui dévalue est dans ce cas, illustré par le graphique 20, les recettes en devises en

provenance des exportations évolueront comme dans le cas général résumé à la page 64 : si la demande étrangère est élastique, l'augmentation du volume exporté compensera l'éventuelle diminution du prix en devises et les recettes en devises augmenteront; si, au contraire, la demande étrangère est inélastique, la diminution de prix sera plus importante que l'augmentation des quantités exportées, et les recettes en devises diminueront. Selon que l'offre nationale est plus ou moins élastique, l'ajustement total pourra prendre plus ou moins d'ampleur.

En ce qui concerne l'économie intérieure, la dévaluation se traduit dans le pays qui dévalue par une baisse du prix unitaire des exportations, exprimé en monnaie nationale : c'est un résultat radicalement différent de celui que l'on peut attendre lorsque la courbe d'offre est normale (croissante), c'est-à-dire spécialement en courte période.



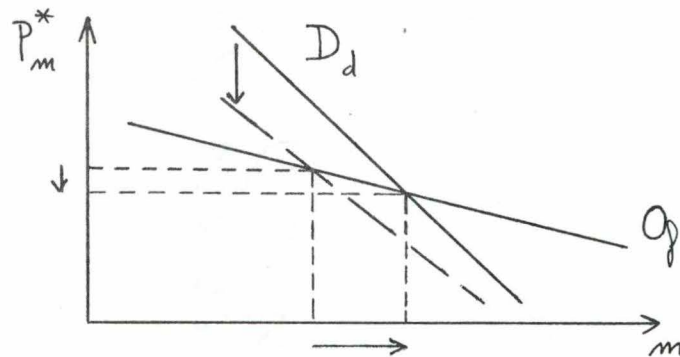
Gr.21.

Recettes en monnaie nationale.

Comme le montre également le graphique 21, le volume exporté augmente à la suite de la dévaluation. Les recettes en monnaie nationale perçues par les exportateurs du pays qui dévalue augmentent si l'augmentation des quantités exportées compense la diminution du prix

unitaire, c'est-à-dire si l'élasticité de l'offre nationale est supérieure à l'unité (en valeur absolue). L'élasticité de l'offre nationale détermine en effet la part des variations du prix et du volume dans l'ajustement total; l'élasticité de la demande étrangère détermine l'ampleur possible de l'ajustement total.

De même, si la courbe d'offre étrangère d'importation est décroissante et plus élastique que la courbe de demande nationale, on peut analyser les effets d'une dévaluation par un graphique analogue.



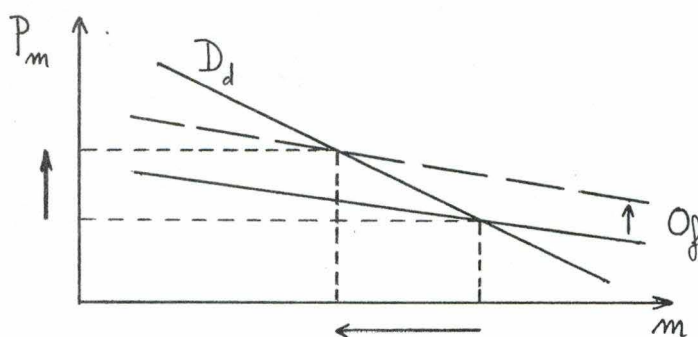
Gr.22 :

Dépenses en devises.

Le volume des importations diminue; le prix en monnaie étrangère augmente, contrairement à ce qui est le cas lorsque la courbe d'offre est croissante (v.p 63). Si l'offre étrangère d'importation est inélastique, l'augmentation du prix est supérieure à la diminution du volume des importations : c'est le seul cas où la valeur des importations en devises augmente à la suite d'une dévaluation par le seul jeu des élasticités-prix. Si au contraire l'élasticité de l'offre étrangère est supérieure à l'unité, les dépenses d'importation en devises diminuent. Selon que la demande nationale d'importation est plus ou

moins élastique, l'ajustement total peut avoir plus ou moins d'ampleur.

En ce qui concerne le prix en monnaie nationale, comme le montre le graphique 23, il augmente. Le volume des importations diminuant, les dépenses d'importation en monnaie nationale diminuent ou augmentent selon que l'élasticité de la demande nationale est supérieure ou inférieure à l'unité, comme c'est le cas, d'ailleurs, lorsque la courbe d'offre est croissante.



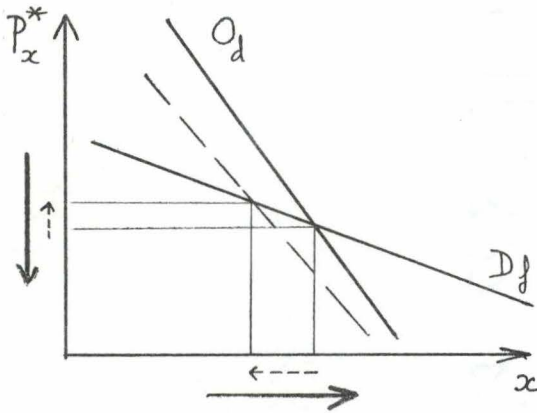
Gr.23 :

Dépenses en monnaie nationale.

2- Courbe d'offre décroissante moins élastique que la courbe de demande.

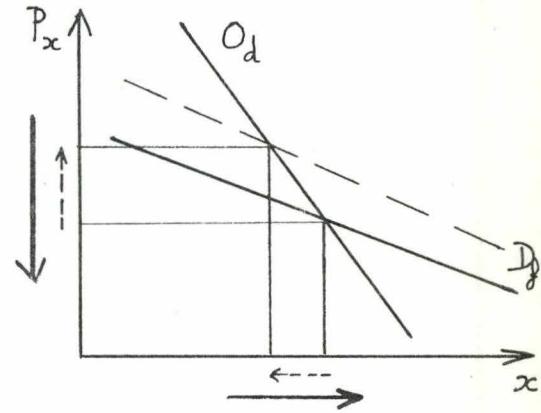
Lorsque la courbe d'offre en longue période est décroissante et qu'elle est moins élastique que la courbe de demande — que l'on soit sur le marché des importations ou des exportations —, la période graphique ne permet pas de déterminer l'effet du jeu des élasticités consécutif à une dévaluation. On peut le montrer en raisonnant à partir d'un marché d'exportation dont la courbe d'offre présenterait les

caractéristiques définies au début de ce paragraphe.



Gr. 24 :

Marché d'exportation,
prix en devises.



Gr. 25 :

Marché d'exportation,
prix en monnaie nationale.

Sur le graphique 24, le prix est exprimé en monnaie étrangère; la courbe d'offre nationale glisse vers le bas en fonction du taux de dévaluation. Sur le graphique 25, le prix est exprimé en monnaie nationale, et c'est la courbe de demande étrangère qui glisse vers le haut en fonction du taux de dévaluation. Ces courbes peuvent s'interpréter dans un sens économique précis. La courbe de demande étrangère d'exportation est une courbe de demande excédentaire habituelle, indiquant le volume d'exportation que les étrangers désirent acheter aux différents prix. La " courbe d'offre nationale d'exportation " indique en fait la quantité minimum à exporter qui doit être produite, aux différents prix, pour que l'on puisse utiliser des équipements de dimension optimale. C'est la concurrence des producteurs pour les débouchés qui transforme cette courbe en " courbe d'offre " exprimant les quantités offertes aux différents prix, en fonction de différentes considérations relatives aux coûts de production. Or, à droite du point d'intersection

entre courbe d'offre et courbe de demande, dans les hypothèses de ce paragraphe, la demande est toujours supérieure à l'offre; en conséquence les producteurs peuvent augmenter leur production, et l'écouler à un prix déterminé par la concurrence que se font les utilisateurs.

La tendance normale, en régime de concurrence, sera donc à l'augmentation des quantités produites et à la diminution du prix. Cette tendance persistera jusqu'à ce que le prix tombe à un niveau tellement bas qu'il devienne inférieur au coût déterminé par l'équipement le plus adapté, ou que la concurrence cesse, ce qui sera la conclusion habituelle de la période d'expansion de la production et de création d'équipements géants bénéficiant au maximum des économies d'échelle — au détriment des appareils plus anciens et moins adaptés.

Contrairement à ce que semble indiquer l'intersection des courbes sur les graphiques 24 et 25, dans les hypothèses spéciales de ce paragraphe, la dévaluation entraînera vraisemblablement une augmentation de la production (et une diminution de prix) en longue période, provoquée notamment par la prévision de l'augmentation de la demande étrangère suite à la dévaluation de la monnaie nationale. Toutefois, on ne peut déterminer exactement la grandeur de cette augmentation du volume exporté. Néanmoins, on peut prévoir que, si ce volume augmente, les recettes en devises augmenteront ou diminueront selon que l'élasticité de la demande étrangère est supérieure ou inférieure à l'unité.

Section 3 : CARACTERE PARTIEL DE L'APPROCHE DES ELASTICITES.

L'analyse des conséquences d'une dévaluation par l'approche des élasticités a un caractère partiel : le calcul des élasticités ne suffit pas pour prévoir le résultat effectif d'une dévaluation sur la balance commerciale. Les faits eux-mêmes le montrent : le calcul des élasticités indique que les dépenses en devises dues aux importations ne peuvent croître à la suite d'une dévaluation, en courte période. Or, après la dernière dévaluation de la livre sterling, l'augmentation des recettes en provenance de l'exportation a coïncidé avec une augmentation des dépenses d'importation. La dévaluation met donc en jeu d'autres processus que celui de l'ajustement des transactions sur des marchés partiels.

Comme toute explication économique valable, l'approche des élasticités présente un ordre d'enchaînement logique et nécessaire. Cette explication, si elle est correcte, n'est cependant ni exclusive ni déterminante. Tel est d'ailleurs le sens de la clause " ceteris paribus " incluse dans tous les raisonnements théoriques. Parmi ces autres éléments dont il faut tenir compte pour prévoir le résultat effectif d'une dévaluation concrète, on peut en distinguer de deux sortes. Il y a certains effets qui découlent de la dévaluation elle-même, et qui doivent éventuellement être intégrés dans une théorie plus générale. Il y a aussi toutes les circonstances exogènes : des phénomènes concomittants peuvent faire disparaître les effets que l'on attend de la dévaluation. Le succès éventuel d'une dévaluation dépend donc de conditions relatives

au mécanisme proposé par la théorie (en l'occurrence, des conditions d'élasticité), et de la capacité de maîtriser les conséquences de certaines circonstances exogènes.

1- Les circonstances exogènes.

=====

Dans cet ordre d'idées, deux points méritent une attention particulière : les prévisions des agents économiques au sujet de l'évolution de la situation économique, et le régime des transactions commerciales extérieures.

1. Les prévisions des agents économiques, lors d'une dévaluation, peuvent les amener à anticiper une hausse des prix, soit même de nouveaux ajustements du taux de change. Les prévisions de hausse de prix provoqueront la constitution de stocks, alimentés notamment par une augmentation provisoire du flux d'importation. Les conséquences en seront un accroissement des dépenses d'importation et éventuellement une hausse de prix annihilant l'avantage concurrentiel que la dévaluation devait fournir aux exportations nationales à l'étranger. Si de plus, à la suite de précédentes expériences, de l'échec apparent de la dévaluation ou pour d'autres motifs, les agents économiques prévoient que le nouveau taux de change n'est pas définitif, les importateurs accéléreront leurs paiements d'importation, les exportateurs accorderont au contraire des délais de paiement, ce qui tendra à détériorer la balance commerciale. Les conséquences néfastes du doute quant au caractère définitif du nouveau taux de change seront éventuellement amplifiées par des sorties spéculatives de capitaux financiers. Il est donc nécessaire au succès de la dévaluation de réaliser les conditions monétaires aptes à garantir

la stabilité des prix et du taux de change à leur nouveau niveau :
il faut donc en pratique contrôler la création de liquidités nouvelles.

2. Le régime des transactions commerciales extérieures est généralement considéré comme un instrument à la disposition des autorités nationales, et peut exercer une grande influence sur la balance commerciale. Dans un certain nombre de cas, avant de remédier à un déséquilibre des paiements extérieurs par un ajustement du taux de change, l'on établit des limitations à l'importation, dont la forme la plus directe est l'imposition de quotas. Le résultat de cette méthode est de diminuer immédiatement le déficit commercial par une réduction des dépenses d'importation. On peut se demander quelles mesures concernant le régime des transactions commerciales extérieures il convient de prendre lors d'une opération de dévaluation. Faut-il renforcer les chances de succès de la dévaluation par certaines restrictions à l'importation ? Faut-il au contraire en libéraliser le régime ?

Renforcer les effets d'une dévaluation par le contingentement des importations ne se justifie pas : il est préférable de déterminer un taux de dévaluation suffisant pour établir les flux d'échanges commerciaux au niveau désiré. Au contraire, la libéralisation des échanges peut, paradoxalement, être nécessaire au succès de l'opération : la dévaluation, en effet, ne sert pas uniquement à freiner la tendance à l'importation des agents économiques nationaux; elle vise surtout à promouvoir l'exportation en rendant concurrentielle sur les marchés étrangers la production nationale. Une fois rétablie la possibilité pour nos exportations d'être compétitives, grâce à une variation du taux de change, il est nécessaire d'une part que les exportateurs se consacrent à la

production de biens qui soient réellement concurrentiels, et d'autre part que l'industrie d'exportation s'adapte aux progrès de la productivité. Ces deux objectifs — affectation efficiente des ressources dans les secteurs d'exportation, et progrès de la productivité — ne peuvent être atteints, dans un système économique décentralisé, que par la concurrence, sur le marché national, des produits étrangers. La libéralisation des transactions commerciales extérieures est donc une condition de succès durable d'une dévaluation en ce qui concerne l'évolution de la balance commerciale. Elle est d'autant plus indiquée, d'ailleurs, que les gains de productivité du secteur d'exportation semblent jouer un rôle essentiel dans la diffusion du progrès dans l'économie nationale tout entière. Ainsi, dévaluation et libéralisation du commerce extérieur sont donc des mesures complémentaires.

2- Nécessité d'une généralisation théorique.

=====

La théorie identifie d'autres effets de la dévaluation sur la balance commerciale : ils sont la conséquence des variations du revenu et de l'emploi engendrées par l'augmentation de la production. "Ces effets influencent toutefois la grandeur, non la direction, du changement dans la balance commerciale consécutif à une dévaluation du taux de change, car les effets secondaires proviennent d'un changement dans les revenus du pays, dû au changement dans la balance commerciale, et si la balance commerciale ne varie pas, les effets secondaires ne peuvent se produire "(1). C'est sur cet argument que Joan Robinson fonde le rôle

(1) J. Robinson, " Essays in the theory of employment ", Oxford, Basil Blackwell, 2d ed. 1947, pp 137-138, (first ed.: 1937, Macmillan).

prépondérant des élasticités. Cette justification contient deux idées :

-1- Première idée :

Si la balance commerciale ne change pas, les effets secondaires ne peuvent se produire : c'est cette idée qui justifie l'étude des élasticités. Toutefois, cette idée doit être précisée :

- i. Le changement de la balance commerciale qui provoque des effets ultérieurs sur la demande d'importation est celui de la balance commerciale exprimée en unité monétaire nationale, et représente donc une augmentation ou une diminution du revenu monétaire total des habitants.
- ii. Même si la balance commerciale présente un solde constant, il peut y avoir une redistribution de revenu entre des catégories d'agents ayant des comportements différents.

-2- Deuxième idée :

Les effets-revenu peuvent changer la grandeur, pas la direction du changement de la balance commerciale. Cet argument permettrait de n'attribuer aux éléments autres que les élasticités qu'une importance secondaire pour juger de l'opportunité d'une dévaluation. Nous verrons par la suite que d'autres éléments que les élasticités jouent un rôle pour déterminer le sens de l'évolution de la balance commerciale consécutive à une dévaluation. Les autres approches des conséquences d'une dévaluation sont en quelque sorte un développement de cette remarque.

Section 4 : VALEUR DES CONCLUSIONS DE L'APPROCHE DES ELASTICITES.

L'effet d'une dévaluation sur la balance commerciale tel qu'il est calculé par l'approche des élasticités ne peut pas s'observer tel quel.

Le sens de cette approche n'est pas de déterminer exactement l'effet de la dévaluation à quelque moment que ce soit : elle ne décrit pas même la situation que l'on observerait dans une première phase, situation que d'autres facteurs modifieraient par la suite.

Cette analyse permet de mesurer exactement une force libérée par la dévaluation qui, rompant avec un équilibre antérieur, provoque un processus d'ajustement sur lequel l'approche des élasticités, qui utilise une méthode statique, ne nous renseigne pas.

CHAPITRE 2 : L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.

=====

Plan :

I. EXPOSE : Les effets de la dévaluation.

Introduction.

Section 1 : les effets sur le revenu.

-effet des ressources inemployées.

-effet des termes d'échange.

Section 2 : les effets directs sur l'absorption.

II. OBSERVATIONS ET COMMENTAIRES.

Section 1 : aspect politique de l'approche de l'absorption.

Section 2 : analyse réelle ou monétaire.

Section 3 : relations entre l'approche de l'absorption et
l'approche des élasticités.

Section 4 : caractère incomplet de l'approche de l'absorption.

+++ +++

+++

Ce chapitre présente la deuxième grande explication théorique des effets d'une dévaluation. Il se divise en deux parties. La première est un exposé de l'approche de l'absorption, examinant l'effet de la dévaluation sur le revenu et sur la dépense. La deuxième rassemble quelques commentaires qui complètent et précisent l'exposé.

I. EXPOSE DES EFFETS DE LA DEVALUATION SELON L'APPROCHE DE
L'ABSORPTION (1).

Cet exposé présente dans une introduction les principes de l'approche de l'absorption. Ensuite, dans la première section, on examine les effets de la dévaluation sur le revenu, et leurs conséquences sur la dépense. Enfin, dans une deuxième section sont présentés les effets directs que la dévaluation peut avoir sur l'absorption du produit national par les diverses composantes de la demande nationale.

INTRODUCTION:

L'approche de l'absorption est une analyse schématique de l'incidence d'une dévaluation en termes de revenu national. Elle présente la balance commerciale comme la différence entre la production nationale (Y) et son utilisation par les résidents (A, pour " absorption "), entre le revenu et les dépenses de la nation :

$$BC = Y - A.$$

Cette présentation semble particulièrement justifiée pour analyser les conséquences d'une dévaluation : la dévaluation consiste en

(1) Cette approche est due à Alexander, " Effects of a devaluation on a trade balance ", Staff Papers, avril 1952, pp263 -278, et "Effects of a devaluation : a simplified synthesis of elasticities and absorption approaches ", American Economic Review, mars 1959, pp22 à42. Voir aussi Machlup, " Relative prices and aggregate spending in the analysis of devaluation ", American Economic Review, juin 1955, pp255 à 278.

effet à modifier la valeur de la monnaie nationale. Comme celle-ci intervient pratiquement dans l'ensemble des transactions économiques du pays, cette opération doit avoir une influence sur la formation et l'utilisation du revenu national. Dans cette optique, il faut examiner l'effet d'une dévaluation ou de toute autre variation du taux de change sur le revenu de la nation et l'absorption de ce revenu par les diverses composantes de la demande: consommation privée, investissement, dépenses du gouvernement.

Cette démarche a été suivie une première fois de façon systématique par Alexander. Il s'est efforcé de dégager les différents effets possibles sur ces grandeurs globales, sans faire intervenir en tant que tels les paramètres qui déterminent l'équilibre interne de l'économie, particulièrement la propension à épargner. Alexander propose un nouveau paramètre, la " propension à absorber ", qui indique la réaction de la dépense des agents économiques nationaux à une variation de leur revenu. Selon que la propension à absorber est supérieure ou inférieure à l'unité, toute augmentation du revenu engendre une augmentation des dépenses supérieure ou inférieure à celle du revenu : ce coefficient joue donc un rôle stratégique dans la détermination du sens de la variation de la balance commerciale consécutive à une variation du revenu.

Puisque toute variation du revenu se répercute sur les dépenses, il est nécessaire de distinguer d'une part les variations de la dépense induites par l'effet de la dévaluation sur le revenu, d'autre part l'effet direct que la dévaluation pourrait avoir sur les dépenses.

Cette distinction est mise en évidence par l'expression algébrique suivante :

$$\Delta BC = \Delta Y - (\alpha \Delta Y + D) = (1 - \alpha) \Delta Y - D .$$

En résumé, pour analyser l'incidence de la dévaluation sur la balance commerciale, il faut donc examiner d'abord les effets de l'opération sur le revenu et leurs conséquences induites sur les dépenses; ensuite, l'effet direct de la dévaluation sur les dépenses. Tel est l'objet des deux sections qui suivent.

Section 1 : EFFETS SUR LE REVENU.

La dévaluation agit sur le revenu par le biais des ressources inemployées, c'est-à-dire grâce à l'élasticité de la courbe d'offre qui permet au revenu réel de croître pour répondre à l'augmentation de la demande pour le produit intérieur; cette augmentation de la demande pour le produit intérieur trouve sa source dans l'augmentation du pouvoir d'achat des monnaies étrangères en termes de biens et services nationaux.

L'effet des ressources inemployées, par lequel s'exprime l'effet des élasticités-prix, tend à augmenter le revenu. Lorsque cet effet se manifeste, les dépenses augmentent nécessairement; si la propension à absorber est inférieure à 1, elles augmenteront moins que le revenu, de sorte que cet effet se traduira par une amélioration de la balance commerciale; si la propension à absorber est supérieure à 1, les dépenses augmentent plus que le revenu, et la balance commerciale se détériore.

La dévaluation n'agit pas seulement par l'effet des ressources inemployées, mais aussi par le biais des termes d'échange : ils se détériorent, et provoquent une diminution du revenu réel, si l'on admet l'hypothèse traditionnelle que " les exportations d'un pays sont en général plus spécialisées que ses importations ". En effet, dans cette hypothèse, le pays qui dévalue n'a qu'une influence limitée sur le prix de ses importations, tandis que la baisse du taux de change se répercutera sur les prix du marché que ce pays approvisionne par des exportations importantes.

La variation des termes d'échange est initialement le résultat du jeu des élasticités-prix, et peut s'exprimer en fonction de ces élasticités (1). Cette expression fait apparaître la vraie nature de l'hypothèse concernant la spécialisation des exportations d'un pays relativement à ses importations : il s'agit d'hypothèses sur l'élasticité de la demande étrangère pour les exportations du pays qui dévalue et de l'offre étrangère des produits que ce pays importe.

Dans l'hypothèse considérée, la demande étrangère d'exportation est moins élastique qu'elle ne le serait si le pays qui dévalue n'approvisionnait pas une part importante du marché, comme nous l'avons vu précédemment (2). De même, l'offre étrangère d'importation est plus élastique qu'elle ne le serait si le pays qui dévalue était acheteur important sur le marché des biens qu'il importe.

De ceci, il ressort clairement que l'élément déterminant dans l'évolution des termes d'échange est la position que le pays occupe sur les différents marchés et non, comme pourrait le laisser croire la formulation traditionnelle, la part d'un bien dans les exportations ou importations totales du pays (3).

(1) Cette conclusion peut se déduire de l'expression déjà présentée :

$$\frac{E(d-s)}{E(p)} = \frac{D}{D-S} \frac{E(d)}{E(p)} + \frac{-S}{D-S} \frac{E(s)}{E(p)}$$

- (2) L'expression en fonction des élasticités de la variation des termes d'échange fait l'objet d'un développement en annexe.
- (3) Au contraire, cette interprétation pourrait impliquer une courbe d'offre nationale d'exportation inélastique, qui aurait pour conséquence de garantir le niveau du prix en devises des exportations : c'est dans ce cas que se trouvent les pays exportateurs de "monocultures". Lors d'une dévaluation, ces pays ne subiront normalement pas de détérioration de leurs termes d'échange. Notons en passant que c'est une lacune de l'hypothèse traditionnelle de ne pas tenir compte des élasticités des courbes d'offre et de demande nationales d'exportation et d'importation.

L'effet des termes d'échange tendrait donc généralement à diminuer le "revenu réel" et la balance commerciale. Cette diminution éventuelle du "revenu réel" induit toutefois une diminution de l'absorption. C'est de la combinaison de ces deux conséquences sur le revenu et sur l'absorption que résulte l'effet sur la balance commerciale des facteurs examinés jusqu'à présent : la balance commerciale s'améliore si l'absorption diminue plus que le revenu, c'est-à-dire si la propension à absorber est supérieure à 1. Au contraire, la balance commerciale se détériorera si l'absorption diminue moins que le revenu, c'est-à-dire si la propension à absorber est inférieure à 1.

En résumé, la dévaluation provoque des variations du revenu, et par là des dépenses, de deux manières :

- elle augmente la production grâce à l'utilisation des ressources inemployées.
- elle engendre généralement une diminution du revenu réel par suite de la détérioration des termes d'échange; si toutefois les termes d'échange s'amélioraient, le " revenu réel " augmenterait.

Section 2 : EFFETS DIRECTS SUR L'ABSORPTION

La dévaluation, en changeant les conditions de l'activité économique, peut avoir aussi un effet direct sur l'absorption.

1. La dévaluation provoque une redistribution du revenu, au bénéfice d'agents qui ont éventuellement une propension à dépenser leur revenu plus faible, et ainsi tend à diminuer les dépenses totales de la nation, pour un revenu donné. Les bénéficiaires de la redistribution du revenu peuvent être les entreprises productrices, les classes riches de la population et l'Etat.

La hausse des prix en monnaie nationale qui peut suivre la dévaluation accroît en effet la marge bénéficiaire des entreprises. L'adaptation des investissements de l'entreprise à ces profits n'est pas immédiate; la décision d'investir est en effet lourde de conséquences et ne se base pas sur la seule augmentation des profits. Les entreprises ont donc normalement une propension à absorber moindre. En conséquence, les dépenses de la nation par rapport au revenu tendent à diminuer.

Les classes riches de la population peuvent aussi être les bénéficiaires de la redistribution de revenu consécutive à une dévaluation, dans la mesure où leur stock d'actifs, diversifié dans le but d'assurer la répartition des risques, permet de réaliser un " gain de capital ". Ces classes riches peuvent aussi, à l'occasion de la dévaluation, réaliser des opérations spéculatives très rentables à leur point de vue.

Il leur est possible également de prendre des intérêts dans les secteurs bénéficiaires de la dévaluation. Si ces classes ont une propension à absorber faible, à l'augmentation de la part de ces classes dans le revenu total de la nation correspond une diminution relative de l'absorption.

Des recettes de l'Etat peuvent augmenter à la suite d'une dévaluation. Ce peut être un des buts de l'opération (1).

Si une grande part des recettes de l'Etat provient de taxes ad valorem sur les exportations, la dévaluation accroît l'assiette sur laquelle l'Etat prélève l'impôt en augmentant la valeur totale des exportations en monnaie nationale. Pour autant que l'Etat adopte l'attitude rationnelle qui consiste à établir ses plans de dépenses en fonction des impératifs de la politique sociale et économique, et non directement en fonction de ses recettes, à l'accroissement de la part de l'Etat dans le revenu national correspond une diminution relative de l'absorption.

2. Si les entreprises jugent que la dévaluation rétablit des conditions durables autorisant des perspectives optimistes, elles ajusteront leur capacité de production à la situation nouvelle par des investissements. Il y aurait donc après la dévaluation, dans une phase

(1) Ce fut un des objectifs essentiels de la réforme monétaire congolaise du 24 juin 1967. Voir à ce sujet le Rapport Annuel 1967 de la Banque Nationale du Congo, p 84-85 : " Le nouveau taux de change... a été fixé plus en fonction de son incidence sur les recettes fiscales qu'en fonction des parités de prix avec l'étranger"

de rééquipement, une augmentation provisoire de l'absorption.

3. Si les biens d'équipement sont importés, la hausse du coût de l'investissement tend à diminuer l'investissement réel, et donc l'absorption réelle.

4. La prévision de la hausse des prix qui est probable après une dévaluation va conduire les agents économiques à accumuler des stocks; il y aura donc dans un premier temps une augmentation de l'absorption; par la suite, la résorption de ces stocks entraînera au contraire une réduction de l'absorption.

5. L'existence de l'illusion monétaire dans le comportement des agents économiques peut avoir des conséquences sur l'absorption, et par là sur la balance commerciale. Si, dans une situation où prix et revenus augmentent proportionnellement, les agents conservent le même budget de dépense, l'absorption réelle diminue (1); si par contre, dans la même situation, les agents gardent les mêmes plans d'épargne, l'absorption réelle augmente.

6. La hausse du niveau général des prix et l'expansion du revenu consécutives à la dévaluation pourraient être de nature à provoquer une augmentation des encaisses que les agents désirent détenir. Pour augmenter leurs encaisses, les agents auront recours à une diminution de leurs

(1) Cependant, on peut expliquer aussi le retard de l'alignement des dépenses nominales sur le revenu nominal par le souci de reconstituer la valeur réelle des encaisses après la hausse des prix. Cet effet d'encaisses réelles fait l'objet du point 6.

dépenses, c'est-à-dire de l'absorption, soit à une vente d'actifs financiers. Cette éventuelle vente d'actifs financiers fera baisser leurs cours et augmenter leur rendement. Cette augmentation de rendement se traduira par une augmentation du taux de l'intérêt : l'investissement, donc l'absorption, diminueront. De plus, par cette hausse du taux de l'intérêt, les effets de la dévaluation s'étendront jusqu'au marché des capitaux.

II. OBSERVATIONS ET COMMENTAIRES SUR L'APPROCHE EN TERMES DE L'ABSORPTION.

L'exposé de l'approche de l'absorption mérite d'être complété par quelques remarques sur la portée politique de l'approche et sur le sens réel ou monétaire de l'analyse. Il faut aussi montrer les relations entre l'approche d'Alexander et l'approche en termes des élasticités, et noter le caractère incomplet de l'approche de l'absorption. Ces 4 points font l'objet des quatre sections qui suivent.

Section 1 : ASPECT POLITIQUE DE L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.

Le principal apport de l'approche de l'absorption dans l'étude des conséquences d'une dévaluation réside dans la manière de poser le problème : par opposition avec l'approche des élasticités, selon laquelle les conséquences d'une dévaluation s'analysent comme un ensemble de réactions dues aux élasticités-prix, l'approche de l'absorption pose directement le problème de la dévaluation en termes de déséquilibre de la balance commerciale. Elle se fonde entièrement sur la signification réelle de ce déséquilibre : un déficit de la balance commerciale n'est pas le résultat d'un déséquilibre des échanges extérieurs, mais bien d'une inégalité entre le revenu et les dépenses de la nation.

L'approche des élasticités analyse les conséquences d'une

dévaluation en étudiant des réactions automatiques, naturelles en quelque sorte, sur les marchés de différents produits, et en tirant des conclusions utiles aux responsables de l'économie nationale. L'approche de l'absorption, au contraire, pose d'emblée le problème de politique économique, en mettant au point de départ l'accent sur le problème du déséquilibre de la balance commerciale et en présentant les éléments de la solution : pour corriger un déficit, il faut augmenter le revenu plus que les dépenses, ou diminuer les dépenses plus que le revenu. L'approche de l'absorption tente ensuite d'expliquer comment et à quelles conditions la dévaluation permet de mettre en oeuvre cette solution.

Section 2 : ANALYSE REELLE OU MONETAIRE

L'analyse de l'absorption se présente comme étant une analyse en termes réels, tout au moins dans la forme que lui ont donnée les premiers articles (1). Pour lui donner toute sa portée, il faut également l'exposer en termes monétaires, ce qui a le triple avantage :

(1) D'ailleurs, bien qu'Alexander affirme que " the present discussion will deal only with real quantities, not with money values ", il semble que le terme " réel ", dans son analyse, ne doive pas s'interpréter comme signifiant grossièrement " en volume "; le mot " réel " indiquerait simplement que les mesures se font en devises, c'est-à-dire en une unité monétaire dont le " pouvoir d'achat " est constant. Pour créer un surplus de la balance commerciale, il faut donc dégager un " prêt net au reste du monde " qui représente le pouvoir d'achat que le pays accorde à l'étranger, c'est-à-dire qu'il accepte de ne pas dépenser lui-même au cours de la période.

- i/ de rendre à la dévaluation, qui est essentiellement une opération monétaire, son caractère spécifique;
- ii/ d'expliquer les réactions des agents en fonction de leur comportement effectif : un agent particulier qui prend une décision économique tient compte des grandeurs monétaires; la monnaie joue un rôle d'instrument de calcul économique très important dans une économie développée et décentralisée;
- iii/ de mieux faire comprendre certains effets de la dévaluation, particulièrement l'effet des termes d'échange, comme nous le verrons dans le paragraphe suivant.

Au cours du chapitre 3, l'analyse se fera uniquement en termes monétaires.

(suite de la note de la page précédente)

Parler en termes réels, dans ce sens, éclairer la signification effective du déficit ou de la balance commerciale : c'est l'un des apports importants de l'approche de l'absorption.

(Référence de la citation d'Alexander : " Effects of a devaluation on a balance trade " ; Staff Papers, avril 1952, p 266).

Section 3 : RELATIONS ENTRE L'APPROCHE DE L'ABSORPTION ET L'APPROCHE
DES ELASTICITES .

L'approche de l'absorption contient implicitement l'approche des élasticités, sans pour autant en exploiter entièrement l'apport. Néanmoins, elle fournit une contribution très importante en dégageant une condition de succès d'une dévaluation qui n'avait pas été mise en lumière par l'approche des élasticités.

1. La présence implicite des élasticités dans l'approche de l'absorption se rencontre tant dans l'effet sur les ressources inemployées que dans l'effet des termes d'échange. L'"effet sur le revenu des ressources inemployées", auquel il faut ajouter celui de la réallocation des ressources et de substitution, comme nous l'avons vu en étudiant l'approche des élasticités, est la conséquence du taux de dévaluation et des élasticités-prix sur les quantités produites dans le pays : cette augmentation de la production est composée d'une augmentation des exportations en volume et d'une augmentation de la production de substituts aux importations. L'augmentation en volume des exportations peut se calculer en fonction des élasticités-prix de la demande étrangère et de l'offre nationale d'exportation; l'augmentation de la production de substituts aux importations correspond exactement à la diminution du volume des importations, déterminée par les élasticités-prix de la demande nationale et de l'offre étrangère d'importation.

L'incidence propre de cet effet d'expansion de la production sur le revenu ne comprend pas les variations de prix; cet effet peut se noter

formellement par l'expression $(p_x dx - p_m dm)$ (1).

A cet effet des élasticités, Alexander ajoute, sans autre forme de procès, le jeu du multiplicateur.

L'effet des termes d'échange trouve sa source dans les variations de prix des importations et exportations, que les élasticités-prix déterminent, comme nous l'avons expliqué en présentant l'approche des élasticités. L'impact réel de cette variation des termes de l'échange sur le revenu dépend évidemment du volume antérieurement exporté et importé; cette incidence peut se représenter formellement par l'expression

$$x dp_x - m dp_m \quad (1).$$

De ceci il ressort que la conséquence globale de la dévaluation sur le revenu, c'est-à-dire la synthèse de l'"effet des ressources inemployées" élargi et de l'effet des termes d'échange sur le revenu, n'est autre que l'effet initial des élasticités sur la balance commerciale, multiplié par le jeu du multiplicateur du revenu (2).

2. Cette présence implicite de l'approche des élasticités n'a toutefois pas été exploitée entièrement dans le cadre de l'approche de l'absorption. L'approche de l'absorption distingue deux effets de la dévaluation sur le revenu : l'"effet des ressources inemployées",

(1) x = volume exporté ; m = volume des importations.
 p_x = prix des exportations ; p_m = prix des importations.

(2) L'"effet des ressources inemployées" est "élargi", car il faut y ajouter l'effet de réallocation des ressources et de substitution, comme rappelé page 107.

c'est-à-dire d'expansion de la production, et l'effet des termes d'échange c'est-à-dire de variation des prix. L'approche de l'absorption ne nous renseigne pas sur le résultat net de ces deux effets sur le revenu. Or les conditions auxquelles la balance commerciale en monnaie nationale est " perverse " , sont aussi les conditions auxquelles le revenu ~~dimi-~~nue suite à une dévaluation : à ces conditions, l'effet des termes d'échange, qui se détériorent, annihile l'effet des ressources inemployées.

3. S'il est exact que l'approche de l'absorption telle qu'elle a été d'abord présentée par Alexander ignore cet apport de l'approche en termes ~~des~~ élasticités, elle la complète toutefois judicieusement en dégageant une nouvelle condition de succès d'une dévaluation. La théorie d'Alexander ajoute donc un élément important à la théorie des élasticités.

La direction de la variation finale de la balance commerciale dépend non seulement du jeu des élasticités, mais aussi des décisions de dépenses prises en fonction du revenu. Si les dépenses tendent à augmenter ou à diminuer moins que le revenu, la balance commerciale diminuera si le revenu diminue, c'est-à-dire si les élasticités sont " perverses " et augmentera si le revenu augmente, c'est-à-dire si les élasticités produisent une réaction " normale ". Si les dépenses tendent à augmenter ou à diminuer plus que le revenu, la balance commerciale augmentera quand le revenu diminue, c'est-à-dire quand les élasticités sont " perverses ", et diminuera quand le revenu augmente, c'est-à-dire quand les élasticités sont aptes à produire un effet " normal ".

La théorie de l'absorption dégage donc une nouvelle condition de succès d'une dévaluation : selon que la propension à absorber est inférieure ou supérieure à l'unité, la balance commerciale évoluera conformément ou contrairement à l'effet des élasticités-prix. En mettant en lumière cette nouvelle condition, Alexander complète et corrige la théorie de Mrs Robinson, qui pensait que les élasticités permettaient de déterminer définitivement le sens de l'évolution de la balance commerciale suite à une dévaluation.

Section 4 : CARACTERE INCOMPLET DE L'APPROCHE DE L'ABSORPTION

L'approche de l'absorption, comme celle des élasticités, est incomplète. Alexander introduit dans l'analyse un élément nouveau, la " propension à absorber ", c'est-à-dire à utiliser le revenu national. Cependant, il n'intègre pas dans son étude les facteurs qui expliquent l'évolution et l'équilibre interne de l'économie. C'est dans ce sens que nous allons étendre l'analyse dans le chapitre suivant.

CHAPITRE 3: PROLONGEMENT DE L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.

=====

Plan :

Section 1 : équilibre et mouvement du revenu national.

Section 2 : représentation graphique de l'équilibre du
revenu national.

Section 3 : dévaluation et équilibre du revenu national.

Section 4 : conclusions.

+++ +++

+++

Ce chapitre a pour but d'intégrer les effets d'une dévaluation à l'analyse de l'activité économique courante telle qu'elle se manifeste dans les mouvements du revenu national. L'exposé proprement dit, comprend les trois premières sections; la première présente un rappel schématique des conditions d'équilibre du revenu national en économie fermée puis en économie ouverte; dans la seconde section, on représente l'équilibre du revenu national sous la forme d'un graphique; à l'aide de ce graphique, dans la section troisième, on étudie l'incidence d'une dévaluation sur l'équilibre et les mouvements du revenu national et de la balance commerciale. Enfin, la quatrième et dernière section tire les conclusions de l'analyse.

Section 1 : EQUILIBRE ET MOUVEMENT DU REVENU NATIONAL

Au risque de sembler rappeler des évidences et des vérités bien connues, cette section est consacrée à un exposé succinct des conditions fondamentales de l'équilibre du revenu national et de son mouvement, en économie fermée et en économie ouverte.

L'activité économique d'un pays a pour objet la production de biens et de services. Dans une économie monétaire, ces biens et services s'échangent contre de la monnaie. La quantité de monnaie que les producteurs reçoivent en échange d'un bien ou d'un service représente pour eux un revenu. Dans le chef de l'acheteur, il s'agit d'une dépense. Ainsi, les dépenses des uns constituent le revenu des autres.

A/ EN ECONOMIE FERMEE.

En économie fermée, on peut distinguer deux grands types de dépenses constitutives du revenu national :

- i/ les dépenses de consommation, dont le niveau dépend des décisions des consommateurs;
- ii/ les dépenses d'investissement, dont le niveau dépend des décisions des entrepreneurs. Ceux-ci prennent leurs décisions en fonction des perspectives de profit et d'amortissement du matériel. Les biens d'investissement ayant généralement un caractère durable, les entrepreneurs prennent leurs décisions en fonction de la prévision des bénéfices futurs plutôt qu'en fonction des richesses préalablement accumulées.

Il y a deux grands types de décisions relatives à l'affectation du revenu :

- i/ décision d'utiliser le revenu en dépenses de consommation;
- ii/ décision d'épargner, c'est-à-dire de ne pas consommer.

Tant que les décisions de dépenser, c'est-à-dire de consommer ou d'investir, qui constituent le revenu, ne correspondent pas aux prévisions des bénéficiaires de revenu et donc à leurs plans d'épargne et de consommation, l'économie se trouve en déséquilibre : ce qui signifie que les comportements tendront à se modifier.

Les développements qui précèdent sont tautologiques, car ils se limitent à l'explicitation d'identités comptables. Sur cette base incontestable, les économistes ont élaboré des théories destinées à expliquer et à prévoir les mouvements du revenu, en proposant des hypothèses de comportement des agents économiques. La première trouvaille en ce domaine a été de supposer que les décisions de dépenser des agents économiques sont prises en fonction du revenu courant de la période écoulée. Cette procédure permet de décrire la séquence d'adaptation des dépenses et du revenu au cours du temps lorsque survient un déséquilibre. Cette adaptation des dépenses et du revenu se produit lorsque le niveau de l'épargne projetée, c'est-à-dire la part du revenu soustraite aux dépenses, n'est pas égal au niveau de l'investissement, c'est-à-dire aux dépenses supplémentaires engagées par les entrepreneurs.

Si l'épargne projetée est supérieure à l'investissement, les

dépenses totales — donc le revenu — diminueront. Si l'épargne projetée est inférieure à l'investissement, les dépenses totales augmenteront, donc le revenu augmentera. Si l'épargne et l'investissement projetés sont égaux, il n'y aura aucune dépense supplémentaire, le revenu restera constant.

En économie fermée, la condition d'équilibre peut donc s'écrire sous la forme de la célèbre égalité :

Investissement projeté = Epargne projetée

$$I^x = S^x .$$

B/ EN ECONOMIE OUVERTE

En économie ouverte, comme en économie fermée, les dépenses pour le produit national constituent le revenu national, Il y aura équilibre du revenu national, comme en économie fermée, lorsque les décisions de dépenses pour le produit national engendrent le revenu qui correspond à l'attente des agents nationaux et à leurs projets concernant l'affectation de leur revenu.

Les dépenses constitutives du revenu national sont les dépenses de consommation des résidents pour le produit domestique, les dépenses faites par les étrangers pour acquérir nos exportations, et les investissements des entrepreneurs du pays. On peut exprimer la composition du revenu par l'identité

$$Y = C_d + X + I .$$

Concernant l'affectation de leur revenu, les résidents peuvent prendre trois types de décisions :

- i/ faire des dépenses de consommation pour le produit national;
- ii/ épargner, c'est-à-dire ne pas consommer;
- iii/ importer, c'est-à-dire dépenser une partie de leur revenu à l'étranger.

On peut exprimer ces trois possibilités dans l'identité :

$$Y = C_d + S + M.$$

Les dépenses de consommation des résidents pour le produit national représentent à la fois une affectation de revenu dans le chef de celui qui effectue ces dépenses, et une création de revenu dans le chef du producteur des biens ou services échangés. Du point de vue de la nation, les exportations et les investissements représentent uniquement des dépenses constitutives de revenu, et ne concernent pas l'affectation du revenu; exportations et investissements représentent donc des dépenses supplémentaires qui augmentent le revenu.

Les décisions d'épargner ou d'importer concernent uniquement l'affectation du revenu : elles représentent donc une diminution des dépenses constitutives de revenu, une diminution de celui-ci.

Si le niveau des exportations et des investissements est égal au niveau des épargnes et des importations projetées, et alors seulement, le revenu ne tendra pas à changer. Si le niveau des exportations et des investissements dépasse celui des importations et des épargnes, il y aura une augmentation nette des dépenses pour le produit, et donc du revenu. Si au contraire le niveau des exportations et des

investissements est inférieur à celui des épargnes et importations projetées, il y a réduction nette des dépenses pour le produit et donc une diminution de revenu.

On peut écrire la condition d'équilibre du revenu national en économie ouverte sous la forme de l'égalité :

$$I^{\bar{x}} + X = S^{\bar{x}} + M^{\bar{x}}$$

ou encore

$$X - M^{\bar{x}} = S^{\bar{x}} - I^{\bar{x}}$$

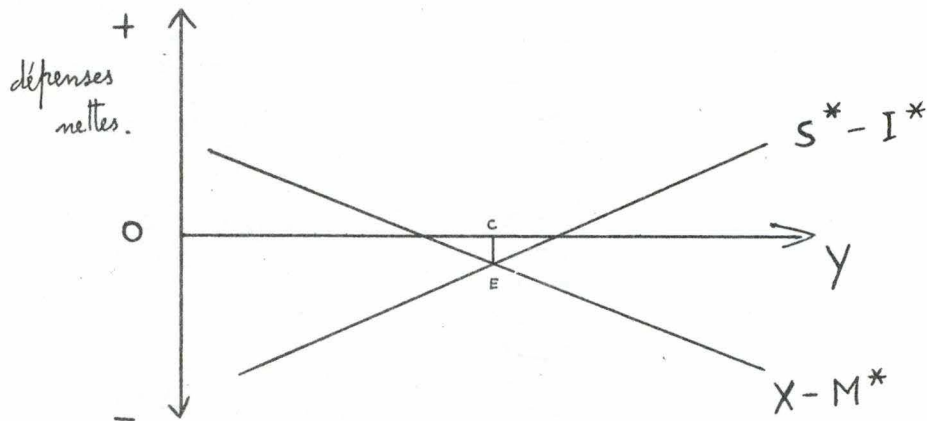
Cette condition d'équilibre peut se traduire en termes d'"absorption" : il y a équilibre du revenu national lorsque la balance commerciale qui résulte des exportations et des importations projetées par les résidents est égale à l'excédent du revenu national sur l'absorption projetée de la production par les différentes composantes de la demande nationale.

Section 2 : REPRESENTATION GRAPHIQUE DE L'EQUILIBRE DU
REVENU NATIONAL.

1. Après avoir dégager la condition d'équilibre, il s'impose d'analyser les caractéristiques du mouvement du revenu national — des dépenses — et les conséquences qui en découlent pour la balance commerciale lors d'une éventuelle rupture d'équilibre suite à une dévaluation. A cette fin, il faut dégager ce qui détermine les différentes décisions de dépenses ou d'épargne. On admet généralement que ces décisions sont prises principalement en fonction du revenu que les agents acquièrent ou espèrent acquérir. La relation entre dépenses et revenu sera d'autant plus stable que le revenu est pour son bénéficiaire la principale source d'approvisionnement en moyens de paiement : dans une économie riche, où les agents disposent de richesses préalablement accumulées, et dans une économie développée, où les institutions financières et le crédit jouent un rôle important, le revenu n'a pas la même force contraignante pour la détermination des dépenses que dans une économie plus simple (1). Le revenu, s'il détermine les dépenses totales des résidents, détermine aussi, dans une certaine mesure, le niveau des importations.

(1) Ceci contribue à expliquer l'échec (ou du moins le retard des résultats) de la politique de restriction de la demande intérieure au moyen d'une ponction fiscale sur le revenu, aux Etats-Unis en 1968. Cette impuissance de la surtaxe à produire rapidement un ralentissement perceptible des dépenses des consommateurs fut pour les observateurs américains une grande surprise. Voir à ce sujet le rapport annuel 1968 de la Federal Reserve Bank of New-York, pp 16-18.

2. On peut synthétiser les développements qui précèdent dans un graphique inspiré par une présentation de Kindelberger : (1)



Gr. 26.

équilibre du revenu national
et de la balance commerciale

Sur ce graphique, une courbe $S^* - I^*$ indique l'excédent de l'épargne projetée sur les dépenses d'investissement projetées à divers niveaux de revenu. Cette courbe peut s'interpréter aussi comme l'excédent des dépenses projetées sur le revenu, c'est-à-dire comme la différence entre le revenu et l'absorption projetée par les résidents. La pente de cette courbe représente donc le complément de la propension marginale à absorber, soit $(1 - \alpha)$. Sur le même graphique, une autre courbe indique la balance commerciale "projetée", c'est-à-dire la différence entre les recettes d'exportation (X) et les

(1) Kindelberger, "International Economics", 4th ed., p 296,
(chez Richard D. Irving, Homewood, Illinois).

dépenses d'importation projetées par les résidents à divers niveaux de revenu (M^x). Les exportations, pour plus de simplicité, sont réputées " autonomes ". Dans cette hypothèse, la pente de cette courbe est égale à la propension à importer affectée d'un signe moins, soit $(-m)$.

A l'intersection de ces deux courbes — et là seulement — la condition d'équilibre est remplie : $S^x - I^x = X - M^x$. Ce graphique permet donc de déterminer le niveau d'équilibre du revenu national et de la balance commerciale. Sur le graphique présenté à la page précédente, le niveau d'équilibre du revenu national est OC et le solde d'équilibre de la balance commerciale est EC.

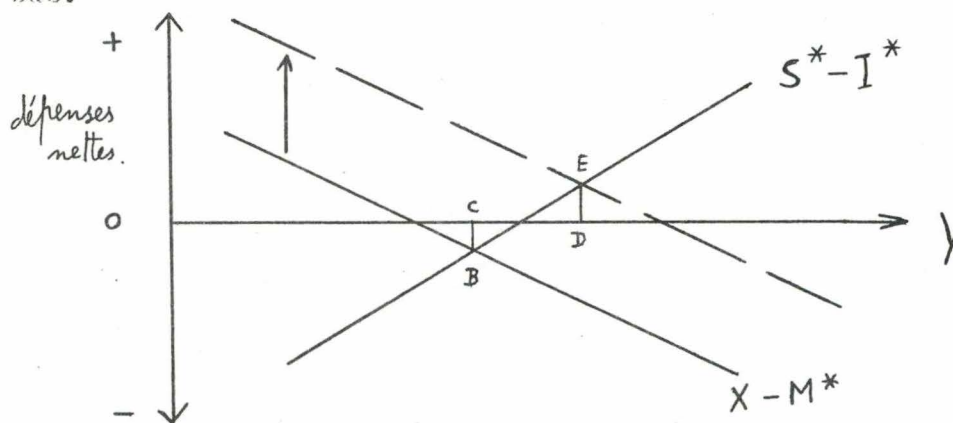
3. Dans l'approche de l'absorption telle qu'il l'a proposée, Alexander ne s'est pas préoccupé de cette analyse du mécanisme qui mène à l'équilibre du revenu national. Il ne fait pas de distinction entre d'une part l'égalité comptable du surplus de l'épargne sur l'investissement avec le solde de la balance commerciale, et d'autre part la condition d'équilibre. Peut-être pensait-il se préoccuper uniquement de positions d'équilibre, afin de déterminer l'effet définitif d'une dévaluation sur la balance commerciale ?

A l'aide de ce graphique, nous pouvons caractériser et déduire d'importantes conclusions sur les conséquences d'une dévaluation, qui complètent singulièrement l'analyse d'Alexander.

Section 3 : DEVALUATION ET EQUILIBRE DU REVENU NATIONAL.

Une dévaluation se traduit sur le graphique n°26 par un glissement de la courbe représentant la balance commerciale. Ce glissement recouvre en fait le jeu des élasticités-prix ou, comme nous l'avons vu, l'effet initial des " ressources inemployées " et " des termes d'échange ". La distance verticale que parcourt la courbe $X - M^*$ peut se calculer exactement si l'on connaît les élasticités-prix et le taux de dévaluation : c'est la variation de la balance commerciale en monnaie nationale ; signalons ici que l'élasticité par rapport au taux de change de la balance commerciale n'est pas égale à l'élasticité de la balance commerciale en monnaie étrangère, de sorte que la balance commerciale en monnaie nationale peut évoluer en sens contraire de la balance commerciale exprimée en monnaie étrangère. (1).

Si la balance commerciale s'améliore, la courbe $X - M^*$ glisse vers le haut. Si elle diminue, la courbe $X - M^*$ glisse vers le bas.



Gr. 27.

Effet de la dévaluation sur l'équilibre

(1) Voir E. Schneider, "De l'influence des variations du taux de change sur la balance des paiements", Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique, décembre 1957; voir aussi W.R. Allen, "A Note on Some Mechanisms of the Absorption Approach", Weltwirtschaftliches Archiv, 1961, Hft 1, Band 86, pp69-82.

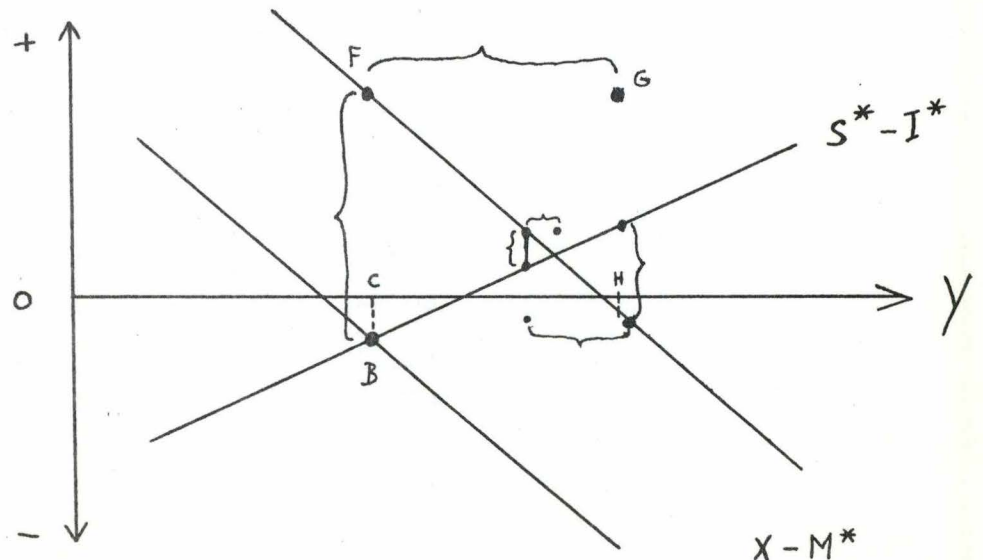
Le nouvel équilibre se caractérise par une nouvelle valeur du revenu (OD) et un nouveau solde de la balance commerciale (ED).

Il est intéressant d'examiner les conséquences d'une dévaluation dans différentes hypothèses de comportement : nous étudierons successivement trois cas caractéristiques.

Premier cas. $\begin{cases} \alpha < 1 & \text{ou } 1-\alpha > 0 \\ -m < 0 \end{cases}$

Ces hypothèses sont illustrées par les graphiques précédents, et reprises dans le graphique 28: les variations de dépenses des résidents sont inférieures aux variations de revenu qui les engendrent; les dépenses d'importation augmentent avec le revenu, dans une proportion définie par la propension m .

Supposons que, suite à une dévaluation, les élasticités provoquent une réaction " normale " de la balance commerciale en monnaie nationale :



Gr. 28.

La balance commerciale tend alors à augmenter, d'une valeur BF. A cette augmentation de la balance commerciale (soit BF) correspond une augmentation équivalente du revenu (soit FG). A ce niveau de revenu (OK), les dépenses d'importation projetées par les résidents augmentent : la balance commerciale tend donc à diminuer. Par contre, l'excédent du revenu sur les dépenses augmente. Le revenu tend donc à diminuer. On voit que l'équilibre est stable, c'est-à-dire que le comportement des agents aura pour résultat de réaliser cette situation d'équilibre. Mais ce graphique est statique : il ne nous renseigne pas sur le sentier exact que suivra l'ajustement. Toutefois, nous pouvons en apprendre :

- i/ que l'équilibre sera atteint au terme du processus d'ajustement;
- ii/ que l'équilibre sera peut-être atteint par un mouvement cyclique, c'est-à-dire après une série d'augmentations et de diminutions successives du revenu national et de la balance commerciale.

On peut résumer la situation par un tableau des conséquences d'une dévaluation :

effet "normal" des élasticités :

<p><i>Hypothèses :</i></p> <p>$1 - \alpha > 0$</p> <p>$-m < 0$</p>
--

- équilibre stable $\left\{ \begin{array}{l} Y \text{ augmente,} \\ BC \text{ augmente (1).} \end{array} \right.$
- séquences $\left\{ \begin{array}{l} Y \text{ augmentent ou évoluent} \\ BC \text{ vers l'équilibre.} \end{array} \right.$ par un mouvement cyclique

La dévaluation réussit si elle a pour but d'augmenter la balance commerciale.

(1) Voir page suivante.

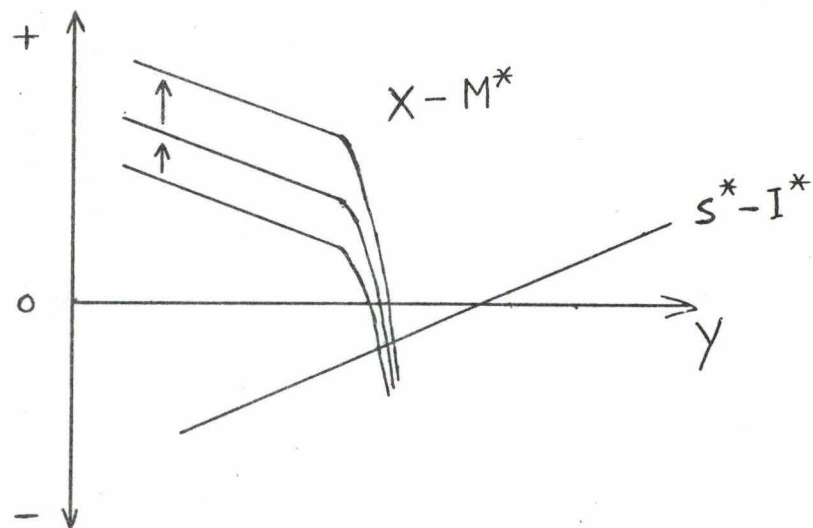
effet " pervers " des élasticités :

-équilibre stable $\left\{ \begin{array}{l} Y \text{ diminue} \\ BC \text{ diminue.} \end{array} \right.$

- séquences $\left\{ \begin{array}{l} Y \text{ diminuent ou évoluent par un} \\ \text{mouvement cyclique} \\ BC \text{ vers l'équilibre.} \end{array} \right.$

La dévaluation échoue.

- (1) Lorsque le plein emploi est atteint, cette augmentation de la balance commerciale est freinée par l'augmentation de la propension à importer. Une partie du déficit peut donc être irrédutable si l'on ne met pas en oeuvre une politique de contrôle de la demande ou d'encouragement de l'épargne. Le graphique 28' illustre cette circonstance.



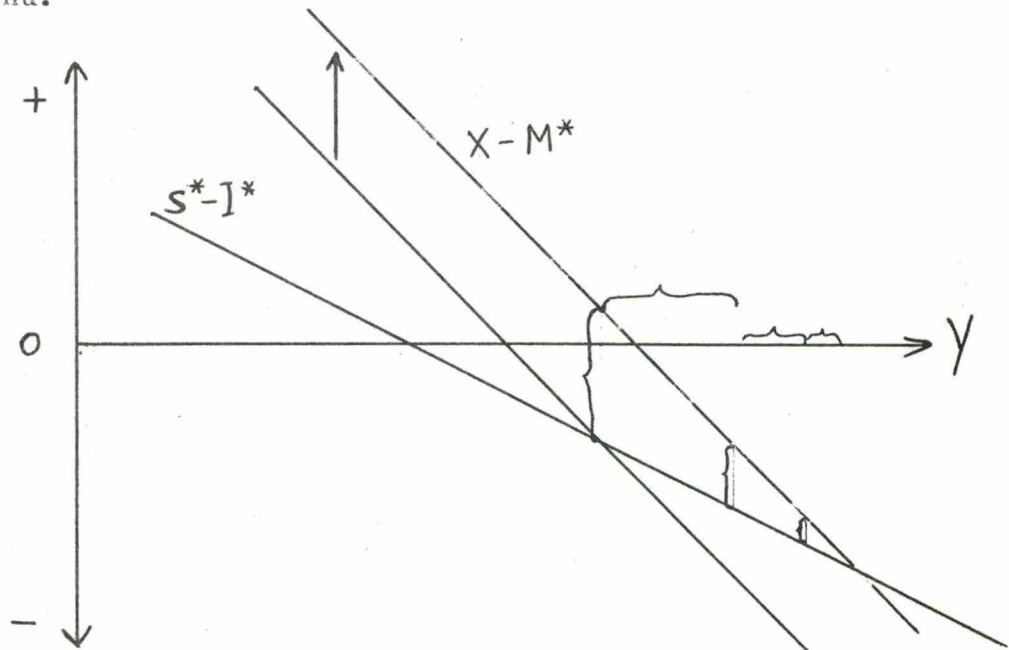
Gr. 28' :

limitation imposée à l'augmentation de
la balance commerciale par le plein emploi.

Deuxième cas. $\left\{ \begin{array}{l} \alpha > 1 \quad \text{ou} \quad 1-\alpha < 0 \\ |1-\alpha| < m \\ -m < 0 \end{array} \right.$

Ces hypothèses signifient que :

- i/ les dépenses augmentent ou diminuent plus que le revenu qui les engendre;
- ii/ les importations augmentent plus que l'excès des dépenses sur le revenu.



Gr. 29.

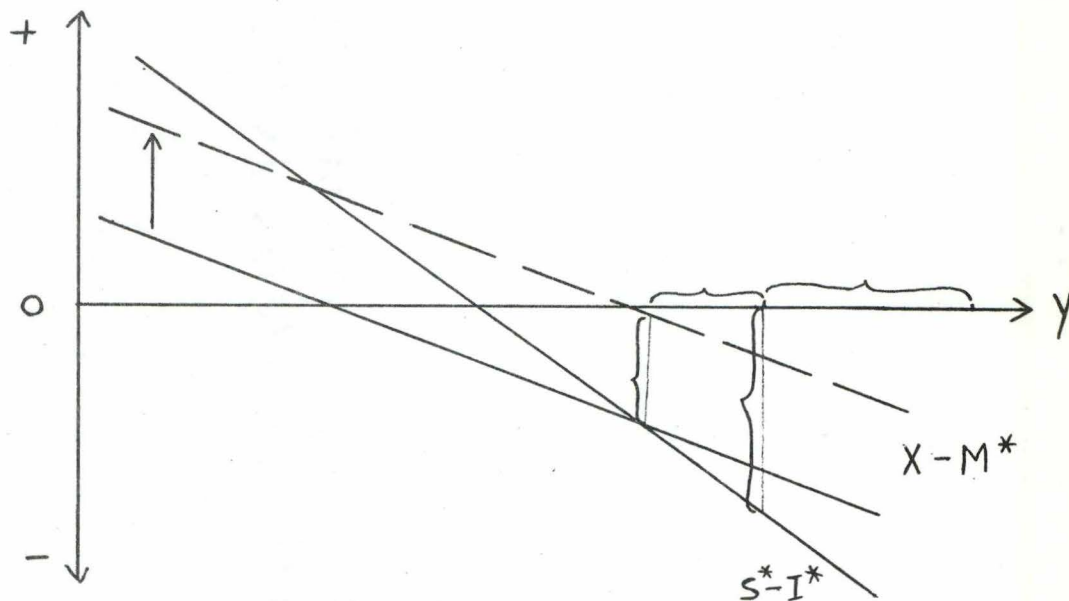
Après une dévaluation, si l'effet sur la balance commerciale en monnaie nationale est " normal " ces élasticités tendent à provoquer une augmentation de la balance commerciale et donc du revenu. Cette augmentation du revenu s'accompagne d'une augmentation plus importante encore des dépenses. Cette augmentation des dépenses est plus importante que l'augmentation du revenu; cependant, les dépenses d'importation augmentent plus que l'excédent des dépenses totales sur le revenu; les dépenses pour le produit augmentent donc, moins que le revenu, et induisent une augmentation de revenu qui est de moins en moins importante : le nouvel équilibre sera donc stable. Le revenu augmente, la balance commerciale diminue, jusqu'à la situation d'équilibre.

Cette approche suggère de remédier à un déficit de balance commerciale par une politique de réduction des dépenses, et éventuellement de soutenir le revenu par une dévaluation, du moins si les élasticités permettent d'escompter une réaction " normale ".

Troisième cas. $\begin{cases} 1 - \alpha < 0 \quad \text{ou } \alpha > 1 \\ |1 - \alpha| > m \end{cases}$

Cette hypothèse signifie

- i/ que les dépenses augmentent ou diminuent plus que le revenu;
- ii/ que l'excédent des dépenses sur le revenu augmente plus que les importations.

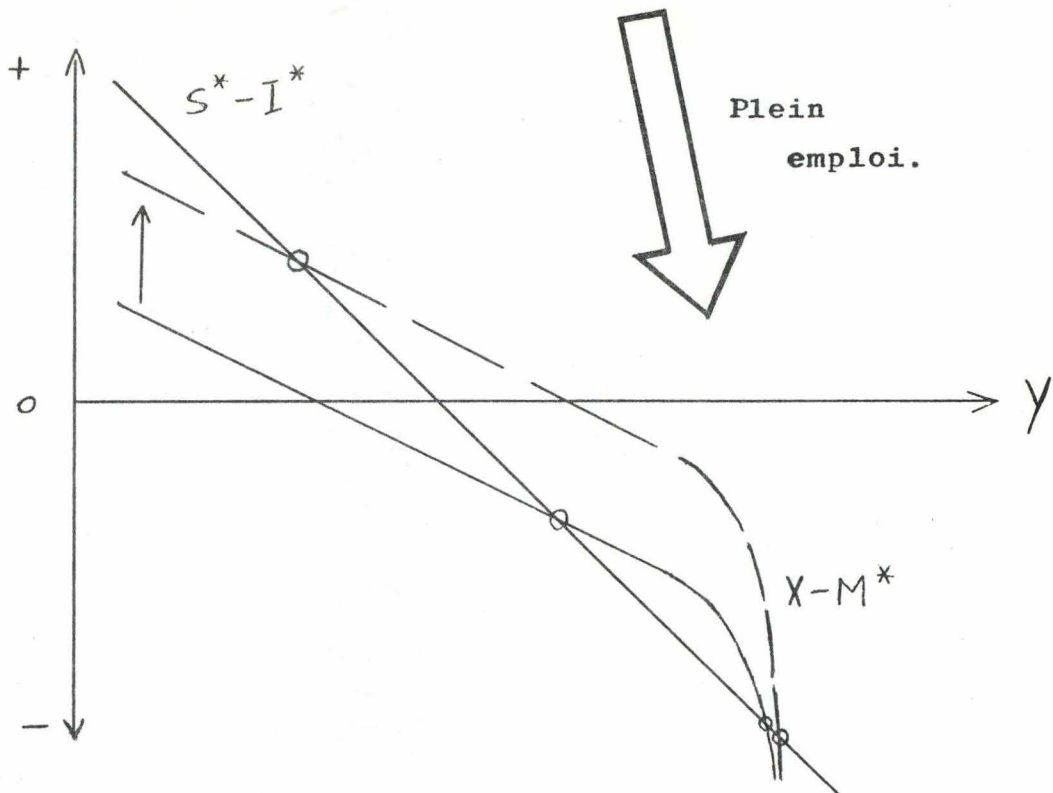


Gr. 30.

On voit que, dans le cas de réaction " normale " des élasticités, la position d'équilibre correspond à une diminution du revenu et à une augmentation de la balance commerciale. Toutefois, cette augmentation de la balance commerciale déclenchée par les élasticités représente

une augmentation de revenu; le comportement des résidents est tel que cette augmentation de revenu s'accompagne d'une augmentation plus importante encore des dépenses : ce sont des dépenses supplémentaires pour le produit et, pour une partie seulement, de l'excédent des dépenses sur le revenu, des dépenses d'importation. La balance commerciale tend donc à diminuer, mais le revenu tend à augmenter, en provoquant un accroissement des dépenses pour le produit supérieur à cette augmentation de la balance commerciale ; le revenu augmente donc de plus en plus, et la balance commerciale se détériore en même temps.

L'équilibre sera donc instable, et en fait la balance commerciale après une éventuelle amélioration due aux élasticités, diminuera sans cesse. Cette évolution ne peut évidemment se poursuivre indéfiniment. Une fois atteint le niveau de plein emploi de la capacité de production, le mouvement des prix qui s'amorcera va détourner la demande intérieure vers les produits importés : la propension à importer augmentera, et la balance des paiements, apparemment, se dégradera plus vite. Toutefois, cette évolution mettra un terme aux augmentations inflatoires du revenu, et donc aux augmentations du déficit de la balance commerciale : ceci nous ramène au cas précédemment étudié, où $|1 - \alpha| < m$. Dans ce cas, c'est paradoxalement le déficit de la balance commerciale dû à l'augmentation des importations qui est l'élément stabilisant la valeur, le pouvoir d'achat de la monnaie nationale : sans cette évolution en effet, l'augmentation perpétuelle de la demande pour le produit intérieur ne peut se réaliser que par une augmentation indéfinie des prix — bien sûr, dans les hypothèses très simples de ce modèle. Ce développement est illustré par le graphique 31.



Gr. 31 :

Rôle de l'évolution de la balance commerciale
en cas de plein emploi.

On peut résumer dans un tableau les caractéristiques de ce troisième cas :

effet "normal" des élasticités :

- équilibre instable { Y diminue,
BC augmente.
- séquences effectives { Y augmente,
BC diminue.

La dévaluation échoue si elle a pour but l'augmentation de la balance commerciale.

effet "pervers" des élasticités :

- équilibre instable { Y augmente,
BC diminue.
- séquences effectives { Y diminue,
BC augmente.

La dévaluation réussit apparemment à augmenter la balance commerciale, au prix d'une déflation continue à laquelle il faudra remédier.

Hypothèses :

$$1 - \alpha < 0$$

$$|1 - \alpha| > m$$

Section 4 : CONCLUSIONS.

L'utilisation du graphique de Kindelberger contient l'essentiel de l'approche de l'absorption; il néglige cependant l'apport de cette approche concernant les effets directs de la dévaluation sur l'absorption. De ces effets, l'effet de redistribution de revenu est le plus important, parce que le plus durable; on peut l'intégrer à ce graphique en traçant une nouvelle courbe de dépenses nettes ($S^* - I^*$) en fonction de la nouvelle "propension à absorber".

L'apport de ce graphique dans l'analyse des conséquences d'une dévaluation réside dans la mise en évidence des conditions de stabilité de l'équilibre : il nous permet en conséquence de savoir si l'évolution de la balance commerciale et du revenu déclenchée par la dévaluation tend vers une position d'équilibre ou au contraire est destinée à se développer indéfiniment. L'équilibre sera stable si $-(1-\alpha) < m$, c'est-à-dire si l'augmentation de l'excédent des dépenses sur le revenu se traduit par une augmentation des importations plutôt que par une pression inflationnaire sur le produit national.

Enfin, ce graphique illustre le problème du choix des moyens en fonction d'objectifs différents. C'est d'ailleurs un des apports de l'approche de l'absorption de poser le problème du déficit de la balance commerciale non en termes de surévaluation du taux de change, mais en termes d'excès des dépenses par rapport au revenu.

Le graphique 29, qui illustre le deuxième cas, montre clairement que d'autres politiques que la dévaluation peuvent être plus indiquées pour rétablir l'équilibre de la balance commerciale, tandis que la politique du taux de change pourrait être utilisée, à d'autres fins. Ceci posé en définitive le problème du critère du choix du taux de change qui pourrait, pensent certains, n'être pas un critère d'équilibre des paiements internationaux, et illustre le " conflit " traditionnel entre l'équilibre intérieur et extérieur.

CONCLUSIONS DE LA PREMIERE PARTIE.

=====

L'approche de l'absorption représente une étape importante dans l'étude des conséquences d'une dévaluation. Non seulement elle dégage une condition de succès supplémentaire, mais elle donne aussi, à des éléments déjà explorés par l'approche des élasticités, une présentation nouvelle : en fait, elle intègre l'étude de la dévaluation à la comptabilité nationale naissante; ce fait, et le moment auquel a été proposée cette nouvelle approche, expliquent en grande partie le succès qu'elle rencontra. En se fondant sur la comptabilité nationale, l'approche de l'absorption montre qu'un surplus de la balance commerciale n'est possible que s'il y a prêt net au reste du monde d'une fraction de la production nationale : en donnant ainsi un sens palpable au solde de la balance commerciale, en présentant un schéma d'explication simple des conséquences de la dévaluation, cette approche s'est donné une large audience et a servi de guide à la politique économique.

Néanmoins, l'approche en terme d'absorption — tout comme celle des élasticités, d'ailleurs — se limite à l'étude de la balance commerciale, et ne tient pas compte des autres facteurs qui déterminent l'état des paiements extérieurs. Cette négligence des éléments financiers du problème constitue une importante limitation de ces deux approches : elles permettent de choisir éventuellement un taux de change en fonction d'un état désiré de la balance commerciale, mais aucune de ces deux approches ne permet de déterminer quel est le solde que devrait présenter la balance commerciale, ni, en conséquence, quel taux de change serait le meilleur.

Deuxième partie :

TAUX DE CHANGE ET DEMANDE

DE MONNAIE .

La première partie de ce mémoire traite des effets de la dévaluation sur l'économie et le commerce extérieur d'un pays. Elle ne permet pas, cependant, de juger de la valeur du taux de change ou de l'opportunité d'une dévaluation. En effet, les approches traditionnelles examinées dans cette première partie sont essentiellement commerciales. La monnaie n'y joue qu'un rôle technique. Elle n'intervient pratiquement que pour le règlement des transactions commerciales : c'est ainsi que, dans ces approches, la "demande de monnaie nationale" des étrangers n'est en réalité qu'une demande pour certains biens ou services exportés par le pays. Il convient donc d'élargir l'optique en tenant compte de la nature de la monnaie contemporaine : celle d'actif financier. En conséquence, le propos de cette deuxième partie est d'intégrer à l'analyse du taux de change et de la dévaluation les apports de la théorie de détention des actifs financiers.

Cette partie se subdivise en cinq chapitres. Le premier expose les raisons qui justifient l'intégration de la théorie de la détention des actifs financiers à l'étude de la dévaluation. Le deuxième chapitre concerne le rôle des réserves officielles et s'efforce de montrer le

rôle techniquement nécessaire que remplissent, dans le système des paiements internationaux, les liquidités internationales. A cette fin, on examinera successivement ce qu'est le marché des changes, le rôle de la balance des paiements et le choix du régime de change. Le troisième chapitre tente de dégager les motifs de détention des liquidités internationales et examine les critères déterminant le niveau des liquidités internationales demandées par les autorités monétaires et par les autres agents économiques, ainsi que les facteurs qui expliquent leur structure. Dans un quatrième chapitre, on analyse quel peut-être, dans ce cadre, le but d'une dévaluation ou d'une réévaluation, et les politiques alternatives ou complémentaires qui pourraient être mises en oeuvre pour atteindre le même but. Le cinquième chapitre présente, sous l'appellation d'approche bancaire, un schéma d'analyse des déséquilibres de paiements extérieurs qui intègre la demande pour la monnaie nationale à l'extérieur des frontières.

Enfin, un chapitre de conclusions générales ouvre des perspectives de recherches empiriques et souligne les implications de la nouvelle approche développée dans cette deuxième partie pour l'organisation des paiements internationaux.

CHAPITRE 1 : JUSTIFICATIONS DE L'ETUDE DU COMPORTEMENT

D'ACTIF DES AGENTS ECONOMIQUES DANS LE
DOMAINE DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Plan :

section 1 : l'apport de la théorie monétaire contemporaine.

section 2 : quelques aspects concrets et actuels des paiements
internationaux.

1. Le dollar et le déficit américain.
2. Les euro-monnaies.
3. La livre sterling
4. Le mark allemand.

+++ +++

+++

Le projet de cette partie est d'élargir l'étude de la dévaluation en y intégrant certains apports de la théorie de détention des actifs financiers. Deux motifs justifieront ce projet : d'une part, cette optique est suggérée par le développement de la théorie monétaire contemporaine; d'autre part, les faits eux-mêmes incitent à tenir compte de ce comportement dans le chef des détenteurs de monnaies étrangères.

Section 1 : L'APPORT DE LA THEORIE MONETAIRE CONTEMPORAINE (1).

La théorie monétaire contemporaine s'est développée en considérant la monnaie essentiellement comme un actif financier ; elle est devenue, en fait, une théorie de la demande de monnaie. (2)

La théorie quantitative traditionnelle se préoccupe de la fonction de moyen de paiement de la monnaie, et du rôle de la monnaie comme intermédiaire dans les transactions. Elle établit un lien de dépendance directe entre stock monétaire nécessaire au règlement des transactions d'une part, et d'autre part le volume de ces transactions et le prix auquel elles s'effectuent, compte tenu des facteurs institutionnels qui régissent les finances nationales. Cette théorie suppose donc que lorsque les institutions financières et la prospérité de la

(1) Pour un exposé systématique et une bibliographie de cette matière, voir H.G.Johnson, "Monetary Theory and Policy", *Surveys of Economic Theory* (vol.1), Macmillan, 1965, pp 2-45 ; voir aussi J.P. Van Lede, "Théorie monétaire et demande de monnaie", mémoire, faculté des sciences économiques et sociales de Namur, 1966.

(2) Peut-être convient-il plutôt de dire que la théorie monétaire...

nation sont inchangées, la valeur réelle de la monnaie en circulation reste constante, c'est-à-dire que le public détient sous forme de moyens de paiement une quantité constante de richesse réelle (1). La théorie quantitative, dans sa forme première, n'est donc pas une théorie de la demande de monnaie.

A partir de cette base théorique, qui reste classique, la théorie monétaire s'est développée dans plusieurs directions. Ces développements ont tous un point commun : ils analysent les motifs de détention de la monnaie ; la monnaie y est donc considérée essentiellement comme un actif. On peut regrouper ces développements en quatre familles.

(1) J.M. Keynes, "La réforme monétaire", éditions du Sagittaire, Paris, 1924, (6ième éd.), p 60.

(suite de la note de la page précédente)

contemporaine est redevenue une théorie de la demande de monnaie. En effet, la théorie monétaire de K. Marx s'oppose à la théorie quantitative traditionnelle en ce qu'elle tient compte non seulement des fonctions monétaires de moyen de paiement et de numéraire, mais également de la fonction de réserve de valeur, de "trésor". Pour K. Marx, ce n'est pas la quantité de monnaie qui détermine les prix; au contraire, ce sont les prix qui déterminent la quantité de monnaie en circulation, c'est-à-dire le rapport entre ce qu'on appellerait aujourd'hui les encaisses actives et les encaisses inactives, ou encore la fréquence moyenne de circulation (dont Marx souligne le caractère fictif dans sa Critique, p 140). La théorie de Marx est donc bien une théorie de la demande de monnaie, bien qu'elle diffère de la théorie contemporaine en ce qu'elle considère une monnaie surtout métallique.

Voir K. Marx, "Contribution à la Critique de l'Economie Politique", Editions Sociales, Paris, 1957, notamment pp 100 et 110 et, pour une critique de la théorie quantitative et de Ricardo, pp 119 à 145, la division intitulée "Théories sur les moyens de circulation et la monnaie".

En premier lieu, on peut citer les prolongements de la théorie quantitative elle-même. L'Ecole de Cambridge soulignait déjà que la "fréquence de circulation" de la théorie quantitative est l'expression d'une demande de monnaie. Actuellement, dans la théorie quantitative soutenue par l'Ecole de Chicago dont le chef de file est M. Friedman, la monnaie est explicitement traitée comme un actif financier. Dans l'optique de Friedman, le problème de la demande de monnaie fait partie du problème plus vaste du choix entre les différents actifs, humains et non-humains, que les individus peuvent accumuler pendant leur vie et qui constituent leur "richesse".

Une deuxième famille d'analyses monétaires s'est proposé d'intégrer la théorie monétaire dans la théorie de l'équilibre général et de la valeur, et de lever ainsi la "dichotomie classique". Dans ces analyses, la monnaie est considérée comme un actif qui fait l'objet d'une demande, tout comme les autres actifs financiers et réels qui sont offerts ; le marché détermine pour chacun de ces actifs un prix, qui représente sa valeur d'échange. Ce point de vue a été développé systématiquement dans l'œuvre de Patinkin (1).

(1) D. Patinkin, "Money, Interest, and Prices", Evanston, Illinois, 1956. Voir aussi J. Marschak, "Money and the Theory of Assets", *Econometrica*, vol. 6 (1938), pp 311-325.

Un troisième type de développements — plus spécifiquement monétaires — découle de la préférence pour la liquidité de Keynes, et examine la relation qui unit demande de monnaie et taux d'intérêt. Pour Keynes, cette relation exprime surtout le comportement "spéculatif" des agents économiques, qui interprètent le niveau et les variations du taux d'intérêt comme les indices permettant de prévoir les cours futurs des "fonds d'Etat" et de réaliser des gains en capital en substituant en temps opportun de la monnaie à des fonds d'Etat ou inversement. Les études ultérieures de Baumol et de Tobin ont essayé de justifier autrement la préférence pour la liquidité, notamment pour éviter de devoir isoler une "encaisse de spéculation".

Baumol apporte en substance une justification théorique de la rationalité d'une demande positive pour un actif financier à rendement nul, même en cas de certitude quant aux dates des paiements, pourvu que cet actif soit liquide, c'est-à-dire qu'il puisse être utilisé tel quel sans nécessiter une quelconque opération financièrement ou psychologiquement coûteuse de transformation en un autre actif (1).

(1) W.J. Baumol, "The Transaction Demand for Cash : an Inventory Theoretic Approach", Quarterly Journal of Economics, vol. 66 (1952), pp 545 - 556. Cette approche est en fait une application à la théorie monétaire des principes de la gestion de stocks et de la formule de Wilson qui détermine le niveau optimum et les dates de reconstitution des stocks en fonction de l'approvisionnement à assurer, du coût de commande et du coût de détention. Voir aussi J. Tobin, "The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash", Review of Economics and Statistics, vol. 38 (1956), pp 241 - 247.

Cette analyse concerne donc en fait les encaisses de transactions.

Tobin examine aussi les raisons qui justifient la détention d'actifs financiers sans rendement, malgré l'existence d'autres actifs rapportant un intérêt positif. Comme chez Baumol, c'est la liquidité de ces actifs monétaires qui explique leur demande : mais l'élément essentiel de la liquidité des actifs monétaires dans le raisonnement de Tobin est la stabilité de la valeur nominale de la monnaie, impliquant l'absence de risque attaché à sa détention. La demande de monnaie découle donc d'une politique de diversification des actifs détenus par les agents économiques (1) . L'analyse de Tobin concerne donc les encaisses de placement, et complète l'approche de Baumol.

Les deux études soulignent de façon claire la nature d'actif financier de la monnaie : la monnaie, dans les deux cas, est un actif à l'acquisition duquel les agents économiques consacrent une partie de leurs ressources, qu'ils détiennent et qu'ils gèrent de façon rationnelle en fonction d'un calcul de coût, comme ils gèrent leurs autres actifs. Selon le point de vue développé par Tobin et Baumol, la monnaie est un type d'actif financier, et la théorie monétaire a pour objet spécifique l'étude de la répartition des actifs financiers entre la monnaie et les autres créances monétaires (2).

(1) J. Tobin, "Liquidity Preference as Behavior towards Risks", *Review of Economic Studies*, vol. 26 (1958), pp 65-86.
Les deux analyses, celle de Tobin et celle de Baumol, utilisent en fin de compte les techniques de la recherche opérationnelle. Ce fait souligne l'influence du développement de cette discipline récente sur la théorie économique. En explicitant les critères d'action et en diffusant des méthodes systématiques d'examen des problèmes concrets, la recherche opérationnelle est certainement de nature à renforcer le bien-fondé des analyses théoriques qui reposent sur l'hypothèse de rationalité de l'"Agent Economique".

(2) J. Tobin, *idem*, p 66.

La théorie monétaire contemporaine s'est développée enfin dans une quatrième direction, qui intègre de façon plus intime la monnaie à l'ensemble des actifs financiers de la nation. Les représentants de cette tendance sont Gurley et Shaw (1). Ils étudient les mécanismes de destruction et de création de monnaie, et les conséquences de ces mécanismes sur le volume total des actifs financiers en circulation. Leur préoccupation est de montrer que la monnaie doit s'interpréter comme un élément du système financier du pays (2).

A la suite de ce rapide aperçu des développements de la théorie monétaire, on peut conclure que toutes les tendances de la pensée monétaire contemporaine considèrent la monnaie comme un actif financier et veulent expliquer le comportement des agents économiques vis-à-vis de la monnaie en tenant compte de ce caractère. La deuxième partie de ce mémoire se propose d'examiner le problème du taux de change et de l'équilibre des paiements internationaux en tenant compte de ces nouveaux développements de la théorie, et de compléter ainsi la première partie. En effet, les approches traditionnelle de la dévaluation tiennent compte uniquement du rôle d'intermédiaire de la monnaie et ne font nullement intervenir une demande ultime de monnaie.

Par son projet, cette deuxième partie procède cependant de la même démarche que ces approches : à l'époque de leur conception,

(1) Gurley and Shaw, "Money in a Theory of Finance", Washington, 1960.

(2) Cette tendance ne se manifeste pas uniquement par des ouvrages théoriques. Elle transparait également dans les travaux des statisticiens, notamment dans le tableau général des "Mouvements des créances et des dettes dans l'économie belge" publié depuis 1963 par le Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique. Le premier tableau concerne l'année 1958.

ces schémas d'interprétation représentaient eux aussi un effort d'analyse d'un problème particulier de théorie et de politique à la lumière des développements récents des connaissances économiques : l'approche des élasticités aborde l'étude du taux de change en utilisant les concepts traditionnels de la microéconomie ; l'approche de l'absorption intègre l'étude de la dévaluation à la comptabilité nationale et à l'analyse macroéconomique du revenu.

Section 2 : QUELQUES ASPECTS CONCRETS ET ACTUELS DES
PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

La deuxième raison de tenir compte du comportement d'actif des agents économiques tient aux faits eux-mêmes. Certes, les paiements internationaux évoluent indépendamment des besoins d'une démonstration théorique. L'adoption d'une optique déterminée dans l'interprétation des faits, en l'occurrence une optique centrée sur la détention d'actifs financiers, peut toutefois permettre de mieux comprendre certains éléments de la réalité et conduit parfois à des conclusions opposées à celles qui résulteraient d'autres schémas d'analyse. En tenant compte du comportement d'actif des agents économiques, on peut en particulier mieux comprendre l'évolution de la situation du dollar, l'existence du marché des euro-monnaies, les difficultés de la livre et la position actuelle du mark allemand.

1. Le dollar et le déficit américain.

La crise de confiance envers le dollar, à laquelle les mesures de restriction annoncées par le président Johnson le premier janvier 1968 se sont efforcé de remédier, démontre clairement que le niveau des liquidités internationales et leur composition ne peuvent découler mécaniquement du fonctionnement d'un dispositif institutionnel et comptable. Certes, le déficit de la balance américaine des paiements, réglé en dollars, représente pour les systèmes monétaires étrangers une source de liquidités internationales ; les autorités américaines ne peuvent néanmoins régler le déficit en dollars que s'il existe dans le reste du monde un désir de détenir un certain volume de réserves sous cette forme, au niveau des banques centrales, des banques commerciales et du public. La persistance même de l'important déficit de la balance américaine pendant plus d'une décade, jusqu'en 1968, manifestait effectivement l'existence d'une demande de dollars comme actifs à détenir : à défaut d'une telle demande, les paiements en dollars faits par les Etats-Unis et les paiements en dollars reçus par les Etats-Unis auraient du correspondre (1). Considérer que le dollar fait l'objet d'une demande qui explique sa détention en dehors des Etats-Unis, c'est admettre que les postes comptables inscrits "sous la ligne" de la balance des paiements dépendent aussi, directement, des motivations des agents économiques. Si ce point de vue est pertinent dans l'analyse des paiements extérieurs des Etats-Unis, le déficit américain n'est pas purement et simplement le résultat d'autres opérations, mais bien d'une demande primaire de dollars ; dans cette mesure, le déficit serait conforme aux plans des agents économiques et ne serait pas la manifestation d'un déséquilibre.

(1) P. Salin, "Le rôle des actifs financiers dans le système monétaire internationale", *Revue Economique*, novembre 1968, p 1035.

Déterminer si un stock, de monnaie, en l'occurrence de dollars, résulte effectivement d'une demande ou s'il n'est que subi et toléré relève de l'étude des motivations. L'évolution de la mesure dans laquelle pareil stock est demandé peut apparaître dans les fluctuations des composantes de ce stock détenues par les différentes catégories d'agents économiques. Ces fluctuations ne représentent pas, vraisemblablement, la variation exacte de la demande ; en effet, les détenteurs d'encaisses sont conscients qu'ils ne peuvent se défaire sans perte d'un stock qu'ils estiment éventuellement excessif. Les variations effectivement observées peuvent s'interpréter dans ces cas comme les indices de transformations plus amples dans les plans et désirs des agents économiques en ce qui concerne leurs encaisses en monnaie.

La spéculation sur l'or (et la séparation des deux marchés de l'or en mars 1968) représentait, elle aussi, un indice particulièrement clair d'une altération du caractère désiré des dollars détenus à l'étranger par un certain nombre d'agents économiques. A ce moment, d'après les statistiques disponibles (1), on constate d'ailleurs effectivement une substantielle augmentation des exportations américaines et des placements et investissements directs étrangers aux Etats-Unis. Ces mouvements peuvent s'expliquer par la reprise conjoncturelle en Europe après le ralentissement de 1966-67 ; toutefois, le refus de l'étranger de détenir des liquidités supplémentaires en dollars, c'est-à-dire d'accroître le stock de dollars détenus à l'étranger,

(1) Balance of Payments Yearbook, I.M.F., volume 20, février 1969 ; International Financial Statistics, juillet 1969.

contribue aussi à expliquer ces entrées — spécialement sous forme de placements et d'investissements directs.

L'examen du retournement constaté en 1968 met en relief la différence qui existe entre différentes catégories d'encaisses étrangères en dollars. Schématiquement, on peut distinguer des encaisses destinées à servir d'intermédiaires dans les échanges et des encaisses constituées dans le but d'accumuler une réserve de valeur. Ce sont ces dernières surtout qui sont sensibles aux prévisions de variation de la valeur des monnaies (1). Effectivement, depuis 1968, on constate une réduction des avoirs en dollars de banques centrales et pouvoirs publics ; ces avoirs sont en effet détenus essentiellement comme réserve de valeur. Mais le mouvement de réduction de cette composante de la demande de dollar n'apparaît pas dans les avoirs en dollars des banques commerciales et autres agents économiques étrangers qui ont au contraire continué à augmenter ; or, il est difficile de distinguer, dans cet ensemble d'encaisses en dollars, celles qui sont détenues principalement comme réserves de valeur et celles qui sont détenues comme intermédiaire dans les transactions.

(1) En cas de dépréciation de la monnaie, si le taux n'est pas abusif, les agents économiques sont prêts à en supporter les coûts tant l'usage de la monnaie est commode dans la plupart des transactions. Le public préfère supporter une perte, relativement négligeable si elle se répartit sur un certain nombre de paiements fréquents, plutôt que d'avoir à souffrir des inconvénients du troc. Voir J.M. Keynes, "La réforme monétaire", Ed. du Sagittaire, Paris, 1924 (6ième éd.), pp 66-67-68.

ENGAGEMENTS EXTERIEURS EXIGIBLES DES ETATS UNIS													
	1966				1967				1968				1969
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
<i>envers les banques centrales et publics :</i>	14,39	14,42	13,80	13,66	13,56	14,10	14,36	15,65	14,28	12,10	12,06	12,48	10,78
<i>envers autres banques et autres à l'étranger :</i>	11,99	12,37	13,61	14,21	13,54	13,70	15,09	15,77	16,41	18,76	19,78	19,38	22,60
<i>dont envers banques, c-à-t terme :</i>	7,76	8,05	9,19	9,86	9,12	9,28	10,56	11,01	11,62	13,86	14,79	14,30	17,53

*en milliards de dollars. (Données des International Financial Statistics)
juillet 1969.*

Parmi les éléments qui expliquent le changement de comportement de l'étranger envers le dollar, la dévaluation de la livre sterling, en novembre 1967, a directement affecté la confiance des agents économiques dans la stabilité des monnaies de réserves. D'autres circonstances ont aussi contribué à troubler la quiétude des détenteurs de dollars. La détérioration de la liquidité américaine suite à l'accumulation des déficits de la balance de base, la dégradation du rapport entre les engagements à court terme des Etats-Unis et leur stock de réserves ont éveillé des inquiétudes quant à la liquidité du dollar. La permanence du déficit malgré les résolutions d'y mettre fin répétées à plusieurs reprises par les autorités américaines a pu laisser croire, pendant un certain temps, que la situation échappait à tout contrôle. Enfin, il faut tenir compte également de l'influence sur les mentalités de la diffusion par certains milieux académiques ou politiques de doctrines alarmantes pour l'avenir de l'étalon de change-or.

2. Les euro-monnaies (1).

Le marché des euro-monnaies recueille les encaisses en monnaies placées en dehors de leurs pays d'origine, essentiellement pour des motifs de rendement, éventuellement pour des raisons de sécurité ou d'opportunité politique ou fiscale. Le développement rapide de ce marché peut être considéré comme une réaction d'inventivité des agents économiques aux prises avec les diverses réglementations et mesures de restriction nationales dans un monde de monnaies convertibles.

Si, dans l'analyse des paiements internationaux, on tient compte d'une demande de monnaies étrangères considérées comme actifs par les agents économiques, l'existence de ce marché apparaît comme une manifestation normale du comportement d'actif des agents économiques: le marché des euro-monnaies est le marché, normal et régulier dans sa nature, sur lequel s'effectuent les transactions portant sur les encaisses en monnaies étrangères. Le marché des euro-monnaies est le corrolaire de la convertibilité qui implique, par définition, la faculté pour les agents économiques de détenir comme actif de la monnaie nationale à l'étranger.

En considérant ce marché, distinct des systèmes monétaires qui,

(1) Voir A.K. Swoboda, "The Eurodollar Market : an Interpretation", série Essays in International Finance, Princeton University, n° 64, février 1968; voir aussi P. Schoenmaeckers, "Le marché des euro-devises et des euro-émissions", mémoire à paraître à la faculté des sciences économiques et sociales, Namur.

en principe, les ont émises, on perçoit clairement la nature d'actif des monnaies : elles ne se réduisent pas à de simples moyens de paiement destinés à servir tels quels dans une économie déterminée . L'existence même du marché des euro-monnaies manifeste de façon évidente que la liquidité internationale n'est pas détenue uniquement sous forme de réserves officielles par les banques centrales : les banques commerciales et, par leur intermédiaire, les autres agents économiques privés en détiennent également une part. Les avoirs placés sur ce marché sont gérés selon les principes traditionnels de la gestion de portefeuille, ce qui n'est pas nécessairement toujours le cas en ce qui concerne les réserves des banques centrales.

3 . La livre sterling.

Peut-on comprendre les pressions qui s'exercent contre la livre et la dévaluation du 18 novembre 1967 en recourant aux approches traditionnelles de la dévaluation ? Certes, une partie des problèmes qui se posent à la livre peuvent trouver une explication en termes de prix relatifs ou d'absorption.

Mais n'est-il pas réaliste de supposer que le problème essentiel résulte d'une offre substantielle de livres, préalablement accumulées, qui ont cessé d'être désirées par leurs détenteurs ? Mesurée en millions de dollars, la position de réserve des autorités monétaires

du Royaume-Uni se présente comme suit , au mois de décembre 1968 :

Avoirs officiels :	2.421
Engagements officiels :	<u>11.788</u>
Avoirs officiels nets :	-9.367

En ce qui concerne les banques commerciales, la position est la suivante :

Avoirs des banques commerciales :	21.132
Engagements des banques commerciales :	<u>21.763</u>
Avoirs nets des banques commerciales :	- 631

La position totale de réserve se chiffre à - 9.998 millions de dollars(1).

Les pressions qui pèsent sur la monnaie anglaise ne proviennent pas uniquement d'un déficit courant — ce serait alors un problème commercial — , mais sont surtout d'ordre financier. Les remèdes ne peuvent donc se limiter à ceux que proposent les approches des élasticités et de l'absorption, et réclament des mesures monétaires et financières. En septembre 1968, moins d'un an après la dévaluation, un important train de mesures a été lancé dans le cadre d'un accord négocié au sein de la Banque des Règlements Internationaux, connu sous le nom d'accord de consolidation des accords en sterling. Cet accord ne trouve tout son sens que si l'on explique le déséquilibre extérieur du Royaume-Uni par l'existence à l'étranger d'une importante quantité de livres sterling que la demande refuse d'absorber. Pour

(1) Données provenant des International Financial Statistics, juin 1969, converties en dollars. On fixera les ordres de grandeurs par quelques comparaisons :

R.N. :	74.760 millions de dollars	} en 1967.
P.N.B. :	94.920 millions de dollars	
Exportations :	16.800 millions de dollars	

remédier à la situation, il est nécessaire de substituer à ces livres d'autres actifs dont la détention ne serait pas soumise aux risques consécutifs à une offre excédentaire. Tel est précisément le principe du plan de soutien au sterling proposé par R. Triffin (1).

La question de savoir si les autorités britanniques peuvent ou non agir efficacement sur la demande intérieure n'a pas d'importance fondamentale pour la correction du déséquilibre existant. Une éventuelle action sur la demande devrait au contraire essentiellement être intégrée à une politique de croissance équilibrée, politique orientée par des objectifs de long terme. Pour que cette politique soit possible, il faut au préalable que soit reconnue la nature financière de la crise du sterling, et qu'une solution y soit apportée, en fin de compte par une modification de la structure des actifs financiers détenus dans le système monétaire international.

4. Le mark allemand.

La position actuelle du deutsche Mark peut aussi se comprendre initialement comme le résultat d'une demande croissante de marks par l'étranger, demande qui serait due au désir du reste du monde de se constituer des encaisses de transactions et de précaution en marks, à un niveau correspondant au développement de la puissance industrielle de l'Allemagne et de ses échanges extérieurs. A cette demande croissante de marks à l'étranger s'oppose une politique allemande de stabilité des prix, notamment par un contrôle de l'accroissement du

(1) R. Triffin (et autres), "Sterling, European Monetary Cooperation and World Monetary Reform", publié par le Federal Trust for Education and Research, 1968, pp 27-28.

stock de marks et de la demande. Les surplus de la balance des paiements qui sont étroitement associés à cette politique entraînent une réduction du stock des engagements allemands à court terme envers l'étranger, notamment sous forme de marks.

L'exemple du D. Mark au cours des derniers temps a le mérite de mettre en évidence le lien qui existe entre la masse monétaire et le taux de change. Dans un régime de convertibilité étendue des monnaies, ce n'est que par un artifice que l'on peut séparer un "marché des changes" des marchés monétaires et des marchés de biens et services : prix, taux d'intérêt et taux de change représentent les prix relatifs de la monnaie nationale par rapport aux autres richesses échangeables. Pour déterminer le taux de change et les autres prix, il faut donc tenir compte de la demande et de l'offre de la monnaie nationale dans leur ensemble.

Dans la mesure où une politique de monnaie relativement rare tend à favoriser la stabilité des prix, et pour peu qu'à l'étranger une politique monétaire moins stricte ait engendré une certaine évolution des prix à la hausse, il s'ensuit une augmentation des exportations du pays et par là de la masse monétaire et des prix. Si ce processus d'ajustement est lent, ou si les autorités nationales le contrecarrent, la permanence du surplus dégagé par ce pays dans ses paiements extérieurs va créer à l'étranger une pénurie de la monnaie nationale, alors que la transformation des monnaies étrangères en la monnaie nationale du pays concerné procure à ceux qui l'opèrent un plus grand pouvoir d'achat réel.

Cette offre décroissante de la monnaie nationale à l'étranger, allant de pair avec une demande croissante de cette monnaie par l'étranger, entretient des pressions à la hausse du taux de change. Cette hausse du taux de change à un niveau adéquat rétablirait l'équilibre du marché des changes : elle mettrait fin au surplus commercial du pays excédentaire d'une part ; d'autre part, elle réévaluerait le stock des avoirs en la monnaie nationale de ce pays détenus par l'étranger et serait donc de nature à satisfaire sa demande d'encaisses réelles en cette monnaie.

L'intérêt de ce schéma, suggéré par la position actuelle du D. Mark, n'est pas de présenter une description nouvelle du lien qui unit prix, taux de change et échanges commerciaux internationaux : ce lien est exprimé clairement par la théorie de la parité du pouvoir d'achat et l'approche des élasticités. Le schéma ici présenté montre que dans certains cas la source du déséquilibre sur le marché des changes peut être finalement intérieure : l'offre décroissante de la monnaie nationale à l'étranger, qui résulte du surplus commercial, est le reflet de l'insuffisance relative de l'offre de la monnaie nationale par les autorités monétaires ; la demande croissante de la monnaie nationale sur le marché du change est en fait due pour une part, celle qui correspond aux exportations, à la demande des nationaux pour leur propre monnaie, demande qui se manifeste par son action modératrice sur les prix.

Ce développement nous amène ainsi à deux conclusions d'ordre général :

i/ Les relations d'un pays avec le reste du monde, et spécialement le marché des changes, jouent un rôle de substitut provisoire aux processus équilibrateurs ; elles remplissent en quelque sorte la fonction d'un déversoir dont les fluctuations compensent des mouvements intérieurs lorsque les processus d'ajustement sont lents ou qu'on les contrecarrent (1).

ii/ Si l'on veut maintenir la fixité du taux de change, les différentes masses monétaires d'équilibre sont interdépendantes et doivent rester dans un rapport constant (2). Le lien direct entre masses monétaires et taux de change n'existe évidemment que dans un régime de convertibilité étendue, offrant aux agents économiques la faculté de détenir et de traiter comme actif les monnaies étrangères. La situation allemande montre donc une "contrainte" du système actuel.

(1) Au sujet des processus d'ajustement dans les paiements internationaux, voir "The Balance of Payments Adjustment Process", rapport du Groupe de Travail n°3 du Comité de Politique Economique, O.C.D.E., août 1966.

(2) Voir P. Salin, "L'équilibre macroéconomique dans les relations internationales", rapport présenté au congrès de l'Association de Science Economique, Montréal, septembre 1968 - Université de Nantes.

Les quatre exemples présentés dans ce chapitre ont montré les implications du comportement d'actif des agents économiques envers les monnaies étrangères pour le fonctionnement du système des paiements internationaux. Il faut maintenant examiner les facteurs qui expliquent ce comportement. C'est l'objet des deux chapitres qui suivent : le prochain chapitre traite du rôle techniquement nécessaire qui est celui des réserves internationales dans le système actuel ; le chapitre suivant, dépassant ce point de vue technique, présentera la liquidité internationale comme le résultat des plans et désirs des agents économiques.

CHAPITRE 2 : NECESSITE DE L'EXISTENCE DES LIQUIDITES
INTERNATIONALES.

Plan :

section 1 : équilibre sur le marché des changes. S.

section 2 : importance de la balance des paiements.

section 3 : choix du régime de change.

*** ***

Une grande partie de la liquidité internationale est détenue comme "réserves" par les banques centrales. Les devises détenues en banque par le public peuvent éventuellement être mobilisées par les autorités monétaires, qui procèdent alors à une opération de "ratissage". Les réserves officielles, et éventuellement l'ensemble des devises détenues dans un système monétaire national, ont une fonction particulière à remplir dans l'organisation actuelle des paiements internationaux. L'objet de ce chapitre est de présenter un aperçu sommaire du rôle imparti, techniquement, aux devises contenues dans un système monétaire national ; le chapitre suivant dépassera ce point de vue technique en étudiant le niveau et la structure des liquidités internationales comme le résultat des plans et comportements des agents économiques.

Le chapitre ici développé comprend trois sections. La première présente le rôle des réserves en devises d'un système monétaire dans l'établissement de l'équilibre sur le marché des changes. La deuxième section expose le rôle de la balance des paiements sur cet équilibre et sur l'approvisionnement en devises du système monétaire national. La troisième section pose le problème du choix d'un régime de change adéquat.

Section 1 : EQUILIBRE SUR LE MARCHE DES CHANGES.

Le recours au marché des changes est le moyen de se procurer de la monnaie de telle nationalité en échange d'une autre monnaie. En pratique, c'est donc là que se détermine le taux de change, de sorte qu'il y ait égalité entre la somme offerte en une monnaie et la contrepartie obtenue dans l'autre monnaie. En d'autres termes, au taux de change déterminé par le marché des changes, il y a égalité entre l'offre et la demande de chaque monnaie sur ce marché.

Cependant, les offres et les demandes de monnaies qui s'expriment sur le marché des changes ne sont pas entièrement des offres et des demandes ultimes de monnaie, mais des offres et demandes provisoires d'instruments destinés à permettre des échanges ultérieurs, tels qu'ils apparaîtront dans la balance des paiements. Le premier rôle des réserves en devises est de permettre à ces échanges ultérieurs de se réaliser, en mettant à la disposition des agents économiques les moyens de paiement du type nécessaire, quelles que soient les fluctuations au jour le jour des offres et demandes. Les réserves remplissent sur le plan national le même rôle que les encaisses détenues par les particuliers : combler l'écart dans le temps entre les montants de dépenses et de recettes. Elles permettent ainsi d'éviter que se produise une variation du taux de change pour un "déséquilibre de fonctionnement", s'il s'agit de réserves officielles, ou éventuellement d'en éviter les conséquences s'il s'agit de réserves détenues par le public.

Section 2 : ROLE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS.

La balance des paiements enregistre les paiements faits en règlement des différentes transactions entre le pays et l'étranger. Elle nous renseigne sur les types de transactions qui ont été à l'origine d'une opération sur le marché des changes, pendant une période d'une certaine durée. Si la période est suffisante, la balance des paiements présente, approximativement, des offres et demandes ultimes qui résultent pour le pays du comportement des agents économiques. Ces offres et demandes représentent les sources et les affectations ultimes du produit des relations du pays avec l'étranger.

Dans l'analyse des balances de paiements, on utilise traditionnellement différents concepts de balances comptables, qui ont chacun une signification propre bien précise. La balance des transactions courantes indique les variations nettes des créances du pays sur le reste du monde. D'autres types de balance tiennent compte de certains échanges internationaux de créances. La "balance de base", en ajoutant aux opérations courantes les mouvements de capitaux à long terme, indique les variations nettes du montant des créances à court terme du pays sur le reste du monde. On peut définir également une "balance des liquidités" qui ajouterait à la balance de base les mouvements internationaux d'engagements à court terme des agents non monétaires (1). Elle isole donc les opérations portant sur les engagements à court terme des organismes monétaires. Un surplus de la balance des liquidités d'un pays représente donc un accroissement

(1) Définition basée sur le débiteur de l'engagement traité.

net des créances monétaires du pays. Un déficit représente un accroissement net des engagements monétaires du pays ; dans ce cas, particulièrement lorsque le pays a la faculté pratique de remettre en paiement sa propre monnaie, cet accroissement net peut prendre la forme d'un accroissement de l'offre de la monnaie nationale à l'étranger. Dans cette hypothèse, un déficit de la balance des paiements représente automatiquement un accroissement de l'offre de la monnaie nationale à l'étranger. Dans les autres cas, le règlement se fait par une redistribution des liquidités internationales, notamment sous forme de mouvements des réserves des banques centrales.

Section 3 : CHOIX DU REGIME DE CHANGE.

En principe, lorsque les paiements internationaux sont équilibrés, le choix du régime de change n'a pas d'importance. En cas de déséquilibre au contraire, le choix du régime est important : on peut en effet concevoir deux types de régimes de change purs, ayant des conséquences différentes en cas de déséquilibre.

Le régime de taux de change flexibles ne permet pas de déficit, à proprement parler : l'équilibre est maintenu en permanence sur le marché des changes par une variation du taux de change établissant l'égalité entre les contreparties échangées. Ce système ne nécessite pas de grandes variations du taux de change si les utilisateurs étrangers de la monnaie abondante sont très sensibles à l'augmentation

de pouvoir d'achat que représente pour eux le fléchissement du prix de cette monnaie, c'est-à-dire si leur élasticité de demande pour les produits du pays est très forte et si leurs réactions sont rapides dans le temps. Dans le cas contraire, ce système peut engendrer des variations de grandes amplitudes dans les taux de change. Ce système, où les marchés des changes ne sont pas stabilisés par les réserves officielles, rend d'autant plus nécessaires les réserves en devises des agents des transactions internationales qui désirent poursuivre leurs activités de façon quelque peu autonome par rapport aux fluctuations des taux de change.

Le régime de taux de change fixes veut garantir la fixité des taux de change en égalisant offre et demande sur le marché des changes par l'utilisation de réserves. Les déséquilibres du marché des changes sont censés provenir de simples décalages entre les paiements et les recettes des transactions avec l'étranger. Ce manque de synchronisation, qui peut engendrer des déséquilibres temporaires, ne semble pas justifier des adaptations continues du taux de change. Dans ce cas, les réserves sont utilisées pour "faire le pont" ; ces réserves sont constituées par des monnaies étrangères et d'autres créances sur les autorités monétaires étrangères, comme l'or monétaire et certaines créances sur le Fonds Monétaire International. En cas de déséquilibre dit "fondamental", dû généralement à une distorsion dans l'évolution des prix dans le pays et à l'étranger, la règle est de recourir à une dévaluation ou à une réévaluation par laquelle on fixe le taux à un nouveau niveau. Quoiqu'il en soit, ce système — qui est le nôtre actuellement — rend indispensable l'existence de

réserves permettant de mettre inconditionnellement sur le marché des moyens de paiements étrangers pour satisfaire la demande qui se manifeste au taux de change fixé. En cas de nécessité, pour financer ses transactions courantes, un pays peut avoir recours à l'aide conditionnelle du Fonds Monétaire International, qui prélèverait la somme nécessaire sur le quota d'un des membres; celui-ci acquiert ainsi, sous la forme de "super-tranche-or", une créance sur F.M.I. à intégrer aux réserves.

L'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change a établi un régime mixte, qui partage la charge de pallier les éventuelles fluctuations des changes entre les autorités monétaires et le public. Un double marché des changes est instauré (1). L'un, le marché officiel, garantit la fixité du taux de change entre la monnaie belge et les monnaies étrangères utilisées comme intermédiaires dans les transactions courantes. L'autre, le marché libre, recueille obligatoirement les opérations qui portent sur la monnaie en tant qu'actif, sur la monnaie à détenir. Ainsi, la demande spéculative se reporte obligatoirement sur le marché libre, où elle est éventuellement tempérée par les variations du taux de change. Si la spéculation résulte d'une crise passagère, les variations du taux de change cessent, après l'avoir freinée puis résorbée. Si au contraire la spéculation manifeste un déséquilibre réel entre l'offre et la demande de monnaie, c'est-à-dire une sur-évaluation ou une sous-évaluation fondamentale de la monnaie nationale, le taux de change sur le marché libre anticipe, de façon durable, le taux de change d'équilibre. Il faut dès lors corriger le taux de change officiel.

(1) "Règlementation des marchés du change", I.B.L.C.

Le système du double marché des changes, tel qu'il fonctionne en Belgique et au Luxembourg, remplit donc une double mission. Premièrement, grâce au marché libre, il absorbe sans perturbations majeures les crises passagères et, le cas échéant, manifeste le caractère durable et l'ampleur d'un déséquilibre plus fondamental. Deuxièmement, grâce aux variations du taux de change sur le marché libre, il permet à la spéculation de se réaliser sans pour autant se développer au point d'engendrer un processus cumulatif susceptible d'acculer les autorités à une adaptation immédiate du taux de change dans la panique.

CHAPITRE 3 : NIVEAU ET COMPOSITION DES LIQUIDITES
INTERNATIONALES.

Plan :

section 1 : niveau des réserves des banques centrales.

section 2 : encaisses en monnaies étrangères des agents
économiques privés.

1. Motif de transactions.

2. Motif de spéculation.

+++ +++

+++

Le chapitre qui précède expose le rôle techniquement nécessaire des réserves internationales pour la conclusion de transactions internationales au-delà des fluctuations éventuelles des offres et demandes sur le marché des changes, et le lien qui existe entre la liquidité internationale et la balance des paiements. Il faut maintenant analyser le comportement des agents économiques en ce qui concerne la liquidité internationale. Pourquoi détient-on tel montant d'encaisses en monnaies étrangères ? Quels sont les critères qui déterminent ce choix ? Ce troisième chapitre s'efforce d'apporter des éléments de réponse à ces questions.

Il faut distinguer le comportement des banques centrales et celui des banques commerciales et autres agents économiques privés. Les premières sont principalement motivées par leurs objectifs de politique économique et, plus précisément, par leur obligation de maintenir l'équilibre du marché des changes. Le comportement des banques commerciales et autres agents économiques privés s'expliquera par des considérations de rendement.

Section 1 : NIVEAU DES RESERVES DES BANQUES CENTRALES.

Le problème de la politique des banques centrales en matière de réserves est un problème important et délicat. Important, parce que c'est de l'éventuelle incompatibilité des objectifs des différentes banques centrales en cette matière, étant donné le stock des liquidités

internationales existantes, que dépend l'opportunité de la création de liquidités nouvelles par l'activation des droits de tirage spéciaux sur le Fonds Monétaire International (1). Délicat, parce que le problème des liquidités internationales dépend du comportement de fait des banques centrales qui, dans certains cas, n'ont pas une conscience clairement exprimée de leurs objectifs. Dans ce contexte, il semble que le comportement effectif des banques centrales ne découle pas d'un raisonnement a priori, mais plutôt de l'habitude et de la tendance à établir en règle ce qu'elles font. Ce comportement effectif varie donc d'une banque centrale à l'autre et ne peut faire l'objet d'une étude générale ; d'où la difficulté de trouver des critères objectifs qui permettraient de définir le taux adéquat d'expansion des liquidités internationales pour l'avenir (2). On peut toutefois

(1) International Monetary Fund : Proposed Amendment of Articles of Agreement, New Facility Based on Special Drawing Rights, Changes in Fund Rules and Practices, a Report by the Executive Directors to the Board of Governors. — "La création d'instrument de réserves nouveaux dans le cadre du Fonds Monétaire International", Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B., juillet-août 1968. Voir aussi le Rapport Annuel 1968 du F.M.I., pp 12-16.

(2) Comparer les avis de R. Triffin et de W.M. Brown sur ce sujet : "The main achievement of the current debate on international monetary reform has been the unanimous recognition by all participants of the failure of the present gold exchange standard to provide a satisfactory adjustment of reserve growth to reserve needs in an expanding world economy". R. Triffin, "Our International Monetary System : Yesterday, Today and Tomorrow", Random House, New York, 1968, p 88.

"On the basis of the analysis and of the statistical evidence, this paper did not find that the hypothesis of a progressively deteriorating adequacy of liquidity for the major advanced countries had been firmly substantiated". W.M. Brown, "The International Liquidity of an Advanced Economy", série des Studies in International Finance de l'Université de Princeton, n° 14 (octobre 1964), p 41.

Voir aussi les rapports annuels du F.M.I., années 1963 (pp 49-52), 1964 (pp 29-31) et 1966 (pp 10-17).

rechercher les critères à prendre en considération pour déterminer rationnellement le niveau des réserves que les autorités monétaires estimeraient souhaitables.

Le premier critère qu'un comportement de réserves rationnel prendrait en considération doit être l'importance des transactions internationales — commerciales et financières — et la part du pays dans ces échanges. Ce critère est-il justifié ? Les réserves ne seraient-elles pas destinées à financer uniquement le déficit de la balance des paiements ? Or les déficits ne croissent pas nécessairement au même rythme que le niveau des transactions internationales, et ne justifieraient pas une adaptation du niveau des réserves à celui-ci (1).

Que faut-il penser de cette objection ? En fait, il est justifié de prétendre que le niveau des réserves devrait être établi en fonction des transactions internationales plutôt qu'en fonction du seul déficit de la balance des paiements. En effet, les réserves servent à financer, pendant un certain temps, des déficits au jour le jour, et non des déficits globaux d'une période plus longue, par exemple d'une année. Même si le déficit annuel d'un pays est réduit, le risque de survenance d'un déficit au cours d'une journée et la valeur absolue de ces déficits et surplus quotidiens sont proportionnels à l'importance des paiements internationaux de ce pays. De plus, sur une période plus longue, en

(1) W.M. Brown, "The International Liquidity of an Advanced Economy", Princeton University, 1964.

cas de retournement de situation, même un léger déficit par rapport à l'ensemble des opérations peut impliquer un besoin de financement important en valeur absolue si les paiements internationaux du pays représentent des sommes considérables. Il est donc normal que ce soit ce facteur qui détermine le niveau des réserves que les autorités jugeront opportun d'accumuler.

Un deuxième facteur qui doit intervenir pour déterminer rationnellement le niveau souhaitable des réserves officielles d'un pays, dans un régime de convertibilité étendue, est son stock monétaire et sa liquidité interne (1). En effet, même indépendamment de l'influence de ces grandeurs sur les prix intérieurs et le commerce du pays, si les réserves sont minimales par rapport à la liquidité intérieure, elles risquent d'être rapidement absorbées par la conversion d'une fraction de la liquidité intérieure. Cette conversion peut être provoquée par la rémunération offerte aux capitaux se plaçant à l'étranger ou par une vague de spéculation; la spéculation peut résulter soit d'un déséquilibre fondamental, auquel cas elle accélère le processus d'ajustement, soit de la conviction qu'en dehors même de tout déséquilibre profond, l'ampleur de la spéculation et la faiblesse des réserves doivent conduire à la réalisation des prévisions des spéculateurs.

Parmi les autres facteurs qu'il convient de prendre aussi en considération, il faut noter le degré de confiance dans la stabilité des taux de change, les possibilités offertes par le crédit international, le niveau des réserves des autres banques et spécialement le

(1) A. Lamfalussy, "Pour une augmentation de la liquidité internationale", Recherches Économiques de Louvain, décembre 1968, pp 547-579.

volume des engagements du système monétaire national détenus à l'étranger comme liquidités internationales.

On peut se demander à ce propos si le volume des liquidités internationales constituées par des monnaies nationales détenues en réserves — rendues nécessaires par ailleurs, nous l'avons vu — n'implique pas, dans un régime d'interconvertibilité, une menace potentielle pour les taux de change : en effet, en cas de difficultés, ces masses de liquidités peuvent brusquement provoquer l'instabilité du marché des changes par des mouvements spéculatifs de grande ampleur. On pourrait remédier à ce danger en rendant les réserves inutiles, et donc inutilement coûteuses lorsqu'elles n'ont aucun rendement financier, par un système adéquat de crédit international. Pour faire disparaître les réserves officielles, ce crédit devrait avoir deux caractéristiques qu'il ne présente pas encore actuellement :

- i/ il devrait être inconditionnel, dans une mesure suffisante pour remplacer les réserves existantes ;
- ii/ il devrait pouvoir être utilisé pour le règlement d'un déficit financier comme d'un déficit des transactions courantes. Les "Accords Généraux d'Emprunt" permettent déjà de financer les déficits financiers des pays du Groupe des Dix, et complètent donc le crédit normal que le F.M.I. consent pour financer des déficits courants.

Pareil système de crédit reviendrait en quelque sorte à instituer une monnaie unique ayant des formes multiples. Le crédit automatique pour équilibrer le marché des changes aurait en fait dans ce cas pour fonction de maintenir les masses monétaires nationales dans un rapport compatible avec les taux de change, ce qui est en fin de compte déjà

le rôle des réserves de change. Sans doute ce système nécessiterait-il une coopération internationale très développée, et notamment une coordination des politiques nationales de crédit. Toutefois, il n'est peut-être pas tellement différent du système d'aujourd'hui. L'or monétaire lui-même, qui est actuellement encore une composante importante du stock total des liquidités internationales, est utilisé comme réserve par les autorités monétaires parcequ'il est convertible en moyens de paiement, en dollars, au taux de 35 dollars l'once (1). L'or monétaire est donc en fait une créance sur les Etats-Unis, c'est-à-dire une forme de crédit, qui doit son caractère inconditionnel à une convention tacite régissant l'usage dans les relations entre banques centrales et, surtout, à la bonne volonté des autorités américaines, puisque d'une part le prix officiel de l'or dépend de leurs décisions, et que d'autre part une grande partie de cet or est physiquement entreposée aux Etats-Unis.

Les paragraphes qui précèdent concernent le comportement des autorités monétaires. La section suivante étudie le comportement des agents économiques privés.

(1) La même idée est présentée par Tew à propos de l'or et de la livre sterling à l'époque de l'étalon-or. Voir Tew, "Sterling as an International Currency", *Economic Record*, juin 1948.

Section 2 : ENCAISSES EN MONNAIES ETRANGERES DES AGENTS

ECONOMIQUES PRIVES.

En ce qui concerne les encaisses en monnaies étrangères détenues par les agents économiques privés, leur détention s'explique par le motif de transactions d'une part, par un motif de spéculation d'autre part.

1. Motif de transactions (1).

Les agents économiques privés désirent détenir des moyens de paiements en quantité suffisante pour ne pas tomber en défaut de paiement. Ces encaisses sont stériles; elles sont détenues à cause de leur liquidité. Il existe d'autres formes de réserve de valeur, plus rémunératrices, mais leur utilisation en cas de besoin entraîne un coût de transformation. Le niveau désiré de ces encaisses résulte donc d'un arbitrage entre l'absence de rémunération et les avantages de la liquidité, qui consistent dans ce contexte en l'économie d'un coût de transformation d'un actif quelconque en un moyen de paiement accepté par les créanciers.

(1) Des idées semblables sont exprimées par Swoboda et McKinnon dans deux récents essais. Ces textes manifestent l'influence des développements de la théorie monétaire sur l'analyse des paiements internationaux. Swoboda, dans son texte et en annexe, se réfère explicitement à la présentation de Baumol, posant le problème en termes de gestion de stocks. Dans cette section du mémoire, l'analyse a plutôt été poursuivie dans l'optique de la gestion de portefeuille; elle se rapproche donc de celle de Tobin à propos de la préférence pour la liquidité ou de celle, plus empirique de Grubel à propos de la diversification internationale d'un portefeuille d'actifs financiers.

Le risque de devoir opérer cette transformation augmente avec le niveau des transactions. Il est donc vraisemblable, toutes choses égales d'ailleurs, que le volume de ces encaisses détenues dans un but de transactions et de précaution sera fonction du niveau habituel des transactions réglées par l'agent.

Il est donc logique que les agents des relations économiques internationales conservent des encaisses libellées dans la monnaie généralement acceptée par leurs correspondants. Ce motif de transactions-précaution contribue donc à expliquer l'existence des dépôts en monnaie nationale détenus par des non résidents (particuliers, entreprises commerciales ou banques), les dépôts en devises, et même les réserves des banques centrales : en effet, l'organisation du marché des changes avec recours possible à la banque centrale a précisément pour but de réduire le volume des encaisses de transactions-précaution que chaque agent intéressé devrait détenir, en centralisant les risques et en les répartissant sur un plus grand nombre d'opérations (1).

(1) P. Salin, "Le rôle des actifs financiers dans le système monétaire international", *Revue Economique*, novembre 1968, p 1022.

(suite de la note de la page précédente) :

- A.K. Swoboda, "The Euro-Dollar Market : an Interpretation", série *Essays in International Finance*, Princeton University, n° 64 (février 1968);
- R.I. McKinnon, "Private and Official International Money : the Case for Dollar", série *Essays in International Finance*, Princeton University, n° 74 (avril 1969);
- W.J. Baumol, "The transactions Demand for Cash : an Inventory Theoretic Approach", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 66 (1952), pp 545-556;
- J. Tobin, "Liquidity Preference as Behavior towards Risk", *Review of Economic Studies*, vol. 26 (1958), pp 65-86.
- H.G. Grubel, "Internationally Diversified Portfolios : Welfare Gains and Capital", *American Economic Review*, décembre 1968, pp 1299-1314.

L'ensemble de ces encaisses détenues pour les besoins des transactions internationales est une composante du stock des liquidités internationales. La composition de ce stock résulte du comportement des différents agents; les statistiques montrent que le dollar des Etats-Unis et la livre sterling du Royaume-Uni représentent — avec l'or — la plus grande partie des liquidités internationales. Ce phénomène s'explique par la part importante de ces pays dans les échanges internationaux. Il est renforcé par la manière dont leurs monnaies remplissent les fonctions pour lesquelles elles sont détenues : permettre les paiements internationaux en minimant le risque d'encourir des frais de transformation entre actifs.

L'importance de l'aire de circulation d'une monnaie diminue évidemment ce risque et, en même temps, favorise la stabilité de la valeur de cette monnaie : étant donné que le pouvoir d'achat représenté par les encaisses porte sur un ensemble de biens et services très divers, il couvre une grande gamme de besoins. De plus, les chances de fluctuation de la valeur, en termes réels, des encaisses détenues en cette monnaie sont réduites du fait que sa demande est composée d'une quantité innombrable de demandes particulières : les risques provenant de la fluctuation de la demande sont donc moindres que ce ne serait le cas pour d'autres monnaies; ce facteur de stabilité de la demande ne préjuge pas des risques tenant aux éventuelles fluctuations de l'offre, qui est aux mains des autorités monétaires.

L'importance de l'aire de circulation peut être renforcée par le développement de réseaux bancaires et financiers qui, conscients de cette caractéristique dans le chef d'une monnaie déterminée, étendent

en fait son aire de circulation bien au delà des frontières nationales, ce qui accroît encore sa liquidité tout en facilitant les échanges internationaux. Cet aspect cumulatif du phénomène explique qu'une seule monnaie à la fois puisse se développer et atteindre le statut de monnaie internationale. En fait, cette évolution fait passer le secteur des échanges internationaux d'un stade que l'on pourrait qualifier d'"économie de troc" à celui d'économie monétaire : ce passage représente un appréciable progrès économique, c'est-à-dire une amélioration dans l'organisation du marché permettant aux agents une plus grande rationalité et une plus grande efficacité dans leurs actions.

Ce développement ne peut pleinement se réaliser que dans un cadre institutionnel favorable, garantissant notamment la convertibilité des monnaies entre elles, c'est-à-dire réduisant au minimum le coût de transformation. Certes, en facilitant les relations internationales, ce régime tend certainement à en accélérer la progression. Toutefois, pour un volume donné des échanges internationaux, la libre convertibilité, en réduisant au minimum le coût de transformation, pour un niveau fixé de risque accepté, diminue le volume total des liquidités internationales comprises dans les encaisses de transactions-précaution : en effet, pour un niveau donné de risque accepté, il y aura une diminution de la diversification du portefeuille des actifs détenus par les agents économiques au titre d'encaisses de transactions. Ces actifs se répartiront vraisemblablement entre les encaisses en monnaie nationale nécessaires aux agents pour mener leurs transactions dans leur pays d'une part, en la monnaie la plus utilisée dans les transactions internationales d'autre part.

Ainsi, l'instauration de la convertibilité entraîne deux conséquences importantes quant au montant et à la structure des encaisses de transactions-précaution :

- i/ tout en stimulant les échanges internationaux, elle diminue le montant total des liquidités internationales nécessaires pour un montant donné de ces échanges;
- ii/ elle augmente la part de la monnaie dominante dans les liquidités détenues dans un but de transactions-précaution (1).

Une remarque s'impose en conclusion. Les réflexions qui précèdent fournissent non seulement des éléments de réponse à la question de savoir ce qui détermine le niveau des réserves demandées par un pays; elles permettent aussi de déterminer le volume des engagements monétaires d'un pays que le reste du monde désire détenir, c'est-à-dire la structure désirée des liquidités internationales.

(1) Cet effet contribue probablement à expliquer la tentative de rétablissement de la convertibilité de la livre en juillet 1947. Cette mesure était destinée à lutter contre les conséquences de la disparition des conditions qui avaient promu la livre au rang de monnaie internationale : en effet, les destructions de la guerre et la désintégration de l'Empire menaçaient fortement l'aire de circulation de cette monnaie, et ont entraîné un tel changement dans son rôle que, depuis, les encaisses ("balances") en sterling ont lourdement pesé sur la stabilité de la monnaie anglaise.

2 . Motif de spéculation.

La détention des encaisses jusqu'ici traitées résulte des avantages procurés normalement par les trois qualités de la monnaie (moyen de paiement, réserve de valeur et unité de compte) pour le fonctionnement des activités économiques de par le monde. Cependant, dans certaines circonstances, on peut assister en un temps très court à une transformation complète de ces encaisses, voire à la constitution d'encaisses nouvelles, sans pouvoir expliquer cette transformation par le même raisonnement.

Ces mouvements résultent de la spéculation, c'est-à-dire d'une activité entreprise par les agents dans l'espoir d'un gain qui ne correspond à aucune valeur ajoutée de leur part. Parmi les actions économiques des agents, la spéculation occupe une place particulière. Deux facteurs l'expliquent, qui sont importants et souvent négligés :

i/ il n'y a pas de "connaissance parfaite" de tous les éléments du marché. Au contraire, l'incertitude occupe une grande place dans la gestion des ressources dont on dispose.

ii/ toutes les activités économiques se déroulent dans le temps. Les ajustements éventuels s'y réalisent, plus ou moins rapidement. Les conditions qui entrent dans la détermination de l'équilibre — donc l'équilibre lui-même — se modifient aussi.

La spéculation découle de l'idée que les agents se font de la situation actuelle par rapport à la position d'équilibre et donc de

la manière dont elle évoluera. Concrètement, elle résulte de leurs prévisions sur les prix futurs (1). S'ils estiment que le prix de tel bien est inférieur à ce qu'il devrait être en fonction des plans de tous les agents, ils achèteront ce bien pour le revendre ultérieurement : cette demande supplémentaire tendra à augmenter dès à présent le prix du bien en question, en actualisant leurs prévisions.

La spéculation peut donc avoir un rôle économique positif, en accélérant le processus d'ajustement vers l'équilibre. Dans pareil cas, le jugement social que l'on porterait sur la spéculation dépendra de la relation que l'on établit entre équilibre et "optimum" social : si l'on admet qu'il y a coïncidence, la "valeur ajoutée", absente de l'acte purement spéculatif, n'est plus la seule justification de la rémunération des actions économiques.

Les pratiques spéculatives naissent de l'espoir de percevoir un gain facile sous forme de plus-value de capital; le frein qui en limite l'extension est le risque d'encourir une perte, voire d'épuiser ses ressources. Dans le domaine des paiements internationaux, l'existence de mouvements spéculatifs révèle la rationalité des agents économiques et leur connaissance pratique des mécanismes et des contraintes du système institutionnel qui régit actuellement les paiements internationaux.

Les matières monétaires et financières offrent un champ particulièrement propice à la spéculation, car les actifs financiers ne

(1) J. Vanek, "International Trade : Theory and Economic Policy", 1962, p 158; P. Salin, "L'équilibre monétaire en économie ouverte", thèse de doctorat, Paris, 1965, p 245.

se " consomment " pas, ne se détruisent pas par l'usage : cette propriété de conservation les rend particulièrement sensibles aux écarts entre leurs prix actuels et ceux que les agents prévoient.

Par ailleurs, le système monétaire international présente des caractéristiques propres à déclencher des mouvements spéculatifs à l'échelle mondiale :

C'est une question de fait, la monnaie ne se présente pas sous une forme unique de par le monde. Les fonctions de la monnaie sont remplies de façons parfois différentes par des engagements monétaires de diverses autorités :

- i/ la fonction de moyen de paiement dépend de la disposition des créanciers à accepter telle ou telle monnaie;
- ii/ la fonction de réserve de valeur dépend de la manière dont telle monnaie conserve un pouvoir d'achat stable;
- iii/ quant à la fonction d'unité de compte, la multiplicité même des espèces de monnaies semblait imposer qu'il n'y ait aucune monnaie-unité de compte, que cette fonction soit remplie par l'or.

Or, les autorités responsables ont créé un cadre institutionnel dans lequel les monnaies nationales ont un rapport de change fixe entre elles, et avec l'or; et les principales monnaies sont convertibles l'une en l'autre. Dans ce cas, chacune pourrait servir d'unité de compte.

Ainsi, d'une part, les diverses monnaies nationales rendent de façon différente les services pour lesquels on les désire; ce sont donc des biens économiques différents, entrant comme tels dans le système de relations déterminant l'équilibre. D'autre part, les prix relatifs

de ces biens sont fixés; néanmoins, dans certaines circonstances, il est permis d'ajuster le taux de change par une opération de dévaluation ou de réévaluation, pour le fixer à un nouveau niveau (1).

Pour maintenir cette fixité du taux de change, il fallait instaurer un mécanisme permettant d'équilibrer les offres et les demandes des diverses monnaies sans utiliser une variation des prix relatifs des monnaies entre elles : la solution jusqu'à présent pratiquée consiste à satisfaire toutes les demandes d'échange des monnaies entre elles, à charge pour chaque autorité de "soutenir sa monnaie", c'est-à-dire d'échanger contre une monnaie étrangère toutes les quantités de monnaie nationale dont les agents veulent se défaire. Si les agents perçoivent que la situation économique présente un déséquilibre nécessitant un ajustement du taux de change de telle monnaie, ils vont entreprendre des transactions exceptionnelles d'achat ou de vente de cette monnaie, afin de profiter de la variation du cours : ce faisant, ils accélèrent l'évolution vers l'équilibre.

Dans le système monétaire international tel qu'il se présente actuellement, la demande — ou l'offre — spéculative des agents pour une monnaie déterminée sera directement fonction du niveau des réserves en or et devises dont dispose l'autorité émettrice de cette monnaie, et de ses variations. En effet, les variations du niveau des réserves de telle banque centrale révèlent les déséquilibres entre

(1) Le changement du taux de change doit se faire instantanément, sans période intermédiaire de tâtonnements ; une exception : la dévaluation mexicaine du 17 juin 1949 a été précédée d'une période pendant laquelle le taux de change pouvait varier librement (21 juillet 1948 du 16 juin 1949).

l'offre et la demande de sa monnaie. De plus, le niveau des réserves indique la puissance dont dispose cette banque pour résister à un changement inattendu de l'état du marché. Cette relation exprimant le comportement des agents explique l'ampleur que peuvent rapidement atteindre les offres et demandes spéculatives dans le domaine monétaire international : en effet, à une demande spéculative de telle devise induite par un accroissement des réserves correspond automatiquement un nouvel accroissement du stock des réserves.

Malgré la rigidité du taux de change au comptant, l'idée que les agents économiques se font de la sous-évaluation ou sur-évaluation d'une monnaie par rapport à telle autre se manifeste notamment par le report ou par le déport, c'est-à-dire par la différence, positive ou négative, entre le prix de la monnaie considérée au comptant et sur le marché à terme.

Un report signifie, par exemple, qu'un commerçant devant régler dans trois mois une facture en monnaie étrangère accepte de payer un peu plus cher cette devise pour être sûr de disposer en temps voulu de la somme nécessaire sans devoir l'acheter plus tard à un cours éventuellement plus élevé. De même, un déport signifie que le commerçant qui sera payé dans trois mois en monnaie étrangère accepte de perdre l'équivalent pour être certain de la recette qu'il touchera. Dans les deux cas, il s'agit pour les agents des transactions internationales de faire échec à l'incertitude des taux futurs sur le marché et de s'assurer une dépense ou une recette certaine. Les agents peuvent aussi opérer sur le marché à terme dans un but spéculatif.

L'ampleur du report-déport dépend donc du risque d'un changement de cours et de l'importance du changement prévu, et l'indiqué (1).

En conclusion de ce qui précède, il résulte que la monnaie d'un pays peut être demandée comme actif à détenir par des agents étrangers. Il s'agit pour eux de décisions concernant leurs stocks de richesses. Ces décisions n'interviennent dans la composition de la balance des paiements que pour autant que les agents modifient leurs plans de stock en fonction de l'évolution de la situation économique.

(1) Pour de plus amples développements sur les changes à termes, voir notamment :

- B. Hansen, "Interest Policy, Foreign Exchange Policy and Forward Exchange Control", Skandinaviska Banken Quarterly Review, 1959, vol. 40, pp 15-27;
- J.M. Keynes, "La réforme monétaire", Ed. du Sagittaire, Paris, 1924 (6ième éd.), pp 137-163;
- P. Einzing, "A Dynamic Theory of Forward Exchange", Macmillan, Londres, 1968.
- P. Dockes, "La théorie des changes à terme et la rationalité de l'intervention", Cahiers de l'I.S.E.A., mai 1968, tome 2, n°5, pp 962-1014.

CHAPITRE 4 : LA SIGNIFICATION DE L'AJUSTEMENT DU TAUX DE CHANGE.

Les développements qui précèdent distinguent dans le comportement des agents économiques envers les monnaies étrangères un mobile de spéculation et un mobile de transactions et de précaution. La spéculation indique en fait le sentiment de déséquilibre du marché et les prévisions des agents économiques. Le mobile de transactions-précaution détermine le volume normal des engagements monétaires d'un pays que le reste du monde désire détenir et la structure désirée des liquidités internationales. Cette analyse nous conduit à concevoir une notion d'encaisses désirées en devises. Cette notion éclaire le problème de l'équilibre de la balance des paiements d'un jour nouveau : ce qui compte fondamentalement, ce n'est pas en soi le déficit ou le surplus, comptable et arbitraire, d'une balance des paiements, mais la conformité de la situation aux plans et désirs des agents, c'est-à-dire, en ce qui concerne les monnaies, l'égalité entre la demande d'encaisses en devises et l'offre. Il s'agit d'une égalité de stocks, puisque la monnaie est un bien durable. Le "problème de la balance des paiements" ne concerne qu'un aspect de la question, l'offre. Toute la question est de savoir si le déficit, c'est-à-dire l'accroissement de l'offre, correspond ou non à un accroissement de la demande.

Cette conception de l'équilibre permet d'examiner les mesures susceptibles de remédier à un déséquilibre et de comprendre le sens de la dévaluation ou, par analogie, de la réévaluation.

La dévaluation, dans cette conception, ne servirait plus à corriger un déséquilibre du marché des changes qui ne serait qu'un déséquilibre dû à l'écart entre les offres et les demandes de monnaie comme intermédiaire pour une autre opération, ou au décalage des mouvements conjoncturels entre pays. Elle servirait à corriger un déséquilibre consistant en un excès entretenu du stock de la monnaie nationale à l'étranger sur la volume des encaisses désirées par l'étranger, que cet écart provienne d'un accident économique, politique ou social, ou d'une évolution de la liquidité intérieure incompatible avec l'évolution des stocks monétaires dans le reste du monde.

Ce déséquilibre consiste en un excès de l'offre de la monnaie nationale à l'étranger; à ce point de vue, la dévaluation a un effet immédiat : elle diminue la valeur réelle des encaisses en monnaie nationale détenues à l'étranger, et par là réduit l'offre excédentaire de ces encaisses. En plus de cette incidence financière, la dévaluation provoque la hausse du pouvoir d'achat des monnaies étrangères, comme le soulignent les approches traditionnelles.

Il est nécessaire d'examiner rapidement, en fonction de la nature du déséquilibre auquel la dévaluation veut porter remède, les politiques alternatives ou complémentaires qui peuvent être mises en œuvre. Le déséquilibre, qui consiste en un excès de l'offre de la monnaie nationale à l'étranger, implique simultanément un excès de demande étrangère

dans un autre domaine (biens et services, actifs financiers...). Pour réduire ce déséquilibre, la politique poursuivie aura un double champ d'action : l'étranger et la pays.

A l'étranger, il faut créer une demande pour des articles offerts par le pays, qui puisse compenser l'offre excédentaire de monnaie nationale.

Dans le pays en déséquilibre sur le marché des changes,

i/ il faut créer une offre qui corresponde à la demande étrangère ;
 ii/ la création de cette offre implique la création d'une demande. Il faut que ce soit une demande de monnaie nationale, à moins que l'on ne mène une politique de destruction de monnaie; dans ce dernier cas, la demande créée pourra être une demande d'actifs financiers émis ou antérieurement détenus par le système monétaire. Nous allons examiner successivement ces différents points, et tout d'abord le dernier.

1. Création d'une demande de monnaie nationale.

On peut distinguer deux types d'encaisses : les unes sont détenues comme réserve de valeur, comme actifs financiers proprement dits (encaisses inactives); les autres sont les encaisses de transactions, qui sont techniquement nécessaires pour effectuer des paiements.

Pour augmenter la demande intérieure d'encaisses inactives, la politique qui s'impose est de diminuer le taux d'intérêt, de sorte que les agents économiques substituent de la monnaie à une fraction des titres qu'ils détiennent comme réserve de valeur.

Les besoins d'encaisses actives sont fonction du volume des transactions. Pour en augmenter la demande, il faut donc encourager la

production, par exemple en augmentant l'investissement par une baisse du taux d'intérêt.

Comme on l'a vu précédemment, on pourrait mettre en œuvre une politique de destruction de monnaie (open market), par une hausse du taux d'intérêt. Cette politique implique pour les autorités monétaires une charge financière inopportune, et risque indirectement de freiner l'expansion de la capacité de production, donc l'offre réelle de l'économie.

2. Création d'une offre nationale.

La création d'une offre nationale supplémentaire de biens et services implique une politique visant à mettre en place un appareil de production compétitif, à accroître la capacité de production ou à favoriser les investissements, par exemple par une baisse du taux de l'intérêt. Cette politique peut aller de pair avec une augmentation de l'offre consécutive à la baisse du taux d'intérêt et à la hausse des cours.

3. Création d'une demande étrangère pour un article national.

La meilleure manière d'augmenter la demande pour un produit ou un service est d'en réduire le prix. Pour augmenter la demande étrangère pour des produits nationaux, il faut donc appliquer une politique permettant ce résultat : réduction des droits à l'exportation, baisse du niveau général des prix et des salaires, dévaluation.

Au cas où les autorités monétaires le jugeraient bon, elles pourraient augmenter la demande étrangère pour les titres nationaux

en augmentant le taux de l'intérêt. Cependant, cette politique appelle deux réerves. D'abord, l'attrait de la hausse du taux d'intérêt sur les capitaux étrangers à court terme risque fort d'être réduit par la baisse du taux de change à terme qui ne manquera pas de se produire dans ce cas. Ensuite, cette hausse du taux de l'intérêt aura probablement un effet néfaste sur la croissance de l'économie nationale; en effet, dans l'hypothèse où nous nous sommes placés, il ne s'agit pas de financer un déséquilibre temporaire sur le marché des changes, mais bien de résorber un stock de monnaie offerte en excès : cet objectif impliquerait le maintien du taux d'intérêt à un haut niveau pendant un laps de temps relativement long. Cette décision risque de compromettre la croissance réelle de l'économie pour des motifs purement financiers. De plus, cette politique risque, à terme, de compliquer le problème des relations internationales du pays en créant un écart entre son potentiel d'une part, et ses besoins et les capacités de l'industrie étrangère d'autre part. Rechercher l'équilibre par cette politique pourrait en fait déclencher une évolution instable de l'économie nationale.

En conclusion de cet examen, il faut souligner que la correction d'un déséquilibre par une dévaluation est une opération importante qui doit tendre à modifier de façon durable soit les relations du pays avec l'étranger, soit la structure intérieure de l'économie. En cette matière, la politique suivie ne peut être subordonnée aux exigences de la conjoncture et aux préoccupations de court terme. Il importe donc d'entreprendre l'opération en profitant d'une conjoncture favorable ou en s'assurant d'une assistance internationale officielle, par exemple sous forme de

de crédits, permettant de surmonter les contradictions entre les objectifs de long terme et les contraintes immédiates, et d'offrir aux publics des garanties de solidité et de succès de l'entreprise.

CHAPITRE 5 : L'APPROCHE BANCAIRE.

Plan :

section 1 : schéma simplifié de détermination du taux de change
d'équilibre : l'"approche bancaire".

section 2 : exploitation de l'approche bancaire.

section 3 : facteurs déterminant la valeur du taux de change.

+++ +++
+++

Les quatre premiers chapitres de cette deuxième partie se sont efforcés de montrer l'importance du comportement d'actif des agents économiques en ce qui concerne le fonctionnement du système international des paiements. La demande d'encaisses en monnaies étrangères est une manifestation normale de ce comportement dans un régime de convertibilité des monnaies. L'existence d'une demande ultime pour la monnaie d'un pays à l'extérieur des frontières nationales donne à l'ajustement du taux de change une signification nouvelle, puisque dans ce cas il ne peut être considéré comme une opération destinée uniquement à rétablir l'équilibre des échanges commerciaux avec le reste du monde.

Les deux approches traditionnelles — élasticités et absorption — qui analysent les effets d'une dévaluation ou d'une réévaluation concernent exclusivement la balance commerciale. Le projet de ce chapitre est de compléter ces approches traditionnelles en présentant un schéma d'analyse et des critères de choix du taux de change qui tiennent compte des encaisses en monnaie nationale détenues comme actifs à l'étranger.

Pour un grand nombre de pays, le problème essentiel, en matière de paiements internationaux, est de maintenir l'équilibre des échanges commerciaux avec le reste du monde. Dans ce cas, l'analyse des élasticités et de l'absorption peut être satisfaisante pour déterminer le taux de change adéquat. Un schéma prenant en considération les éléments monétaires de la balance des paiements ne concerne utilement qu'un nombre limité de pays, ceux dont la monnaie est effectivement détenue à l'étranger. Ce schéma n'est toutefois pas sans intérêt, pour deux

raisons. D'une part, il s'applique aux pays dont la monnaie sert de base au système monétaire international. D'autre part, on peut espérer que le régime de convertibilité s'étendra à un nombre croissant de monnaies. La conjoncture actuelle n'est cependant pas encourageante à cet égard. De nouveaux progrès importants en matière d'interconvertibilité des monnaies ne pourront être réalisés qu'une fois révolue la période actuelle d'expectative qui concerne le fonctionnement du double marché de l'or et du système des droits de tirage spéciaux.

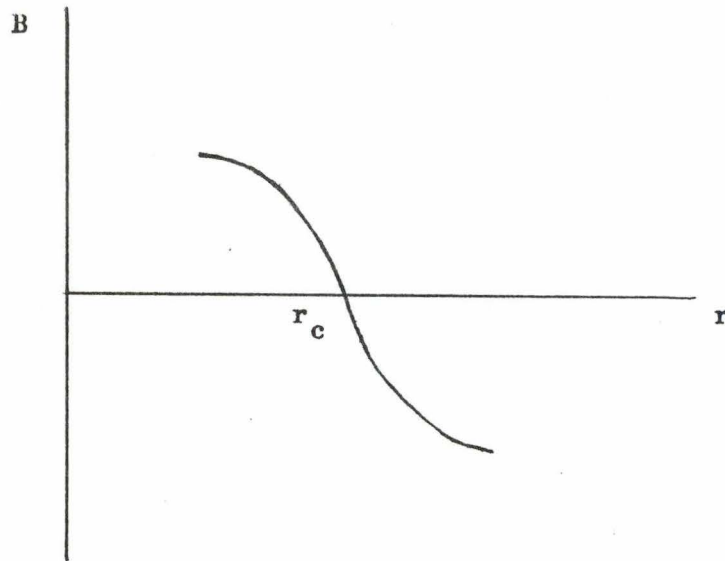
Section 1 : SCHEMA SIMPLIFIE DE DETERMINATION DU TAUX DE CHANGE

D'EQUILIBRE : "L'APPROCHE BANCAIRE".

Pour déterminer un nouveau taux de change, les auteurs d'une dévaluation ou d'une réévaluation doivent tenir compte de deux éléments. Le premier élément est l'effet de l'ajustement du taux de change sur la balance commerciale; cet effet a été analysé par les approches traditionnelles des élasticités et de l'absorption. On peut le représenter par une courbe exprimant la balance commerciale en devises en fonction du taux de change. Le graphique 32 représente cette courbe, dans l'hypothèse de réaction normale de la balance commerciale (1). L'axe

(1) La courbe du graphique 32 représente une réaction normale de la balance commerciale en devises : une dévaluation du taux de change engendre une augmentation de la balance commerciale. La portion plus élastique de la courbe représentant la balance commerciale traduit l'effet de concurrence; cette portion de courbe correspond aux valeurs du taux de change qui déterminent le seuil de création d'un avantage concurrentiel sur le marché international pour les principales productions du pays. Les autres portions de la courbe ...

horizontal représente le taux de change de la monnaie nationale exprimé en monnaie étrangère. L'ordonnée indique les valeurs correspondantes de la balance commerciale en devises, qui est en équilibre au taux r_c .



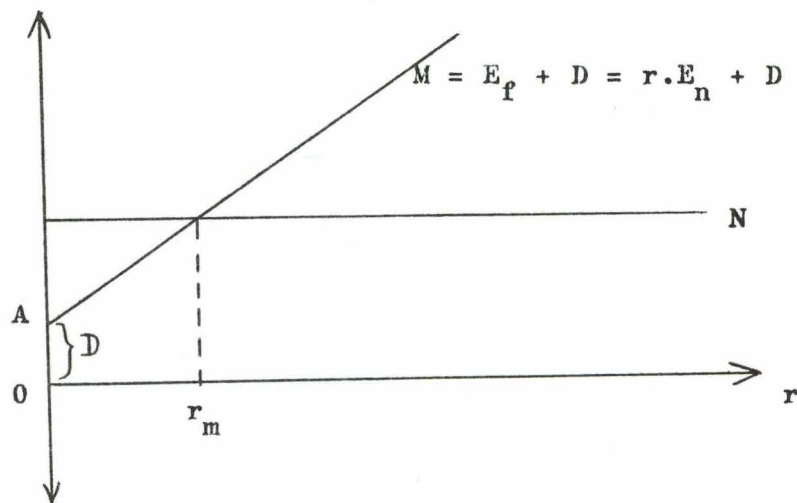
Gr. 32 : balance commerciale.

$$B = B(r).$$

... sont moins élastiques, car toute variation du taux de change en dehors de ces valeurs stratégiques ne fait que renforcer l'avantage ou le désavantage concurrentiel du pays. Cette portion particulière de la courbe représentant la balance commerciale est d'autant plus élastique que le pays exporte ses produits sur un marché plus proche du modèle de concurrence parfaite, et est d'autant plus étendue que la production du pays est plus diversifiée. En moyenne, les valeurs du taux de change correspondant à cette portion particulière sont vraisemblablement proches de la valeur d'équilibre de la balance commerciale.

A titre d'information, nous devons signaler l'existence d'autres présentations graphiques de la balance commerciale, plus ambiguës et partiellement divergentes entre elles par suite de leur volonté de tenir compte de réactions perverses. Elles sont dues à H. von Stackelberg et à E. Schneider. Voir H. von Stackelberg, "Die Theorie des Wechselkurses bei vollständiger Konkurrenz", Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bb 161, 1949, repris dans M. Byé, "Taux de change et option sur les structures", Economie Appliquée, 1953, n° 4, p 549 ; E. Schneider, "De l'influence de variations du taux de change sur la balance des paiements", Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B., décembre 1957.

Le deuxième élément à prendre en considération est le stock des engagements du système monétaire national accumulés par l'étranger. Il faut comparer ce stock au volume de ses engagements que le reste du monde désire effectivement détenir. On peut effectuer cette comparaison sur le graphique 33. La droite N représente la valeur des engagements du système monétaire national que l'étranger désire détenir. La droite M représente la valeur totale des dettes du système monétaire national effectivement accumulées à l'étranger. Cette grandeur peut se décomposer en deux éléments : le montant des engagements nets du système monétaire national en monnaies étrangères (D), qui est indépendant du taux de change, a pour mesure constante l'ordonnée à l'origine OA ; le solde représente la valeur en devises des engagements en monnaie nationale détenus à l'étranger (E_f). La pente de la courbe M est constante, puisque valeur en devises des engagements en monnaie nationale et taux de change varient dans la même proportion ; elle est proportionnelle au montant des engagements du système monétaire national en monnaie nationale qui sont détenus par l'étranger (E_n).



Gr. 33 : engagements extérieurs du
système monétaire national.

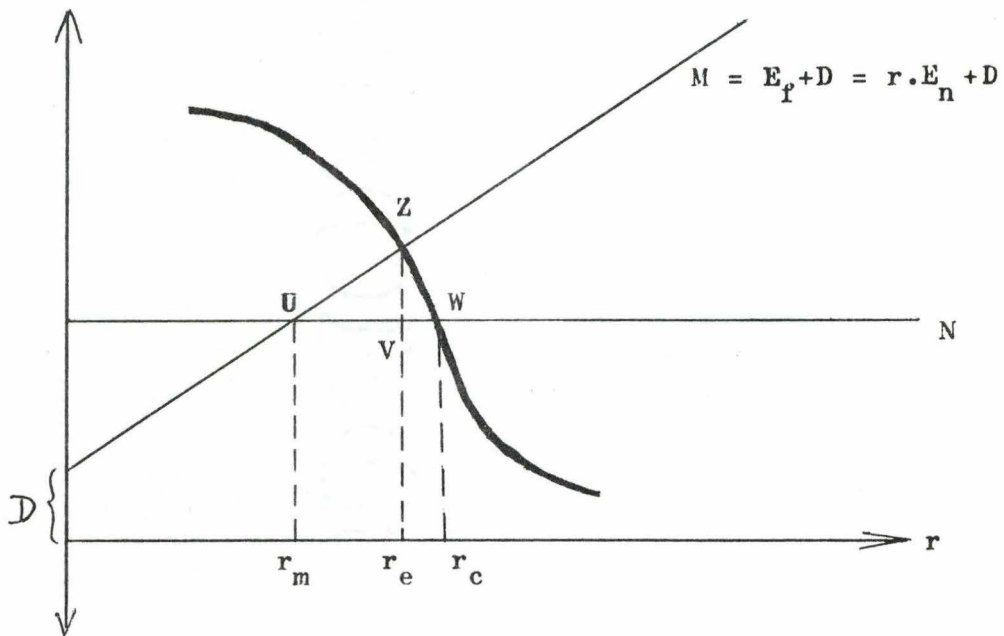
Comme on le voit, il n'est pas certain que la même valeur du taux de change assure à la fois un solde nul de la balance commerciale et l'égalité entre offre et demande des engagements extérieurs du système monétaire national. Cette divergence doit s'interpréter différemment selon qu'il s'agit d'une économie en expansion ou d'une économie stationnaire.

Si l'on se place dans l'hypothèse d'une économie en expansion, la divergence entre les deux valeurs du taux de change peut refléter le fait qu'un solde nul de la balance commerciale n'est pas nécessairement le critère de l'équilibre. En effet, les paiements extérieurs du pays seront en équilibre si le déficit de la balance commerciale du pays résulte du désir des étrangers d'augmenter leur stock d'engagements du système monétaire national. Dans ce cas, le taux de change d'équilibre serait celui qui est compatible à la fois avec l'équilibre entre valeur offerte et demandée de ce stock d'une part, avec un état de la balance commerciale qui puisse satisfaire l'augmentation de la demande étrangère pour les engagements du système monétaire national d'autre part.

Dans l'hypothèse d'une économie stationnaire par contre, toute divergence entre le taux de change pour lequel l'équilibre de stock est réalisé et le taux de change compatible avec un solde nul de la balance commerciale manifeste un déséquilibre des paiements extérieurs. Dans la suite de cette section, on examinera différents cas de déséquilibre. L'analyse présentée se limite à l'hypothèse d'économie stationnaire, pour des raisons de simplicité; on peut légitimement l'étendre aux économies en expansion, à condition toutefois de prendre pour critère de l'équilibre de la balance commerciale le solde de cette balance

qui correspond à l'accroissement de la demande étrangère pour les engagements du système monétaire national.

Le graphique 34 représente un premier cas de déséquilibre. La construction de ce graphique est la suivante. En abscisse, on indique le taux de change; en ordonnée, des grandeurs mesurées en devises. Le graphique comprend trois courbes. La demande étrangère pour les engagements du système monétaire national (courbe N) et la valeur du stock de ces engagements détenus par l'étranger (courbe M) ont déjà été présentées dans le graphique précédent. La troisième courbe est la somme de deux éléments : elle se compose de la balance commerciale mesurée pour une période déterminée d'une part, d'autre part de la courbe N, qui représente en fin de compte un crédit spontané consenti par l'étranger au système monétaire national. N étant une droite parallèle à l'abscisse, la position de la troisième courbe par rapport à cet axe N indique l'état de la balance commerciale.



Gr. 34.

Le déséquilibre illustré par le graphique 34 est caractérisé par une valeur du taux de change déterminant l'équilibre de la balance commerciale supérieure au taux de change compatible avec l'équilibre de stock. Cette situation résulte d'un niveau des prix intérieurs trop bas par rapport aux prix étrangers.

Pour corriger ce déséquilibre, deux politiques peuvent être mises en œuvre. La première consiste à relever les prix intérieurs jusqu'au niveau où la balance commerciale présente un solde nul au taux de change r_m , qui est alors le taux d'équilibre. Dans ce cas, l'effort d'ajustement repose essentiellement sur les prix. Une deuxième politique consisterait à établir un programme de redressement, que l'on peut schématiquement décomposer en deux phases. Au début de la première phase, on fixe le taux de change au niveau r_e , pour lequel le surplus commercial accumulé au cours de la première phase se chiffrera à un montant VZ égal à l'excédent de la valeur du stock des engagements du système monétaire national accumulés par le reste du monde sur la valeur de ce stock que l'étranger désire effectivement détenir. A la fin de la première phase, cet excédent est donc absorbé par le surplus commercial. La deuxième étape consiste à augmenter les prix intérieurs dans une mesure telle que la balance commerciale soit en équilibre au taux de change fixé, r_e (1). Cette augmentation du niveau des prix intérieurs sera

(1) La situation existante à la fin de la première phase peut au besoin se représenter sur le graphique 34 par un glissement de la droite M. Cette nouvelle droite sera parallèle à l'ancienne si le surplus commercial se traduit uniquement par une amélioration de la position extérieure nette en devises du système monétaire national. Si par contre le surplus commercial se traduit entièrement par une réduction de ses engagements extérieurs en monnaie nationale, la nouvelle droite passe par l'ordonnée à l'origine et le point V. Si enfin le surplus commercial se traduit par une réduction des ...

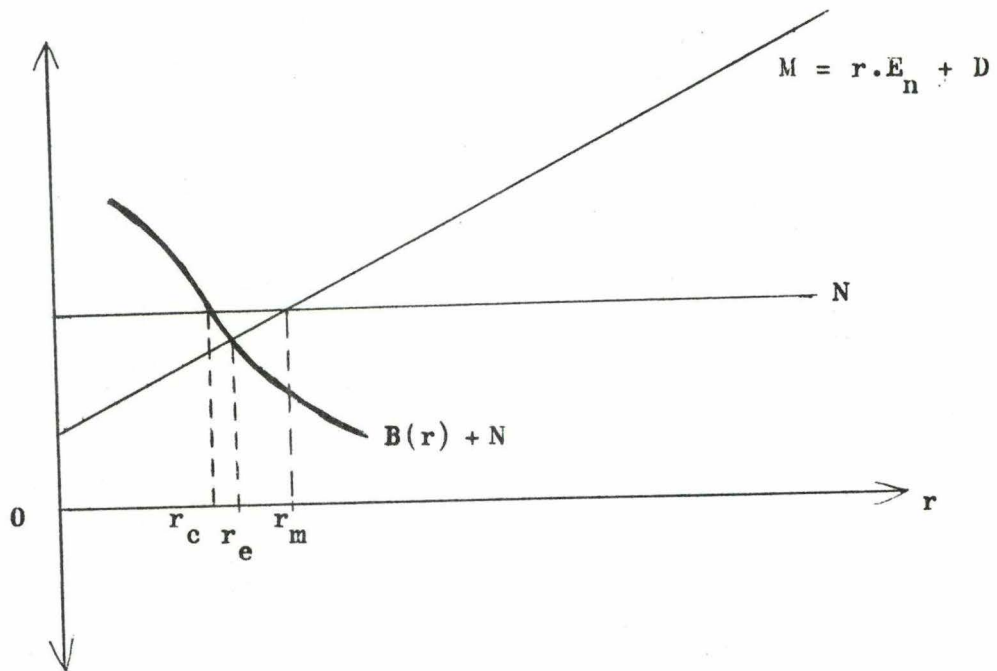
sera en toute hypothèse moins forte si l'on applique la seconde politique plutôt que la première. En effet, dans le cas de la première politique, l'augmentation des prix intérieurs doit induire un important glissement de la courbe représentant la balance commerciale (que l'on peut mesurer par la distance WU), alors que dans la deuxième politique l'augmentation des prix ne doit réaliser qu'un glissement moins ample (WV). La deuxième politique permet donc de rétablir l'équilibre extérieur en faisant l'économie d'une partie des perturbations intérieures consécutives à l'ajustement des prix.

(suite de la note de la page précédente):

...engagements en monnaie nationale et en devises, la nouvelle droite M occupera une position intermédiaire. En toute hypothèse, par construction, elle passera par le point V.

En considérant la situation nouvelle résultant de la réalisation de la première phase du plan de redressement, on constate que, formellement, on pourrait répéter cette opération et réduire l'importance de l'augmentation nécessaire du niveau des prix intérieurs par une suite de réévaluations. Ce procédé jetterait dans l'esprit du public des doutes sur le caractère définitif du nouveau taux de change. Il faudrait dès lors ajouter à l'analyse l'examen des effets des prévisions des agents économiques; leur comportement pourrait se traduire par une modification du montant désiré des engagements du système monétaire national, c'est-à-dire par un glissement de la droite N vers le haut ou vers le bas selon les cas. Si le niveau désiré des encaisses en monnaie nationale augmente, c'est-à-dire si N glisse vers le haut, on pourrait croire que cet effet facilite l'ajustement vers l'équilibre; on ne peut négliger cependant la possibilité que cet effet favorable soit neutralisé par le mouvement des prix intérieurs consécutif précisément à l'augmentation de la demande pour la monnaie nationale.

Le graphique 35 représente un second cas de déséquilibre. Cette fois, la valeur du taux de change qui équilibre la balance commerciale est inférieure au taux de change compatible avec l'équilibre de stock; cette situation résulte d'un niveau des prix intérieurs trop élevés par rapport aux prix étrangers.



Gr. 35.

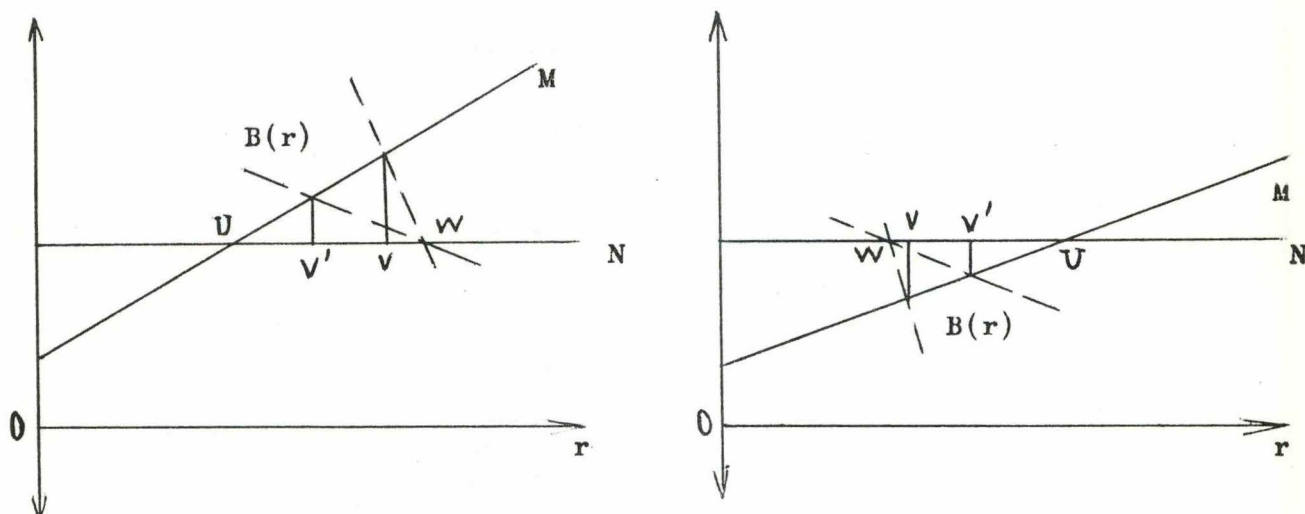
Pour corriger le déséquilibre, on peut, comme dans le cas précédent, mettre en œuvre deux politiques. La première consisterait à augmenter les prix intérieurs de sorte que la balance commerciale soit en équilibre au taux r_m , pour lequel le stock des engagements extérieurs du système monétaire national correspond à la valeur que l'étranger désire effectivement détenir sous cette forme. La deuxième politique consiste en un plan de redressement en deux étapes. Premièrement, on fixe le taux de change au niveau r_e pour lequel la balance commerciale présente, à la fin de la première phase, un déficit total équivalant à l'excédent de la demande étrangère pour les engagements du système monétaire

national. Dans la seconde étape, on augmente les prix intérieurs de sorte qu'à ce taux de change la balance commerciale présente un solde nul. Comme dans le cas précédent, l'adaptation de prix nécessaire si on applique la seconde politique est moins ample que si l'on applique la première politique.

Section 2 : EXPLOITATION DE L'APPROCHE BANCAIRE.

La présentation graphique adoptée dans ce chapitre donne au problème du choix du taux de change un nouveau relief : même si on se limite à des considérations d'équilibre extérieur, une variation du taux de change n'est pas purement et simplement équivalente à une action sur les prix intérieurs. Taux de change et prix ne remplissent pas identiquement les mêmes fonctions dans le rétablissement de l'équilibre extérieur d'un pays. Les graphiques 34 et 35 suggèrent deux politiques pour corriger un déséquilibre extérieur. La première consiste à établir, en une fois, le taux de change et le niveau des prix intérieurs qui satisfassent aux deux conditions d'équilibre. Nous appellerons ce procédé la "politique n° 1". La seconde politique possible — la "politique n° 2" — serait de corriger d'abord le déséquilibre de stock par un surplus ou un déficit adéquat de la balance commerciale, c'est-à-dire par un flux; ensuite, par une adaptation des prix intérieurs, il faut équilibrer la balance commerciale. Selon que l'on adopte l'une ou l'autre solution, le taux de change d'équilibre et l'ampleur de la variation du niveau des prix intérieurs seront différents.

La présentation graphique adoptée ici met en évidence l'importance de l'élasticité au taux de change de la balance commerciale en ce qui concerne la différence des effets des deux politiques suggérées, particulièrement quant à l'ampleur relative de la variation du niveau des prix intérieurs impliquée par chacune d'elles. Quelque soit l'élasticité au taux de change de la balance commerciale, la première politique doit établir les prix à un niveau tel que la balance commerciale soit en équilibre au taux r_m , qui équilibre l'offre et la demande des engagements extérieurs du système monétaire national. L'effet de cette action se traduit sur les graphiques 36 par un glissement de la courbe représentant la balance commerciale sur l'axe N équivalent à la distance WU .



Gr. 36.

Si par contre, à partir de la même situation de départ, les autorités appliquent la deuxième politique, les variations de prix devront avoir un effet moindre dans le cas d'une balance commerciale élastique que dans le cas contraire. Sur les graphiques 36, dans le cas d'une balance commerciale élastique au taux de change, l'adaptation des prix doit se traduire par un glissement de la balance commerciale sur une

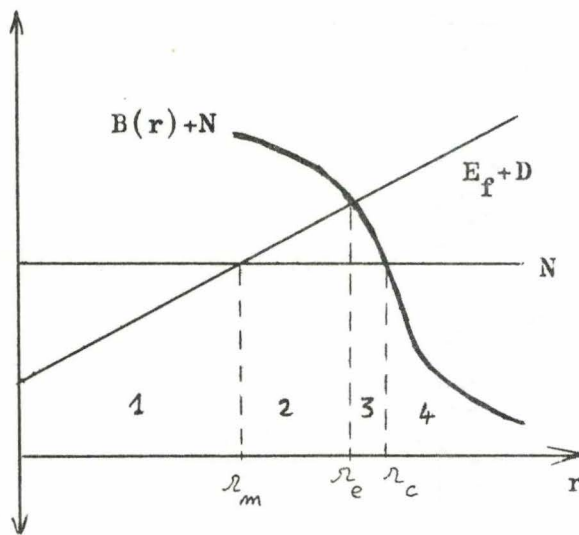
distance WV ; dans le cas contraire, l'effet de la variation de prix sur la balance commerciale doit se mesurer par la distance WV' . La raison de cette différence est simple : le rôle de l'adaptation du niveau des prix dans cette politique est de neutraliser l'effet de la variation du taux de change sur la balance commerciale au moment où le surplus a cessé d'être nécessaire. Or la variation du taux de change, par rapport à la valeur d'équilibre de la balance commerciale, nécessaire pour engendrer un surplus ou un déficit déterminé est d'autant moins importante que la balance commerciale est élastique au taux de change. Si la balance commerciale est élastique au taux de change, le mouvement des prix devra donc compenser un écart minime du taux de change par rapport à la valeur qui équilibrerait initialement la balance commerciale. Comme, dans le cas de la politique n° 1, l'écart du taux de change par rapport à cette valeur est indépendant de la balance commerciale, la politique n° 2 exige une adaptation des prix relativement plus importante si la balance commerciale est inélastique.

Toutefois, pour apprécier les avantages respectifs des deux politiques, il ne faut pas perdre de vue que l'élasticité au taux de change de la balance commerciale reflète l'élasticité-prix des réactions des exportateurs et importateurs, de sorte que le même effet sur la balance commerciale exigera vraisemblablement une variation des prix plus grande si la balance commerciale est moins élastique au taux de change. Dans ce cas, l'application de la politique n° 2 au lieu de la politique n° 1 permet de réaliser une économie non négligeable sur la variation totale du niveau intérieur des prix.

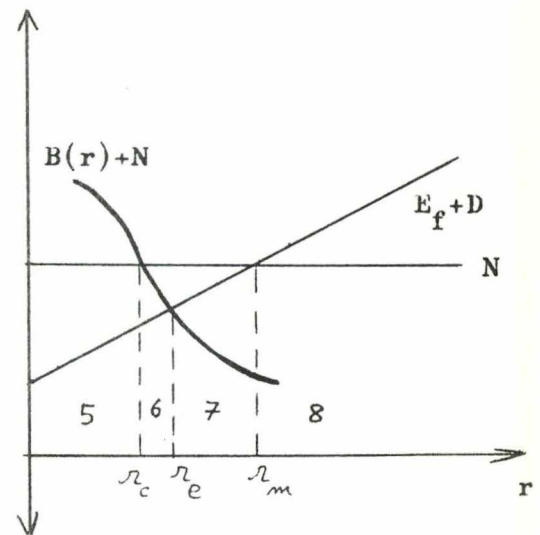
Pour évaluer la différence entre les effets des deux politiques sur la variation des prix intérieurs, il faut tenir compte également du laps de temps que l'on est disposé à s'accorder pour rétablir l'équilibre. En effet, la valeur totale du déficit ou du surplus de la balance commerciale dépend évidemment de la durée de la période pour laquelle on la mesure. En conséquence, la forme de la courbe représentant la balance commerciale dépend de la durée de la première phase de la politique n° 2, phase pendant laquelle on comble l'écart entre l'offre et la demande extérieures pour les engagements du système monétaire national. Sur les graphiques, la pente de la courbe représentant la balance commerciale est directement proportionnelle à la durée de cette période. La variation du niveau des prix intérieurs nécessaire pour rétablir l'équilibre par la politique n° 2 sera donc d'autant moins importante que la durée de la première phase est longue, pour des raisons analogues à celles qui ont été présentées à l'occasion de l'examen de l'élasticité de la balance commerciale. Disposer d'un laps de temps important pour rétablir l'équilibre extérieur présente donc des avantages certains; si cette période d'ajustement est longue, il sera nécessaire de s'assurer d'un soutien officiel des autorités monétaires étrangères afin de pouvoir neutraliser les pressions qui se manifesteront sur le marché des changes. L'utilisation éventuelle de crédits spéciaux sur le marché des changes à cette occasion représente en fait une simple substitution entre créanciers et ne compromet en rien le succès de l'opération; le remboursement du crédit est en effet prévu au terme de la période d'ajustement, qui a pour but précisément de dégager les fonds nécessaires par un surplus commercial adéquat.

Les développements qui précèdent exposent les conséquences du choix de la politique d'ajustement sur l'écart entre nouveau taux de change et taux de change initialement compatible avec l'équilibre de la balance commerciale d'une part, et sur l'importance des variations du niveau des prix intérieurs qui seront nécessaires pour rétablir l'équilibre extérieur d'autre part. Rien n'a été dit sur la direction et l'ampleur des variations du taux de change impliquées par chacun des deux types de politique étudiés. En effet, le sens et l'ampleur de la variation du taux de change dépendront de la situation initiale déterminée par le taux de change existant.

Ici encore, la présentation graphique utilisée dans ce chapitre est utile : elle permet de classer les situations initiales de déséquilibre en huit catégories, mettant ainsi en évidence les causes du déséquilibre des changes et les solutions à mettre en œuvre. Cette classification est illustrée par les graphiques 37 et leur légende.



prix intérieurs trop bas



prix intérieurs trop hauts

Gr. 37.

- 1
- niveau des prix intérieurs trop bas.
 - demande excédentaire pour les engagements extérieurs du système monétaire national.
 - surplus commercial.
- Solution : { - réévaluation, et
 { - augmentation du niveau des prix intérieurs.
- Si l'on adopte la politique n° 1, le taux de réévaluation sera moins élevé mais le taux d'augmentation des prix intérieurs sera plus élevé que si l'on adopte la politique n° 2.
- 2
- niveau des prix intérieurs trop bas.
 - offre excédentaire des engagements extérieurs du système monétaire national.
 - surplus commercial.
- Solution : politique n° 1 : { - dévaluation, et
 { - augmentation du niveau des prix intérieurs (plus grande que dans le cas de la politique n° 2).
- politique n° 2 : { - réévaluation, et
 { - augmentation du niveau des prix intérieurs.
- 3
- niveau des prix intérieurs trop bas.
 - offre excédentaire des engagements du système monétaire national.
 - léger surplus commercial (insuffisant pour absorber en temps voulu l'offre excédentaire).
- Solution : { - dévaluation, et
 { - augmentation des prix intérieurs, selon la méthode de la politique n° 2.

- 4 - niveau des prix intérieurs trop bas.
 - offre excédentaire des engagements extérieurs du système monétaire national.
 - déficit commercial.
 Solution : { - dévaluation, et
 { - augmentation du niveau des prix intérieurs, selon la méthode de la politique n° 2.
- 5 - niveau des prix intérieurs trop élevé.
 - demande excédentaire pour les engagements extérieurs du système monétaire national.
 - surplus commercial.
 Solution : { - réévaluation, et
 { - diminution du niveau des prix intérieurs, selon la méthode de la politique n° 2.
- 6 - niveau des prix intérieurs trop élevé.
 - demande excédentaire pour les engagements extérieurs du système monétaire national.
 - léger déficit commercial (insuffisant pour satisfaire en temps voulu la demande excédentaire).
 Solution : { - réévaluation, et
 { - diminution du niveau des prix intérieurs, selon la méthode de la politique n° 2.
- 7 - niveau des prix intérieurs trop élevé.
 - demande excédentaire pour les engagements extérieurs du système monétaire national.
 - déficit commercial.
 Solution : politique n° 1 : { - réévaluation, et
 { - diminution du niveau des prix intérieurs (plus grande que dans le cas de la politique n° 2).
 politique n° 2 : { - dévaluation, et
 { - diminution du niveau des prix intérieurs.
- 8 - niveau des prix intérieurs trop élevé.
 - offre excédentaire pour les engagements extérieurs du système monétaire national.
 - déficit commercial.
 Solution : { - dévaluation, et
 { - diminution du niveau des prix intérieurs.
 Si l'on adopte la politique n° 1, le taux de dévaluation sera moins élevé, mais le taux d'augmentation des prix intérieurs sera plus grand que si l'on adopte la politique n° 2.

Il faut noter que les politiques présentées ici ne sont pas les seules possibles, et que les graphiques eux-mêmes en suggèrent d'autres. En effet, par définition, les situations de déséquilibre évoluent. Certaines se renforcent et doivent être corrigées immédiatement. D'autres au contraire s'atténuent partiellement et passent d'une catégorie de déséquilibre à l'autre. Dès lors, à côté des politiques actives d'ajustement qui ont été examinées, d'autres politiques peuvent consister à laisser pendant un certain temps la situation évoluer vers une position plus facile à corriger, plus facilement acceptée par les gouvernements ou l'opinion publique. Ces politiques passives peuvent être sages dans les cas 2, 3, 6 et 7. La principale difficulté pratique est alors de déterminer le moment opportun pour réaliser l'opération d'ajustement.

L'approche développée dans ce chapitre intègre à l'examen des problèmes d'équilibre extérieur les encaisses en monnaie nationale détenues par l'étranger, comme c'est le cas pour un nombre limité mais croissant de pays. Elle n'est en rien un substitut aux approches classiques de la dévaluation. Au contraire, elle utilise les apports de l'approche des élasticités et celle de l'absorption, qui expliquent les réactions de la balance commerciale aux variations du taux de change. Mais en intégrant un nouvel élément, la demande d'encaisses en monnaie étrangère, l'approche bancaire complète les précédents schémas d'explication. Elle souligne notamment que variations de prix et variations du taux de change peuvent avoir des fonctions propres dans la mise en œuvre d'une politique d'ajustement, et suggère des politiques d'ajustement différentes adaptées aux différentes situations de déséquilibre extérieur qui peuvent se présenter.

Section 3 : FACTEURS DETERMINANT LA VALEUR DU TAUX DE CHANGE.

Dans la ligne de l'approche ci-dessus développée, on peut résumer les facteurs qui déterminent la valeur du taux de change d'équilibre et son évolution par l'expression algébrique suivante :

$$r = \frac{N - D + B(r)}{E_n} \quad (1)$$

Cette expression est "dynamique", en ce sens qu'elle indique le taux de change théorique correspondant à la fin de la période étudiée. Elle permet de juger de l'effet du comportement des agents économiques sur la valeur du taux de change. Un déficit de la balance commerciale tend, en soi, à exercer une pression à la baisse sur le taux de change; cette action explique et justifie l'attention que l'on accorde généralement à cette grandeur. Il ne faut toutefois pas perdre de vue que la balance commerciale n'est pas le seul élément qui entre en ligne de compte. La demande étrangère pour les engagements du système monétaire national exerce également une influence sur le marché des changes : toute augmentation de cette demande se traduit par une pression à la hausse sur le taux de change. Dès lors, pour juger de la compatibilité d'un état donné de la balance commerciale avec la stabilité du taux de change, il faut tenir compte de l'ensemble des éléments qui interviennent dans la détermination du taux de change. Dans une économie en expansion,

(1) Voir annexe. On peut généraliser cette formule en y intégrant la composante financière de la balance des paiements. Si l'on représente cette composante par F , l'expression devient :

$$r = \frac{N - D + (B(r)+F)}{E_n} .$$

il est parfaitement concevable qu'un déficit de la balance commerciale ou de la balance des capitaux soit un facteur d'équilibre sur le marché des changes si la monnaie nationale fait l'objet d'une demande croissante de la part de l'étranger.

Le point délicat est de percevoir l'état de la demande étrangère pour les engagements du système monétaire national. Par exemple, l'augmentation des engagements extérieurs en monnaie nationale est-elle l'indice d'un accroissement de la demande, ou au contraire doit-elle s'interpréter comme une offre excédentaire ? La croissance du volume des engagements monétaires extérieurs en monnaie nationale semble être le signe d'une augmentation de la demande; dans le cas contraire, toute augmentation de ce volume serait aussitôt résorbée par une diminution des réserves de change. Le tableau suivant montre l'évolution des encaisses en marks et en livres détenues à l'étranger d'une part, d'autre part l'évolution de la position de réserve de l'Allemagne et du Royaume-Uni (1):

	Engagements du syst. mon. nat. en monnaie nat.		Réserves officielles brutes.		Réserves officielles nettes.	
	All.	R.U.	All.	R.U.	All.	R.U.
1960	963	12.029	7.991	3.719	7.891	2.496
1966	1.712	12.023	8.497	3.100	8.275	-6.116

en millions de dollars des Etats-Unis.

(1) Source B.R.I.

On ne pourra évidemment estimer l'équilibre entre l'offre et la demande de la monnaie nationale à l'étranger qu'en tenant compte d'autres éléments, notamment de l'évolution des réserves officielles du pays, de l'usage de la monnaie nationale dans les transactions entre les autres pays et le Fonds Monétaire International, du cours du billet de banque, du report ou déport sur le marché à terme qui peut exprimer l'idée que les agents économiques se font de l'ampleur et du risque d'un éventuel ajustement du taux de change. Quoiqu'il en soit, des études théoriques ou économétriques systématiques sur la demande d'encaisses en monnaies étrangères sont nécessaires pour compléter nos connaissances quant au fonctionnement des paiements internationaux.

CONCLUSIONS GENERALES ET ETUDES COMPLEMENTAIRES.

=====

Le projet du mémoire était de présenter une réflexion sur le problème du choix du taux de change optimum. Dans ce but, on a d'abord examiné de façon approfondie les deux approches traditionnelles de la dévaluation : c'est l'objet de la première partie, qui étudie les effets entraînés par une opération de ce type.

La deuxième partie envisage le problème du choix du taux de change optimum, et celui de la signification et de l'opportunité d'une dévaluation ou d'une réévaluation dans une optique plus large : en fonction de la demande d'actifs. Cette réflexion a une triple justification. Tout d'abord, elle pose de façon plus concrète le problème dans le contexte actuel des paiements internationaux, caractérisé par le développement de la convertibilité des monnaies; ce développement attribue un rôle de plus en plus important aux mouvements de capitaux. Le deuxième mérite de cette recherche du taux de change optimum en fonction de la demande de monnaie en tant qu'actif est de souligner le lien qui existe entre le taux de change et la masse monétaire; elle contribue à replacer l'examen dans le cadre de la théorie de l'équilibre général. Enfin, cette étude rapproche la théorie de la dévaluation de la théorie monétaire contemporaine, selon laquelle la nature de la monnaie est celle d'un actif financier. Par là, le projet de cette seconde partie procède

de la même démarche que celle suivie par Joan Robinson et S. Alexander. Les deux approches traditionnelles de la dévaluation ont en effet elles aussi présenté ce problème particulier en utilisant les concepts de la théorie contemporaine : microéconomie et équilibre des marchés partiels pour l'approche des élasticités, macroéconomie et comptabilité nationale pour l'approche de l'absorption.

L'approche présentée dans cette deuxième partie considère les monnaies comme des actifs financiers, dont les mouvements internationaux s'inscrivent dans la balance des paiements. Le problème politique, dès lors, est de distinguer d'une part la partie du "déficit" ou du "surplus" de la balance des paiements qui correspond à la réalisation des plans des agents économiques en ce qui concerne leurs encaisses en devises, et d'autre part les mouvements compensatoires qui résultent effectivement d'un déséquilibre dans les échanges extérieurs. La méthode de "la ligne", opérant une distinction entre différents postes comptables, ne peut pas résoudre cette question d'une façon générale. L'approche esquissée ici ouvre donc la voie à de nouvelles recherches, éventuellement de caractère économétrique, qui permettraient d'explicitier de façon précise la "demande d'encaisses en devises" qui s'adresse à chaque monnaie convertible, et la norme d'endettement des différents systèmes monétaires.

Explicitier ces fonctions reviendrait en quelque sorte à quantifier un concept de "confiance", qui pourrait ainsi être soumis à une analyse précise. Dans un monde de monnaies convertibles, ces recherches sur la demande de monnaie au niveau international sont nécessaires pour compléter nos connaissances du fonctionnement des paiements internationaux ; en effet, nos connaissances actuelles concernent surtout les mécanismes

de l'offre de monnaie à l'étranger, telle qu'elle résulte des déficits et surplus des balances de paiements engendrés par des opérations commerciales ou certaines opérations financières. Dans ce contexte, l'étude des balances de paiements et des relations internationales reprend un intérêt nouveau : elle devient, elle aussi, une étude du comportement des agents économiques et de ses conséquences, et ne se limite plus à l'aspect institutionnel et comptable du système monétaire international.

La connaissance des demandes étrangères pour la monnaie nationale permettrait aux autorités monétaires de prévoir et éventuellement d'empêcher un déséquilibre fondamental des paiements extérieurs. Si cet objectif n'est pas encore atteint, nous connaissons néanmoins les symptômes d'un déséquilibre des paiements extérieurs : le plus clair en est l'apparition de la spéculation, en prévision de la hausse ou de la baisse du taux de change d'une monnaie. Tout le problème est de distinguer la spéculation qui peut résulter d'une crise passagère et accidentelle de la spéculation manifestant véritablement la sous-évaluation ou la sur-évaluation d'une monnaie. Or un système rigide de taux de change fixes ne permet pas d'opérer cette distinction, et présente en outre des conditions telles que la survenance de la spéculation, même accidentelle, renforcé et justifie le mouvement.

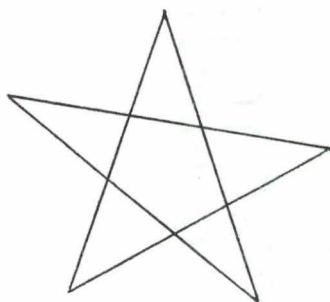
Dès lors, dans un monde de convertibilité, tant que la spéculation aura une raison d'être, il y aura intérêt, pour les autorités monétaires, à mettre en place un appareil institutionnel permettant de dissocier les différentes composantes de la demande de monnaie. Tel a été l'objectif de l'instauration par l'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change d'un double marché des changes. Le système mis au point a l'avantage et de

garantir la sécurité du change dans les transactions courantes, et, simultanément, de préserver la liberté des mouvements de capitaux. Il serait instructif, en cette période de réflexion sur le fonctionnement du système monétaire international, de comparer ce type d'organisation du marché des changes avec l'organisation des marchés étrangers. Les fluctuations du taux de change possibles dans les transactions financières ne sont-elles pas préférables au contrôle des changes ou à la prohibition des mouvements de capitaux ? et le contrôle des mouvements de capitaux est-il encore possible dans une économie où se développent les entreprises multi-nationales (1) ? Pourquoi le système belgo-luxembourgeois n'est-il pas plus répandu ? Ce système — impliquant la possibilité de l'existence d'un double taux de change — est-il conforme à la lettre et à l'esprit des accords monétaires internationaux et à la charte de Bretton-Woods ?

Quoiqu'il en soit, il serait très intéressant d'étudier l'évolution de la situation monétaire dans différents pays depuis la fin de la guerre, en mettant en évidence les progrès de la convertibilité ainsi que les implications et les conséquences de l'existence d'une demande de monnaies étrangères comme actifs à détenir par le reste du monde. Expliquer l'histoire récente des paiements internationaux dans cette optique pourrait être particulièrement utile pour dégager les principes

(1) "Une réglementation de ces mouvements est devenue, dans l'état actuel de l'économie occidentale, inefficace." A. Lamfalussy, "Pour une augmentation de la liquidité internationale", Recherches Economiques de Louvain, décembre 1968, pp 575-577.

de l'organisation d'un système monétaire international capable de répondre de façon adéquate à la demande de monnaie en tant qu'actif. Le système des droits de tirages spéciaux n'apporte à cette question qu'une solution incomplète, puisqu'ils seront détenus exclusivement par les autorités monétaires : en ce qui concerne la demande du public, la situation reste inchangée. Dès lors, les espoirs placés dans ce système ne seront-ils pas déçus ? Quels que soient les mérites des droits de tirage spéciaux en ce qui concerne la mise en œuvre de politiques susceptibles de garantir l'équilibre des paiements internationaux sans nuire à la croissance des économies nationales et des transactions extérieures, il reste nécessaire de tenir compte aussi de la demande internationale de monnaie des agents économiques privés, tant dans l'analyse des paiements extérieurs que dans la conception des politiques à adopter.



A N N E X E S

ANNEXES.

Principaux effets d'une dévaluation du taux de change selon
l'approche des élasticités.

Exportations.

Importations.

Balance commerciale.

Termes d'échange.

Approche bancaire.

PRINCIPAUX EFFETS D'UNE DEVALUATION DU TAUX DE
CHANGE SELON L'APPROCHE DES ELASTICITES.

Cette annexe présente des formules permettant de mesurer l'influence des différentes élasticités et de méditer sur les conséquences d'une dévaluation.

SYMBOLES:

- x = quantités exportées.
 X = exportations en valeur (devises).
 m = quantités importées.
 M = importations en valeur (devises).
 p = prix en monnaie locale.
 p* = prix en monnaie étrangère.
 r = taux de change, en valeur de la monnaie nationale en monnaie étrangère ; par exemple, pour le franc belge : r = un cinquième de dollar.

$$p^* = r.p$$

dévaluation : $dr > 0$

Les quatre élasticités de base :

$\bar{\eta}_f$ = élasticité de la demande étrangère d'exportation.

η_d = élasticité de la demande domestique d'importation.

$\bar{\varepsilon}_f$ = élasticité de l'offre étrangère d'importation.

ε_d = élasticité de l'offre domestique d'exportation.

où η représente une élasticité de demande,

ε représente une élasticité d'offre,

l'indice souscrit f signifie qu'il s'agit d'un paramètre étranger,

l'indice souscrit d signifie qu'il s'agit d'un paramètre domestique,

le trait indique que le prix incorporé est mesuré en monnaie étrangère.

EXPORTATIONS.1/ FLEXIBILITE AU TAUX DE CHANGE DES PRIX A L'EXPORTATION.

i) Variation en valeur de la demande d'exportation :

$$\begin{aligned}
 d(X^d) &= d(x.p^*) = x.dp^* + p^*.dx \\
 &= x.r.dp + x.p.dr + r.p.dx \\
 &= x \left(r.dp + p.dr + \frac{r.p}{dp^*} \cdot \frac{dx}{x} \cdot dp^* \right) \\
 &= x \left[r.dp + p.dr + \bar{\eta}_f \cdot (r.dp + p.dr) \right] \\
 &= x (r.dp + p.dr) \cdot (1 + \bar{\eta}_f)
 \end{aligned}$$

ii) Variation en valeur de l'offre d'exportation, mesurée dans la même unité monétaire (devise) que la demande d'exportation :

$$\begin{aligned}
 d(X^s) &= d(x.p^*) = x.dp^* + p^*.dx = x.r.dr + r.p.dx \\
 &= x \left(r.dp + p.dr + r \cdot \frac{p}{dp} \cdot \frac{dx}{x} \cdot dp \right) \\
 &= x \cdot (r.dp + p.dr + r \cdot \epsilon_d \cdot dp)
 \end{aligned}$$

iii) Caractéristiques de l'équilibre qui s'établira sur le marché partiel

$$\begin{aligned}
 d(X^d) &= d(X^s) \\
 x \cdot (r.dp + p.dr) \cdot (1 + \bar{\eta}_f) &= x \cdot (r.dp + p.dr + r \cdot \epsilon_d \cdot dp) \\
 (r.dp + p.dr) \cdot \bar{\eta}_f &= r \cdot \epsilon_d \cdot dp \\
 \bar{\eta}_f \cdot r.dp + \bar{\eta}_f \cdot p.dr &= \epsilon_d \cdot r.dp \\
 (\epsilon_d - \bar{\eta}_f) \cdot r.dp &= \bar{\eta}_f \cdot p.dr
 \end{aligned}$$

$$\text{Variation du prix local : } dp = \frac{\bar{\eta}_1 \cdot p}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_g} \cdot \frac{dr}{r}$$

$$\text{Taux de variation du prix local : } \frac{dp}{p} = \frac{\bar{\eta}_1}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_g} \cdot \frac{dr}{r}$$

$$\text{Flexibilité du prix des exportations au taux de change: } \frac{dp}{p} \cdot \frac{r}{dr} = \frac{\bar{\eta}_1}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_g}$$

2/ ELASTICITE DES RECETTES D'EXPORTATION, EN DEVICES.

i) Variation de la demande d'exportation (en valeur) en variation relative :

$$\begin{aligned} \frac{(dxp^*)}{xp} &= \frac{x \cdot (r \cdot dp + p \cdot dr) \cdot (1 + \bar{\eta}_1)}{x \cdot r \cdot p} \\ &= \frac{dp}{p} \cdot (1 + \bar{\eta}_1) + \frac{dr}{r} \cdot (1 + \bar{\eta}_1) \\ &= (1 + \bar{\eta}_1) \cdot \left(\frac{dp}{p} + \frac{dr}{r} \right) \end{aligned} \quad (a)$$

ii) Variation de l'offre d'exportation en variation relative :

$$\begin{aligned} \frac{(dxp^*)}{xp^*} &= \frac{x \cdot (r \cdot dp + p \cdot dr + r \cdot \varepsilon_d \cdot dp)}{x \cdot r \cdot p} = \frac{dp}{p} + \frac{dr}{r} + \varepsilon_d \cdot \frac{dp}{p} \\ &= (1 + \varepsilon_d) \frac{dp}{p} + \frac{dr}{r} \end{aligned} \quad (b)$$

Les deux expressions (a) et (b) ont une signification claire que l'on comprend aisément.

iii) Elasticité des recettes d'exportation, en devises :

$$\left. \begin{aligned} \frac{E(xp^*)}{E(r)} &= (1 + \bar{\eta}_1) \cdot \left(\frac{E(p)}{E(r)} + 1 \right) && \text{selon (a)} \\ \text{ou } \frac{E(xp^*)}{E(r)} &= \frac{E(p)}{E(r)} \cdot (1 + \varepsilon_d) + 1 && \text{selon (b)} \end{aligned} \right\} = \frac{(1 + \bar{\eta}_1) \cdot \varepsilon_d}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_g}$$

Ceci nous enseigne que, comme prévu, et sauf cas limite, X augmentera si $-\bar{\eta}_g > 1$, dans l'hypothèse de pentes normales !

IMPORTATIONS.1/ FLEXIBILITE AU TAUX DE CHANGE DU PRIX A L'IMPORTATION.

La démarche à suivre est tout-à-fait analogue à celle suivie pour les exportations.

i) Variation de l'offre d'importation en valeur (devises) :

$$d(M^s) = m.(r.dp + p.dr) . (1 + \bar{\varepsilon}_p)$$

ii) Variation de la demande d'importation en valeur (devises) :

$$d(M^d) = m.(r.dp + p.dr + r.\eta_d.dp)$$

iii) Caractéristiques de l'équilibre s'établissant sur le marché partiel

$$d(M^s) = d(M^d)$$

$$m.(r.dp + p.dr).(1 + \bar{\varepsilon}_p) = m.(r.dp + p.dr + r.\eta_d.dp)$$

$$r.(\eta_d - \bar{\varepsilon}_p).dp = p.\bar{\varepsilon}_p.dr$$

$$\text{Variation du prix local : } dp = \frac{\bar{\varepsilon}_p \cdot p}{(\eta_d - \bar{\varepsilon}_p)} \cdot \frac{dr}{r}$$

$$\text{Taux de variation du prix local : } \frac{dp}{p} = \frac{\bar{\varepsilon}_p}{(\eta_d - \bar{\varepsilon}_p)} \cdot \frac{dr}{r}$$

$$\text{Flexibilité du prix au taux de change : } \frac{dp}{p} \frac{r}{dr} = \frac{\bar{\varepsilon}_p}{\eta_d - \bar{\varepsilon}_p}$$

2/ ELASTICITE DES DEPENSES D'IMPORTATION, EN DEVICES.

i) Variation relative de l'offre d'importation en valeur (devise) :

$$\frac{d(mp^*)}{mp^*} = \frac{m.(r.dp + p.dr) . (1 + \bar{\varepsilon}_p)}{m.r.p} = \left(\frac{dp}{p} + \frac{dr}{r}\right) . (1 + \bar{\varepsilon}_p)$$

ii) Variation relative de la demande d'importation en valeur (devises)

$$\frac{d(mp^*)}{mp^*} = \frac{m.(r.dp + p.dr + r.\eta_d.dp)}{m.r.p} = \frac{dp}{p} . (1 + \eta_d) + \frac{dr}{r}$$

iii) Elasticité des dépenses d'importation en devises :

$$\left. \begin{aligned} \frac{E(M)}{E(r)} &= \left(\frac{E(p)}{E(r)} + 1 \right) \cdot (\bar{\varepsilon}_y + 1) \\ \frac{E(M)}{E(r)} &= \frac{E(p)}{E(r)} \cdot (1 + \eta_d) + 1 \end{aligned} \right\} = \frac{1 + \bar{\varepsilon}_y}{\eta_d - \bar{\varepsilon}_y} \cdot \eta_d \quad \begin{array}{l} (a) \\ (b) \end{array}$$

Ceci confirme que M ne peut augmenter par suite d'une dévaluation, si les pentes des courbes sont normales

BALANCE COMMERCIALE.

Elasticité de la balance commerciale en devises :

$$\frac{E(X-M)}{E(r)} = \frac{X}{X-M} \cdot \frac{E(X)}{E(r)} - \frac{M}{X-M} \cdot \frac{E(M)}{E(r)}$$

$$\begin{aligned} \text{Par exemple : } \frac{E(X-M)}{E(r)} &= \frac{X}{X-M} \cdot \frac{E(p_x)}{E(r)} \cdot (1 + \varepsilon_d) - \frac{M}{X-M} \cdot \frac{E(p_m)}{E(r)} \cdot (1 + \eta_d) + 1 \\ &= 1 + \frac{X}{X-M} \cdot \frac{\eta_x + \varepsilon_d \eta_x}{\varepsilon_d - \eta_x} - \frac{M}{X-M} \cdot \frac{\bar{\varepsilon}_y + \bar{\varepsilon}_y \eta_d}{\eta_d - \bar{\varepsilon}_y} \end{aligned}$$

N.B. : 1/ L'élasticité de la balance commerciale est une fonction, non un paramètre constant. Son signe lui-même dépend de l'état de la balance commerciale !

2/ L'élasticité de la balance commerciale en monnaie nationale (celle qui intervient dans l'évolution du revenu national nominal) est égale à l'élasticité de la balance commerciale en devises moins l'unité. Pour de plus amples développements à ce propos, voir E. Schneider, "De l'influence de variations du taux de change sur la balance des paiements", Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B., décembre 1957. (Attention : Schneider y définit le taux de change non comme le prix de la monnaie nationale en monnaie étrangère, mais comme l'inverse de ce prix). Ceci peut se démontrer facilement :

Soit Z_f la balance commerciale en monnaie étrangère,

et Z_m la balance commerciale en monnaie nationale.

$$r \cdot Z_m = Z_f$$

$$\frac{dZ_f}{dr} = Z_m + r \cdot \frac{dZ_m}{dr} \Rightarrow \frac{r}{Z_f} \cdot \frac{dZ_f}{dr} = Z_m \frac{r}{r \cdot Z_m} + \frac{r}{r \cdot Z_m} r \frac{dZ_m}{dr}$$

$$\frac{E(Z_f)}{E(r)} = 1 + \frac{E(Z_m)}{E(r)}$$

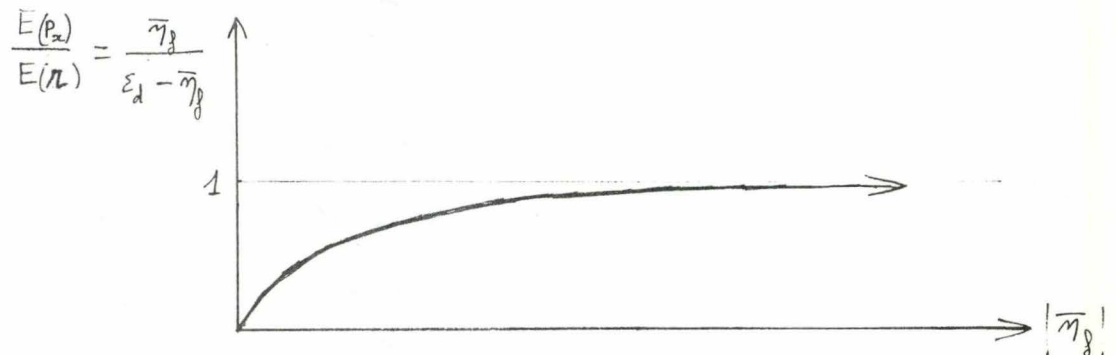
TERMES D'ÉCHANGE EN CAS DE DÉVALUATION.

$$\frac{E(p_x)}{E(r)} \cdot \frac{E(r)}{E(p_m)} = \frac{\bar{\eta}_d}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_d} \cdot \frac{\eta_d - \bar{\varepsilon}_f}{\bar{\varepsilon}_f} = \frac{\bar{\eta}_d}{\bar{\varepsilon}_f} \cdot \frac{\eta_d - \bar{\varepsilon}_f}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_d}$$

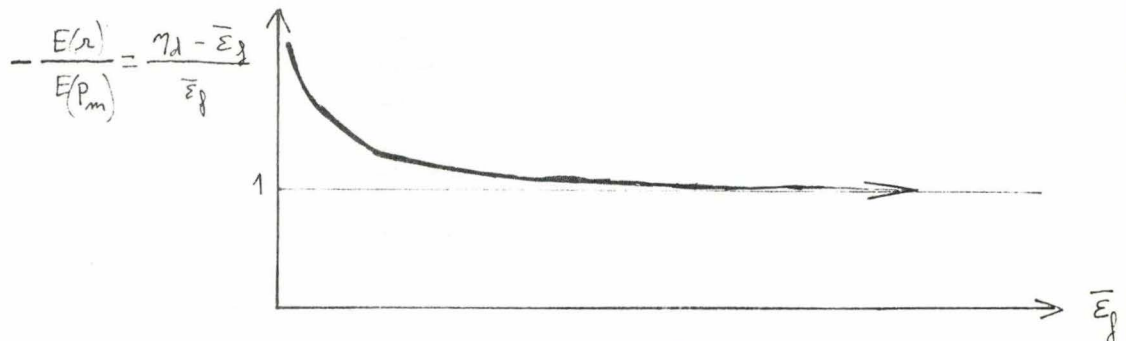
Conclusions : en cas de dévaluation, les termes d'échange subiront une tendance à l'amélioration si

- 1/ l'élasticité de la demande domestique est grande (ce qui limite la hausse du prix des importations en monnaie nationale et tend à en diminuer le prix en devises) ;
- 2/ l'élasticité de l'offre domestique est réduite (ce qui limite la baisse du prix des exportations, en devises, et tend à en augmenter le prix en monnaie nationale).

Mais quelle est l'influence de l'élasticité de la demande étrangère d'importation et de l'offre étrangère d'exportation qui interviennent au numérateur et au dénominateur ?



- 3/ Donc, plus l'élasticité de la demande étrangère augmente, moins le prix (en devises) des exportations nationales diminue, et meilleur sera l'effet de cette élasticité sur les termes d'échange en cas de dévaluation.



- 4/ Donc, plus l'élasticité de l'offre étrangère augmente, moins augmente le prix des exportations nationales (en monnaie nationale), et moins bon sera l'effet de cette élasticité sur les termes d'échange en cas de dévaluation.

Conditions d'amélioration des termes d'échange, en cas de dévaluation, en fonction des élasticités :

$$\frac{E(p_x)}{E(r)} \cdot \frac{E(r)}{E(p_m)} > 1$$

$$\frac{\bar{\eta}_f}{\varepsilon_d - \bar{\eta}_f} \cdot \frac{\eta_d - \bar{\varepsilon}_f}{\bar{\varepsilon}_f} > 1$$

$$\frac{\eta_d}{\bar{\eta}_f} - 1 < \frac{\varepsilon_d}{\bar{\eta}_f} - 1$$

si la pente des courbes d'offre est positive, et la pente de la demande négative (hypothèse traditionnelle).

$$\frac{\eta_d}{\bar{\varepsilon}_f} < \frac{\varepsilon_d}{\bar{\eta}_f}$$

$$\frac{|\eta_d|}{\bar{\varepsilon}_f} < \frac{\varepsilon_d}{|\bar{\eta}_f|} \quad \text{ou} \quad \frac{|\eta_d|}{\varepsilon_d} < \frac{\bar{\varepsilon}_f}{|\bar{\eta}_f|}$$

$\frac{\eta_d \cdot \bar{\eta}_f}{\bar{\varepsilon}_f \cdot \varepsilon_d} > 1$

=====
 =====

APPROCHE BANCAIRE.

Les deux politiques présentées au chapitre 5 de la deuxième partie peuvent se formaliser algébriquement de la façon suivante :

SYMBOLES :

- D = montant net des engagements en monnaies étrangères du système monétaire national.
- E_n = montant des engagements en monnaie nationale du système monétaire national.
- E_f = valeur en devises du montant des engagements en monnaie nationale du système monétaire national.
- $E(r,p)$ = balance commerciale en devises.
- r = taux de change de la monnaie nationale exprimé en devises.
- p = niveau des prix intérieurs.

Politique n° 1 :

$$\text{équilibre de stock : } \bar{D} + \bar{E}_n \cdot r = \bar{N}$$

$$\text{équilibre de flux : } E(r,p) = 0$$

d'où on détermine le niveau d'équilibre de r et de p .

Politique n° 2 :

Première phase : établir l'équilibre de stock en créant un flux adéquat pendant la durée de cette phase, c'est-à-dire en déterminant le taux de change de sorte que

$$B(r,p) = E_n \cdot r - N + D$$

$$\text{d'où } r = \frac{N - D + B(r,\bar{p})}{E_n} \quad \text{si } E_n \neq 0.$$

Deuxième phase : rétablir l'équilibre de flux par une variation de prix:

$$B(\bar{r},p) = 0 .$$

=====
=====

B I B L I O G R A P H I E

Avertissement :

Cette bibliographie rassemble une documentation sur le sujet étudié dans le mémoire, et non exclusivement les écrits directement utilisés. Le cas échéant, des références, dans le texte lui-même, signalent les idées et ceux des graphiques qui ont été empruntés à cette documentation, ainsi que les textes qui ont inspirés certains développements. Cette étude doit beaucoup aussi à l'enseignement oral reçu à Namur et, particulièrement, aux idées échangées à l'occasion des contacts que j'ai pu avoir avec les professeurs de Groote, Lebrun et Salin.

Ce mémoire a cependant été conçu surtout comme un travail de réflexion personnelle. C'est le fruit de cette réflexion que l'auteur propose à l'attention critique et, j'espère, bienveillante du lecteur.

Ph. C.

BIBLIOGRAPHIE.

- A. AFTALION, "La valeur de la monnaie dans l'économie contemporaine", tome 1 : "Monnaie, prix et change", Paris, 1948.
- S.S. ALEXANDER, "Effects of a Devaluation on a Trade Balance", Staff Papers, avril 1952, pp 263-278.
- S.S. ALEXANDER, "Effects of a Devaluation : a Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches", American Economic Review, mars 1959, pp 22-42.
- S.S. ALEXANDER, "Devaluation versus Import Restrictions as an Instrument for Improving Foreign Trade Balance", Staff Papers, 1951, vol. 1, n° 3, pp 379-396.
- R.Z. ALIBER, "The costs and Benefits of the United States Role as a Reserve Currency Country", Quarterly Journal of Economics, août 1968, pp 442-456.
- W.R. ALLEN, "A Note on the Money Income Effects of a Devaluation", Kyklos, 1956, vol. IX, n° 3, pp 372-383.
- W.R. ALLEN, "Stable and Unstable Equilibrium in the Foreign Exchanges", Kyklos, VII, n° 4, pp 395-408 ; reproduit dans ALLEN C.L. and ALLEN W.R., "Foreign Trade and Finance", New York, Macmillan, 1959, pp 348-362.

- W.R. ALLEN, "A Note on Some Mechanisms of the Absorption Approach", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 86, Hft. 1, 1961, pp 69-82.
- J.H. AUTEN, "Monetary Policy and the Forward Exchange Market", Journal of Finance, XVI, décembre 1961, pp 546-558.
- J.H. AUTEN, "Foreign Exchange Rates and Interest Rates Differentials", Journal of Finance, XVIII, mars 1963, pp 11-19.
- T. BALOGH and P.P. STREETEN, "The Inappropriateness of Simple Elasticity Concepts in the Analysis of International Trade. Exchange Rates and National Income", Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics, XIII, n° 5, mars 1951, pp 65-77 et 101-108 ; ou dans Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 1950, III, n° 15, pp 239-254.
- T. BALOGH, "Rearmement and the United States Balance of Payments", Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics, XIII, n° 5, mai 1951, pp 151-161; comprend une section intitulée "Devaluation, Employment and Foreign Trade", pp 157-161.
- T. BALOGH, "International Reserve and Liquidity", Economic Journal, LXX, juin 1960, pp 357-377.
- A. BIENAYME, "La vitesse de circulation des réserves de change", Cahiers de l'ISEA, série P, n° 8, 1963, pp 127-175.
- J. BLACK, "A Saving and Investment Approach to Devaluation", Economic Journal, juin 1959, pp 267-274.
- H. BREMS, "Devaluation, a Marriage of the Elasticity and the Absorption Approaches", Economic Journal, mars 1959.
- M. BRONWICH, "Effects of Sterling Devaluation on International Trade", Management Accounting, London, mars 1968.
- W.M. BROWN, "The External Liquidity of an Advanced Country", Princeton University, Studies in International Finance, n° 14, 1964.
- M. BYE, "Taux de change et option sur les structures", Economie Appliquée, 1953, n° 4, pp 541-569.
- M. BYE, "Relations économiques internationales", Paris, Dalloz, 1964.
- E.R. CANTERBURY, "Foreign Exchange, Capital Flows and Monetary Policy", Princeton University, Studies in International Finance, n° 15, 1965.
- G. CLAYTON, "Some Notes on Devaluation and Prices", Weltwirtschaftliches Archiv, 1960, Bd. 84, n° 1, pp 20-38.
- J. de GROOTE, "De devaluatieweerslag op de handels- en betalingsbalansen: principen en toepassing op de Belgische devaluatie van 1949", juillet 1959.

- R. DEHEM, "Exchange Rate Policy : Experience and Theory Reconsidered", *Economia Internazionale*, août 1952, pp 559-580.
- E. DESPRES, C.P. KINDELBERGER and W.S. SALANT, "The Dollar and World Liquidity : a Minority View", *The Economist*, 5-11 février 1966, pp 526-529.
- B.A. DE VRIES, "Immediate Effects of Devaluation on Prices of Raw Materials", *Staff Papers*, 1950, vol. 1, n° 2, pp 238-253.
- C.F. DIAZ ALEXANDRO, "A note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect", *Journal of Political Economy*, décembre 1963.
- P. DOCKES, "La theorie des changes à terme et la rationalité de l'intervention", *Cahiers de l'ISEA*, mai 1968, tome II, n° 5, pp 962-1014.
- L. DUPRIEZ, "Les déterminantes du cours des changes dans les dévaluations monétaires contemporaines", *Economia Internazionale*, 1950, vol. III, n°1, pp 76-88.
- L. DUPRIEZ, "La dévaluation de la livre sterling", *Recherches Economiques de Louvain*, décembre 1967, p 507.
- L. DUPRIEZ, "L'étalon monétaire international", *Recherches Economiques de Louvain*, mai 1968, pp 157-176.
- H.C. EASTMAN, "Le taux de change variable. Mouvements internationaux de capitaux et maintien de l'équilibre extérieur de l'économie nationale", Paris, 1962, pp 93-119.
- P. EINZIG, "A Dynamic Theory of Forward Exchange", Macmillan, Londres, 1968.
- FELLNER, MACHLUP, TRIFFIN et 11 autres (dont SALANT), "Maintaining and Restoring Balance in International Payments", Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1966.
- J. FERICELLI, "Les conditions monétaires et la réussite d'une dévaluation", *Revue Economique*, janvier 1962, pp 87-116.
- J. FLANDERS, "The Effects of Devaluation on Exports : a Case Study : U.K., 1949-1954", *Bulletin of Oxford University Institute of Economics and Statistics*, 1963, vol. 25, n°3, pp 165-198.
- J.M. FLEMMING, "Exchange Depreciation, Financial Policy and the Domestic Price Level", *Staff Papers*, 1958, vol. VI, n° 2, pp 289-322.
- J.M. FLEMMING and R.A. MUNDELL, "Official Intervention on the Forward Exchange Market. A Simplified Analysis", *Staff Papers*, 1964, vol. XI, n° 1, pp 1-19.
- J.M. FLEMMING, "Guidelines for Balance of Payments Adjustment under the Par Value System", Princeton University, 1968.

- F. GEHRELS, "Multipliers and Elasticities in Foreign Trade Adjustments", Journal of Political Economy, 1957, vol. LXV, pp 76 et ss.
- A.S. GERAKIS, "Effects of Exchange Rate Devaluation and Revaluation on Receipts from Tourism", Staff Papers, 1965, vol. XII, n° 3, pp 365-384.
- H.G. GRUBEL, "Forward Exchange, Speculation and the International Flows of Capital", Stanford University Press, 1966.
- H.G. GRUBEL, "Internationally Diversified Portfolios : Welfare Gains and Capital", American Economic Review, décembre 1968, pp 1299-1314.
- B. HANSEN, "Interest Policy, Foreign Exchange Policy and Forward Exchange Control", Skandinaviska Banken Quarterly Review, 1959, vol. 40, pp 15-27.
- B. HANSEN, "Foreign Trade Credits and Exchange Reserves : a Contribution to the Theory of the International Capital Movements", Amsterdam, North-Holland Publishing Co., 1961.
- R. HARROD, "The Devaluation of Sterling", Weltwirtschaftliches Archiv, 1968, Bd. 100, n° 1, p 4.
- H.S. HOUTHAKKER, "Exchange Rates Adjustment", dans "Factors Affecting the U.S. Balance of Payments, Joint Committee, Congress of the United States, 1962, p 301.
- P. JACOBSSON, "Les deux fonctions d'un étalon monétaire international : stabilité et liquidité", Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B., avril 1962, pp 346-351.
- H.G. JOHNSON, "Vers une théorie générale de la balance des paiements", Cahiers de l'ISEA, 1959, série P, n° 2.
- H.G. JOHNSON, "Equilibrium under Fixed Exchange", American Economic Review, mai 1963, pp 112-119.
- H.G. JOHNSON, "Some Aspects of the Theory of Economic Policy in a World of Capital Mobility", dans "Studi in Honore di Marce Farno", (à paraître, cité par Grubel (1968)).
- H. KATANO, "Estimation of the Effectiveness of Devaluation on Balance of Payments in Japan", Kobe Economic and Business Review, 1954, n° 2, pp 77-88.
- P.B. KENEN, "Déséquilibre des paiements et étalon monétaire international", Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique, janvier 1965, pp 1-20.
- Ch. KENNEDY, "Devaluation and the Terms of Trade", Review of Economic Studies, 1949-50, vol. XVIII, n° 45, pp 29-41.
- G.A. KESSLER, "Monetair evenwicht en betalingsbalansevenwicht", Stenfert Kroese N.V., Leiden, 1958.
- J.M. KEYNES, "La réforme monétaire", Editions du Sagittaire, Paris, 1924 (6ième éd.), traduction de P. Franck.
- Ch.P. KINDELBERGER, "Balance of Payments Deficits and the International Market for Liquidity", Princeton University, Essays in International Finance, n° 46, mai 1965.

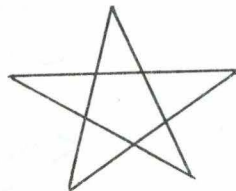
- A. LAMFALUSSY, "Pour une augmentation de la liquidité internationale", Recherches Economiques de Louvain, décembre 1968, pp 547-579.
- S. LAURSEN AND L.A. METZLER, "Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment, Restat, novembre 1950, pp 281-299.
- A.P. LERNER, "The Economics of Control, Principles of Welfare Economics", New York (Macmillan Co.), 1944.
- F.A. LUTZ, "Le problème de la liquidité internationale et le système des réserves de change multiples", dans la fascicule "Inflation et ordre monétaire international", Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales, Genève, 1967.
- F. MACHLUP, "The Theory of Foreign Exchange", *Economica*, novembre 1939, pp 375-397, et février 1940, pp 23-49; repris dans "Readings in the Theory of International Trade", Philadelphie, 1949, pp 104-158; repris dans Machlup, "International Payments, Debts and Gold" ch. 1, New York, 1964.
- F. MACHLUP, "Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation", *American Economic Review*, juin 1955, pp 255-278; repris dans Machlup, "International Payments, Debts and Gold", ch. 8, 1964; repris dans Machlup, "International Monetary Economics", London (Allen & Unwin Ltd), 1966, pp 168-194.
- F. MACHLUP, "International Monetary Economics", London (Allen & Unwin), 1966, Part Two : "The Effects of Devaluation", pp 168-222.
- G. MARCY, "Variations du change et termes de l'échange", *Revue d'Economie Politique*, mars-avril 1956, pp 177-213.
- G. MARCY, "Economie Internationale", Paris (P.U.F.); 1965, pp 185-228 et pp 295-323.
- R.I. McKINNON, "Private and Official International Money : the Case for the Dollar", Princeton University, *Essays in International Finance*, n° 74, avril 1969.
- J.E. MEADE, "The Money of International Economic Policy", vol. 1 : "The Balance of Payments", London (Oxford University Press), 1951.
- S.R. MERRETT and J.S. WABE, "A Modification of the Savings-Investment Approach to Devaluation", *Oxford Economic Papers*, 1964, vol. 16, n° 3, pp 418-422.
- M. MICHAELY, "Domestic Effects of Devaluation under Repressed Inflation", *Journal of Political Economy*, 1965, n°6, pp 512-524.
- M. MICHAELY, "Relative Prices and Income-Absorption Approaches to Devaluation : a Partial Reconciliation", *American Economic Review*, mars 1960, pp 144-147.
- L. MOLLE, "Dévaluations apparentes et dévaluations réelles de quelques monnaies occidentales de 1914 à 1959 (janvier)", *Revue de la Banque*, 1960, n° 1, pp 13-35, et n° 2, pp 146-162.
- R. MOSSÉ, "Les problèmes monétaires internationaux", Paris, Payot, 1967.
- R.A. MUNDELL, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, mai 1960, pp 227-257.

- R.A. MUNDELL, "International Economics", New York (Macmillan) ou London (Collier-Macmillan), 1968.
- G.H. ORCUTT, "Measurement of Price Elasticities in International Trade", Review of Economics and Statistics, mai 1950, pp 117-132.
- G.H. ORCUTT, "Exchange Rate Adjustment and Relative Size of the Depreciating Bloc", Review of Economics and Statistics, 1955, XXXVII, n° 1, pp 1-11.
- J. OTTENHEIMER, "Vingt ans d'économie mondiale", Paris (éd. Génin), 1966, chapitre 10.
- J.J. POLAK, "Note on the Measurement of Elasticity of Substitution in International Trade", Review of Economics and Statistics, février 1950 (numéro consacré à "Some Aspects of Exchange Rates"), pp 16-20.
- J.J. POLAK, "Contribution of the September 1949 Devaluations to the Solution of Europe's Dollar Problem", Staff Papers, septembre 1951.
- J. ROBINSON, "The Foreign Exchanges", chapitre de "Essays in the Theory of Employment", 1937 (Macmillan & Co), ou 1947 (Oxford, blackwell; édition augmentée); repris dans "Readings in the Theory of International Trade", 1953, pp 53-83.
- R.R. RHOMBERG and L. BOISSONNEAULT, "Effects of Income and Prices Changes on the U.S. Balance of Payments", Staff Papers, XI, 1964, pp 85-91.
- R.R. RHOMBERG, "Private Capital Movements and Exchange Rates in Developing Countries", Staff Papers, mars 1961, pp 1-25.
- J. RUEFF, "Le lancinant problème des balances de paiements", Paris, Payot, 1966.
- P. SALIN, "L'équilibre monétaire en économie ouverte", thèse, Paris, 1965.
- P. SALIN, "La controverse des changes flexibles et le problème de l'équilibre simultané interne et externe", Economia Internazionale, août 1965, pp 371-412, et novembre 1965, pp 618-640.
- P. SALIN, "Réflexion sur la dévaluation de la livre sterling", Revue d'Economie Politique, mars-avril 1968, pp 11-17.
- P. SALIN, "L'équilibre macroéconomique dans les relations internationales", rapport présenté au Congrès de l'Association Internationale de Science Economique, Montréal, septembre 1968. - Université de Nantes.
- P. SALIN, "Le rôle des actifs financiers dans le système monétaire international", Revue Economique, novembre 1968, pp 1021-1041.
- E. SCHNEIDER, "De l'influence de variations du taux de change sur la balance des paiements", Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B., décembre 1957, pp 473-479.

- A. SMITHIES, "Devaluation with Imperfect Markets and Economic Controls", Review of Economics and Statistics, février 1950, pp 21-23.
- E. SOHMEN, "Demand Elasticities and the Foreign Exchange Market", Journal of Political Economy, octobre 1957, pp 431-436.
- E. SOHMEN, "The Effect of Devaluation on the Price Level", Quarterly Journal of Economics, 1958, LXXIII, n° 2, pp 273-283.
- E. SOHMEN, "International Monetary Problems and the Foreign Exchanges", Princeton University, Special Papers in International Economics, n° 4, 1963.
- J. SPRAOS, "Devaluation under Policy of Full Employment", Economica, août 1964, pp 270-278.
- J.L. STEIN, "The Nature and Efficiency of the Foreign Exchange Market", Princeton University, Essays in International Finance, n° 40, octobre 1962.
- J.L. STEIN, "The optimum Exchange Market", American Economic Review, juin 1963, pp 384-402 ; reply : mars 1965, pp 170-172.
- J.L. STEIN, and E. TOWER, "The Short Run Stability of the Foreign Exchange Market", Review of Economics and Statistics, mai 1967, p 173.
- H.R. STOLL, "A Note on Exchange Rate and Capital Flows", American Economic Review, septembre 1967, pp 894-897.
- A.K. SWOBODA, "Outer Currency Uses, Capital Mobility and Euro-Dollar Market", thèse de doctorat, 1967.
- A.K. SWOBODA, "The Euro-Dollar Market : an Interpretation", Princeton University, Essays in International Finance, n° 64, février 1968.
- J. TINBERGEN, "On the Theory of Economic Policy", Amsterdam (North Holland Publishing Co.), 1952.
- R. TRIFFIN and H.C. GRUBEL, "The Adjustment Mechanism to Differential Rates of Expansion among the Countries of the European Economic Community", Review of Economics and Statistics, novembre 1962.
- R. TRIFFIN, "The World Money Maze. National Currencies in International Payments", 1966 (New Haven, London ; Yale University Press).
- R. TRIFFIN, "Our International Monetary System : Yesterday, Today and Tomorrow", Random House, New York, 1968.
- R. TRIFFIN, "Sterling, European Monetary Cooperation and World Monetary Reform", publié par le Federal Trust for Education and Research, 1968.
- S.C. TSIANG, "The Theory of Forward Exchange and Effects of Government Interventions on the Forward Exchange Market", Staff Papers, avril 1959, pp 75-106.

- S.C. TSIANG, "The rôle of Money in Trade Balance Stability : Synthesis of the Elasticity and Absorption Approaches", American Economic Review, décembre 1961, pp 912-936.
- J. VANEK, "The Effect of Devaluation on the Price Level : Comment", Quarterly Journal of Economics, 1958, LXXII, n° 4, pp 614-632.
- J. VANEK, "The Balance of Payments, Level of Economic Activity and the Value of Currency. Theory and some Recent Experiences", three lectures presented at the Graduate Institute of International Studies in Geneva, 1952 (Librairie Droz, Genève).
- J. VANEK, "International Trade : Theory and Policy", chapitre 8, 1962, (Irwin, Homewood, Ill.).
- H. von STACKELBERG, "Die Theorie des Wechselkurses bei vollstandiger Konkurrenz", Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 161, 1949; traduit en anglais dans les International Economic Papers, n° 1, Londres, 1951.
- W.H. WHITE, "Interest Rate Differences, Forward Exchange Mechanism and Scope for Short-Term Capital Movements", Staff Papers, novembre 1963, pp 485-503.

- FACTORS AFFECTING THE U.S. BALANCE OF PAYMENTS, Congress of the United States, Washington, U.S. Government Printing Office, 1962.
- THE U.S. BALANCE OF PAYMENTS - HEARINGS BEFORE THE JOINT ECONOMIC COMMITTEE, Congress of the United States, Washington, U.S. Government Printing Office, 1963.
- PICK'S CURRENCY YEARBOOK (Annuaire Pick), New York, Pick Publishing Corporation.
- RAPPORTS ANNUELS DE LA BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX.
- RAPPORTS ANNUELS DU FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL.
- RAPPORT ANNUEL 1967 DE LA BANQUE NATIONALE DU CONGO.



T A B L E

D E S M A T I E R E S

TABLE DES MATIERES.

<u>INTRODUCTION.</u>	1
<u>Première partie : ANALYSE DES EFFETS D'UNE DEVALUATION.</u>	11
Introduction - Signification du taux de dévaluation.	12
<u>CHAPITRE 1 : L'APPROCHE DES ELASTICITES.</u>	17
<u>Introduction</u> : 1. Importance des élasticités.	19
2. Caractère particulier ou global des concepts utilisés.	20
<u>I. EXPOSE DES EFFETS DE LA DEVALUATION SELON L'APPROCHE DES ELASTICITES.</u>	23
Section 1 : <u>Les recettes et les dépenses en monnaie nationale.</u>	23
A/ Les recettes d'exportation.	24
1. Conséquence et origine de l'élasticité de la courbe de demande étrangère d'exportation :	26
1. Elasticité.	26
2. Inélasticité.	29
2. Conséquence et origine de l'élasticité de la courbe d'offre nationale d'exportation :	31
1. Inélasticité.	31
A/Le plein-emploi.	32
B/La position monopolistique.	34
1. Comportement monopolistique d'une firme.	35
2. Comportement monopolistique des autorités nationales.	36
2. Elasticité.	43
3. Résumé des conclusions.	45
B/ Les dépenses d'importation.	46

Section 2 : <u>Les recettes et les dépenses en devises.</u>	49
1. <u>Le théorème de Marshall-Lerner.</u>	49
-Exposé.	49
-Hypothèses restrictives.	52
2. <u>Généralisation de l'analyse de Lerner.</u>	57
A/ Les recettes d'exportation en devises.	58
Résumé graphique.	60
B/ Les dépenses d'importation en devises.	61
Résumé graphique.	63
RESUME - tableau récapitulatif.	64
<u>II. CRITIQUES ET COMMENTAIRES SUR L'APPROCHE EN TERMES DES ELASTICITES.</u>	67
Section 1 : <u>Signification des courbes d'offre et de demande d'importation et d'exportation.</u>	67
A/ Principe des offres et demandes excédentaires.	68
B/ Examen des différentes courbes.	70
1. Courbe de demande nationale d'importation.	70
2. Courbe d'offre nationale d'exportation.	72
3. Courbe de demande étrangère d'exportation.	73
4. Courbe d'offre étrangère d'importation.	74
CONCLUSIONS.	75
Section 2 : <u>Hypothèses de courte ou de longue période.</u>	79
- Principe.	79
- Courbes anormales :	
1. Courbe d'offre décroissante plus élastique que la courbe de demande.	80
2. Courbe d'offre décroissante moins élastique que la courbe de demande.	83
Section 3 : <u>Caractère partiel de l'approche des élasticités.</u>	86
1. <u>Les circonstances exogènes :</u>	87
1. Les prévisions.	87
2. Le régime des transactions commerciales extérieures.	88
2. <u>Nécessité d'une généralisation théorique.</u>	89
Section 4 : <u>Valeur des conclusions de l'approche des élasticités.</u>	92

<u>CHAPITRE 2 : L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.</u>	92
<u>I. EXPOSE DES EFFETS DE LA DEVALUATION SELON L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.</u>	94
Introduction.	94
Section 1 : <u>Les effets sur le revenu.</u>	97
1- L'effet des ressources inemployées.	97
2- L'effet des termes d'échange.	97
Section 2 : <u>Les effets directs sur l'absorption.</u>	100
<u>II. OBSERVATIONS ET COMMENTAIRES SUR L'APPROCHE EN TERMES DE L'ABSORPTION.</u>	104
Section 1 : <u>Aspect politique de l'approche de l'absorption.</u>	104
Section 2 : <u>Analyse réelle ou monétaire.</u>	105
Section 3 : <u>Relations entre l'approche de l'absorption et l'approche des élasticités.</u>	107
Section 4 : <u>Caractère incomplet de l'approche de l'absorption.</u>	110
<u>CHAPITRE 3 : PROLONGEMENT DE L'APPROCHE DE L'ABSORPTION.</u>	111
Section 1 : <u>Equilibre et mouvement du revenu national.</u>	113
A/ En économie fermée.	113
B/ En économie ouverte.	115
Section 2 : <u>Représentation graphique de l'équilibre du revenu national.</u>	118
Section 3 : <u>Dévaluation et équilibre du revenu national.</u>	121
Premier cas.	122
Deuxième cas.	124
Troisième cas.	126
Section 4 : <u>Conclusions.</u>	129
<u>CONCLUSIONS DE LA PREMIERE PARTIE.</u>	131

<u>Deuxième partie : TAUX DE CHANGE ET DEMANDE DE MONNAIE.</u>	132
<u>CHAPITRE 1 : JUSTIFICATIONS DE L'ETUDE DU COMPORTEMENT</u> <u>D'ACTIF DES AGENTS ECONOMIQUES DANS LE</u> <u>DOMAINE DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX.</u>	135
Section 1 : <u>L'apport de la théorie monétaire contemporaine.</u>	136
Section 2 : <u>Quelques aspects concrets et actuels des</u> <u>paiements internationaux.</u>	141
1. Le dollar et le déficit américain.	142
2. Les euro-monnaies.	146
3. La livre sterling.	147
4. Le mark allemand.	149
<u>CHAPITRE 2 : NECESSITE DE L'EXISTENCE DES LIQUIDITES</u> <u>INTERNATIONALES.</u>	154
Section 1 : <u>Equilibre sur le marché des changes.</u>	156
Section 2 : <u>Rôle de la balance des paiements.</u>	157
Section 3 : <u>Choix du régime de change.</u>	158
<u>CHAPITRE 3 : NIVEAU ET COMPOSITION DES LIQUIDITES</u> <u>INTERNATIONALES.</u>	162
Section 1 : <u>Niveau des réserves des banques centrales.</u>	163
Section 2 : <u>Encaisses en monnaies étrangères des agents</u> <u>économiques privés.</u>	169
1. Motif de transactions.	169
2. Motif de spéculation.	174

<u>CHAPITRE 4 : SIGNIFICATION DE L'AJUSTEMENT DU TAUX DE CHANGE.</u>	180
- La dévaluation.	180
- Les politiques alternatives ou complémentaires.	181
<u>CHAPITRE 5 : L'APPROCHE BANCAIRE.</u>	186
Section 1 : <u>Schéma simplifié de détermination du taux de change d'équilibre : "l'approche bancaire".</u>	188
Section 2 : <u>Exploitation de l'approche bancaire.</u>	196
Section 3 : <u>Facteurs déterminant la valeur du taux de change.</u>	204
<u>CONCLUSIONS GENERALES ET ETUDES COMPLEMENTAIRES.</u>	207

+++ +++

+++

ANNEXES.

BIBLIOGRAPHIE.

TABLE DES MATIERES.

+++ +++

+++