

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES ÉCONOMIQUES ORIENTATION GÉNÉRALE À FINALITÉ SPÉCIALISÉE

Aspects des systèmes de double marché des changes

Lemaire, Jean

Award date:
1974

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.

FMB 8/1974/18c

FACULTES UNIVERSITAIRES NOTRE-DAME DE LA PAIX - NAMUR

Faculté des Sciences Economiques et Sociales

Année Académique 1973 - 1974

ASPECTS DES SYSTEMES DE DOUBLE MARCHE DES CHANGES

Jean LEMAIRE

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

(Option : Publique)

Le Professeur de Groote nous a suggéré ce sujet de mémoire et a accepté d'en diriger la préparation. Nous tenons à lui exprimer ici toute notre gratitude.

Nous remercions également le Professeur Abraham, rapporteur du mémoire, et le Professeur Salin, qui a bien voulu nous accueillir pendant quelques mois à ses séminaires de l'Université de Paris IX.

Paul Reding nous a apporté une aide précieuse.

INTRODUCTION GENERALE.

1. Au cours des années cinquante et soixante, les structures économiques des pays du monde industrialisé ont évolué de manière telle que leur interdépendance n'a fait que s'accroître.

Le commerce mondial, en particulier, a connu un essor remarquable, et l'ouverture de chaque économie nationale aux produits d'origine étrangère est devenue de plus en plus grande. Or l'activité économique de pays pour lesquels les exportations et les importations représentent une fraction importante du produit national est très sensible aux perturbations notamment conjoncturelles qui affectent leurs partenaires commerciaux les plus importants. Comme les répercussions sur l'équilibre économique ne vont pas nécessairement dans le sens souhaité, des problèmes nouveaux de politique économique se sont posés.

L'interdépendance économique des différentes économies nationales n'est pas seulement le produit de relations commerciales plus intenses, mais encore d'une liaison plus étroite des différents marchés monétaires nationaux, liaison qui se manifeste par des flux de capitaux de grande ampleur, très sensibles aux différences de taux d'intérêt et aux anticipations de changements de parités. On cite généralement trois facteurs structurels d'explication de la tendance à une plus grande intégration financière : le retour à la convertibilité externe des principales monnaies en 1958, le développement du marché de l'euro-dollar, l'importance des sociétés multinationales.

Une intégration économique plus étroite n'a pas été sans poser des difficultés croissantes de balances des paiements dans un monde où l'évolution des coûts et des prix est différente de pays à pays, où les cycles économiques ne sont pas synchronisés, où les objectifs prioritaires de la politique économique sont d'ordre interne.

En conséquence, au cours des années soixante, de nombreuses tentatives ont été faites en vue de rendre à la politique monétaire son autonomie nationale. En régime de taux de change fixes, en effet, et avec, de surcroît, une grande mobilité des capitaux, il peut être difficile de suivre une politique de liquidité ou de taux d'intérêt dictée par des impératifs internes sans subir des pertes de devises ou des fluctuations importantes du niveau des réserves de change.

Selon ARGY et PORTER ("Financial integration and interest rates linkages", IMF Staff papers, 1973), on peut classer les méthodes utilisées pour rendre une certaine indépendance à la politique monétaire malgré l'intégration financière en trois catégories.

Dans la première catégorie, on trouve des pratiques qui visent à affecter directement la mobilité des capitaux : contrôle des changes, contrôle de la position extérieure nette des banques commerciales,...

Ensuite vient la méthode qui consiste à neutraliser les effets de la situation des paiements extérieurs sur l'offre de monnaie. Cette méthode est applicable dans la mesure où les déséquilibres extérieurs sont réversiblese et dans la mesure où la banque centrale dispose d'un volant de réserves suffisant.

Dans la troisième catégorie, on classe les méthodes qui visent à scinder la politique monétaire en deux éléments, telle la "réglementation Q" américaine, et, surtout, le "policy mix"

En affectant la politique monétaire à la réalisation des objectifs externes et la politique budgétaire aux objectifs d'équilibre interne, on peut théoriquement atteindre tous les objectifs de la politique économique conjoncturelle.

La difficulté pratique la plus importante posée par cette méthode est que sa mise en oeuvre suppose une grande flexibilité de la politique budgétaire, peut-être plus grande que celle qui est observée dans la réalité.

2. Un autre mécanisme imaginé dans le but de réduire les contraintes imposées par l'intégration financière du monde est le double marché des changes.

Il s'agit d'imposer un traitement différent aux transactions effectuées entre résidents et étrangers, selon qu'il s'agit de transactions courantes ou de transactions en capital. Les transactions courantes se font à un taux de change fixe ou fluctuant à l'intérieur de marges étroites, sur un marché où la banque centrale intervient selon les règles du FMI ou les règles imposées par des accords internationaux. Les transactions en capital se font sur un marché libre, à un taux fixé en fonction de l'offre et de la demande.

Ce dispositif a été utilisé par l'UEBL dès 1955. A l'origine, la fluctuation du taux de change sur le marché libre était conçue comme un substitut aux contrôles directs sur les mouvements de capitaux, comme une parade plus libérale à la menace que faisait peser sur les réserves de change une tendance structurelle à l'exportation de capitaux.

Le double marché des changes n'acependant suscité un véritable intérêt que vers la fin des années '60, au moment où des crises monétaires à répétition ont affecté le système monétaire international.

A ce moment, l'instauration de doubles marchés des changes a été préconisée par la Commission des Communautés européennes. Des voix se sont fait entendre en faveur de l'application du système aux relations entre la CEE prise comme un tout et les Etats-Unis.

Enfin, le système a été renforcé dans l'UEBL. Des expériences ont été tentées par la France, de 1971 à janvier 1974, et, brièvement par l'Italie en 1973.

C'est également vers la fin des années '60 que l'on s'est préoccupé d'analyser scientifiquement les caractéristiques des doubles marchés des changes.

4

3. Nous commencerons notre étude des doubles marchés des changes par une description générale. Seront abordés les problèmes d'organisation technique, les méthodes de gestion du marché libre par la banque centrale et leurs implications pour la structure de la balance des paiements globale, la formation du taux de change du marché libre.

La partie maîtresse du mémoire sera constituée par l'analyse de l'équilibre macro-économique d'une petite économie ouverte dotée d'un tel système de change et l'efficacité de la politique économique conjoncturelle dans une telle économie. Les résultats dépendent des hypothèses quant au comportement de la banque centrale sur le marché libre.

Nous critiquerons, enfin, le modèle étudié et nous montrerons quels prolongements de l'analyse seraient souhaitables.

EMAIRE

Chapitre I

CARACTERISTIQUES GENERALES DES SYSTEMES DE DOUBLE MARCHE DES CHANGES

Le système de double taux de change est celui dans lequel les transactions courantes et les transactions en capital sont traitées sur deux marchés des changes différents et séparés. Sur le marché officiel, réservé aux transactions courantes, la banque centrale intervient de façon à maintenir le taux de change à l'intérieur de marges de fluctuation étroites. Sur le marché libre, destiné aux transactions en capital, le taux de change est fixé par l'offre et la demande de devises. Le marché libre peut éventuellement être le théâtre d'interventions discrétionnaires de la banque centrale.

Trois questions seront abordées dans ce chapitre.

On examinera les caractéristiques institutionnelles de ces systèmes de change et on montrera les limites de leur efficacité en tant qu'instrument de contrôle des flux de capitaux et de protection des réserves.

Ensuite, on décrira les effets monétaires et réels des soldes des paiements extérieurs en régime de double marché des changes. On comparera ces effets avec ceux qui auraient été observés dans d'autres systèmes de change.

Enfin, on fera apparaître les mécanismes par lesquels les fluctuations du taux de change du marché libre influencent les mouvements de capitaux.

A. La répartition des opérations de paiement entre les deux marchés.

Lorsqu'un pays décide de se doter d'un double marché des changes, le problème d'organisation fondamental qui se pose aux autorités monétaires concerne l'établissement d'une table de répartition des transactions internationales selon leurs natures entre les deux compartiments du marché.

Ce problème d'affectation sera résolu sur base de considérations "théoriques", mais aussi, et pour une part très importante, en fonction de contingences de nature technique et pratique.

Selon la définition habituelle du système de double marché des changes, les paiements relatifs à des transactions courantes doivent être dirigés vers le marché officiel ou réglementé, sur lequel la banque centrale assure le maintien du taux de change à l'intérieur des marges de fluctuation imposées par les accords internationaux; par contre, toujours selon cette définition, les paiements consécutifs à des transactions en capital doivent être réglés par l'intermédiaire du marché libre, sur lequel les taux de change fluctuent sans limites institutionnelles.

Ce principe général est un produit de l'expérience historique : les accords de Bretton Woods prévoyaient que les transactions courantes doivent être traitées à un taux de change fixe, modifiable uniquement en cas de déséquilibre fondamental de la balance des paiements. Ces dispositions avaient pour but d'assurer la stabilité du statut des échanges internationaux jugée indispensable au développement du commerce mondial, et à éviter les dévaluations de combat. Cependant, les mêmes accords autorisaient l'imposition de contrôles et de restrictions aux mouvements de capitaux, destinés à protéger les marchés des changes des désordres causés par les déplacements spéculatifs de fonds semblables à ceux qui avaient marqué l'entre-deux-guerres. L'origine et la justification du système de double marché des changes se retrouvent dans ces conceptions sur les paiements extérieurs. La fixité du taux du marché officiel est une garantie pour les opérations commerciales. Le marché libre est un substitut au contrôle des mouvements de capitaux : les fluctuations du taux de change assurent une régulation

automatique de ces flux financiers, qui sont entièrement libres par ailleurs. Les réserves de changes sont protégées contre les sorties excessives de fonds et ne servent que d'encaisses de précaution destinées aux besoins prioritaires d'importation, aucun gonflement excessif des réserves dû à des mouvements spéculatifs ne va dérégler la liquidité interne de l'économie.

Une présentation récente du double marché des changes⁽¹⁾ justifie la différence de traitement entre les transactions courantes et les transactions en capital en s'appuyant sur la distinction entre les deux fonctions monétaires de moyen de paiement et de réserve de valeur. La demande de devises au titre de moyens de paiement doit se voir garantir la stabilité des taux de change. Par contre, la demande de devises destinée à la constitution de placements doit subir "la loi des placements" : se trouver une contrepartie sur le marché à un prix fixé par ce marché. En effet, en régime de taux fixe et unique, les anticipations de modifications de parité entraînent la formation de "trous" dans la masse monétaire et les réserves des pays à monnaie faible et le gonflement de la liquidité des pays à monnaie forte d'une part, des pressions susceptibles d'amener certains à pays à dévaluer ou à réévaluer dans la précipitation d'autre part. Or ces manifestations peuvent être indésirables du point de vue de leurs effets sur les objectifs de la politique économique interne. En outre, rien n'indique a priori que les spéculateurs soient mieux en mesure d'apprécier la nécessité et le moment de modifier la parité d'une monnaie : cette décision est à prendre en fonction de la situation des paiements extérieurs ayant une base réelle, c'est-à-dire les échanges commerciaux, et en fonction de l'évolution des prix et des coûts de l'économie par rapport aux prix et aux coûts étrangers. Il convient donc de séparer les mouvements internationaux de capitaux des transactions courantes, et de neutraliser leurs effets sur la masse monétaire, qui peuvent n'avoir aucune justification économique.

La dichotomie transactions courantes-transactions en capital qui sert de fondement au système de double marché des changes se justifie certainement du point de vue économique.

(1) E. de Borsy - *Leçon inaugurale de l'année académique 1973-74 de l'Institut supérieur de commerce St Louis de Bruxelles*
Compte-rendu dans le "Livre Belgique" du 3 octobre 74

Il s'en faut cependant de beaucoup qu'un régime concret de double marché des changes puisse être purement et simplement organisé sur cette base. Un certain nombre de contingences techniques et institutionnelles vont intervenir, qui conduiront à adapter le principe.

En premier lieu, l'autorité responsable de la réglementation des changes devra tenir compte de la difficulté qu'il y a à distinguer parmi les paiements effectués au moyen de billets de banque et de chèques de voyage ceux qui sont relatifs à des opérations de commerce frontalier et à des dépenses de tourisme et ceux qui constituent des transferts spéculatifs de fonds. Toutes ces opérations seront dirigées arbitrairement vers l'un ou l'autre des marchés des changes. En principe, comme les transferts de billets peuvent constituer un véhicule privilégié pour les fuites de capitaux privés, c'est le marché libre qui sera choisi. D'ailleurs les accords internationaux n'obligent nullement les banques centrales à soutenir le cours de leur monnaie sur le marché du change manuel.

En deuxième lieu, des accords internationaux, en particulier des traités d'union économique, peuvent interdire d'imposer des restrictions aux mouvements de capitaux entre pays membres. Ces flux de fonds devront être admis sur le marché réglementé.

Plus fondamentalement, les autorités monétaires ne peuvent se désintéresser complètement du niveau des cours de change et de leur évolution sur le marché libre, et ce pour plusieurs raisons.

D'abord une différence importante entre le cours du marché libre et celui du marché officiel rend la fraude particulièrement profitable et oblige l'organisme responsable à multiplier et à renforcer considérablement les contrôles. Il est bon de noter que, au contraire de la spéculation sur les changements de parité, les transferts frauduleux de fonds d'un compartiment du marché à l'autre permettent de réaliser un gain immédiat et connu pour un risque donné.

D'autre part, une variabilité importante dans les fluctuations du cours du marché libre est susceptible de perturber le fonctionnement des marchés internationaux de liquidité et de susciter la spéculation.

Des écarts de cours importants, s'ils absorbent des mouvements spéculatifs, gênent également, et pénalisent éventuellement, des mouvements de capitaux qui contribuent directement à la formation

du revenu national en réalisant une affectation optimale des épargnes courantes aux emplois les plus productifs.

Pour des raisons tant techniques qu'économiques, il convient donc d'organiser un système de double marché des changes de telle manière que le taux de change du marché libre s'établisse à un niveau voisin du cours du marché officiel, et que cet équilibre de voisinage soit stable à plus ou moins long terme, c'est-à-dire qu'aucune appréciation ou dépréciation continue du cours libre n'a paraisse.

Ce résultat peut être obtenu de la façon suivante : les autorités monétaires établissent la réglementation de telle manière que l'offre et la demande de devises s'équilibrent sur le marché libre à un taux de change proche de la parité. D'autre part, certaines catégories d'importations seront admises indifféremment sur les deux marchés. Se dirigeant vers le marché offrant le cours le plus favorable, changeant donc de marché lorsque la situation relative des cours se modifie, elles établiront un lien entre les cours des deux marchés. Enfin, des modifications seront introduites dans la réglementation chaque fois que des changements structurels apparaîtront dans l'offre et la demande de devises sur le marché libre. De cette manière, il n'y aura d'écarts importants entre les cours des deux marchés que si des pressions spéculatives le justifient.

Notons immédiatement que la mise en place d'un système de double marché des changes et sa gestion exigent une connaissance suffisamment précise de l'ampleur des différents flux qui composent la balance des paiements d'un pays.

Il est évident que le partage des opérations entre les deux marchés qui répondra le mieux à ces exigences ne correspondra pas, sauf hasard, à la distinction entre les transactions courantes et les transactions en capital.

Si les deux marchés ne sont pas parfaitement étanches, plus le lien entre les deux compartiments est fort, moins les réserves de change seront protégées des flux additionnels de capitaux, les pressions apparaissant sur le marché libre ayant des répercussions sur le marché officiel.

Certains font remarquer que le fait d'affecter certains mouvements de capitaux au marché officiel fait perdre au double taux de change un des avantages qu'il peut avoir sur le procédé

qui consiste à imposer des restrictions discriminatoires qui favorisent relativement une partie des mouvements d'actifs. Un double marché des changes avec séparation parfaite des mouvements de capitaux n'entraînerait pas de distorsions de ce type. Mais il ne faut sans doute pas s'exagérer la portée pratique de ce principe de welfare.

En résumé, compte tenu de la difficulté de reconnaître la nature de certaines opérations de paiement, de la nécessité de réduire le plus possible, en période normale, l'écart entre le taux de change du marché libre et celui du marché officiel, un système de double marché des changes ne peut être construit purement et simplement sur la distinction entre transactions courantes et transactions en capital.

B. Aspects réglementaires et techniques.

1. Nous décrirons d'abord le dispositif technique qui permet de réaliser en pratique la séparation d'un marché des changes en deux compartiments, tout en gardant une organisation "décentralisée" des paiements extérieurs.

Il consiste en l'introduction d'une différenciation entre les comptes bancaires utilisés pour le règlement de paiements à l'étranger.

FLEMING, dans sa description théorique des systèmes de double marché des changes, propose d'obliger les banques commerciales intermédiaires du marché des changes à ouvrir deux catégories de comptes en monnaie nationale pour les non-résidents : des comptes en francs courants et des comptes en francs financiers. Les banques elles-mêmes possèdent des "working balances" libellées en francs courants et en francs financiers pour leurs opérations sur le marché des changes. Les autres résidents sont supposés ne pas détenir de devises en compte : le produit d'exportations ou de cession d'actifs doit être cédé immédiatement sur le marché "ad hoc"; les devises acquises sur l'un des deux marchés doivent être utilisées immédiatement pour effectuer un paiement admis sur ce marché.

Dans la suite de cette section, on s'appuiera sur le dispositif imaginé par l'Institut belgo-luxembourgeois du change, qui prévoit la possibilité pour les résidents de détenir des devises en compte. Dans ce cas, une différenciation est introduite dans les comptes en devises des résidents : les banques ouvriront des comptes en

"devises courantes" ou "comptes réglementés" et des comptes en "devises financières" ou "comptes ~~finan~~ libres". La distinction prévue par Fleming entre les comptes en francs courants des non-résidents (ou comptes convertibles) et les comptes en francs financiers des non-résidents (ou comptes financiers) reste bien sûr d'application.

C'est en réglementant et en surveillant l'utilisation de ces comptes que l'on réalisera la séparation des marchés.

2. Un double marché des changes protecteur à la sortie;

La banque centrale qui crée un marché libre des changes peut n'avoir que des objectifs limités : par exemple, protéger ses réserves de change uniquement contre les sorties de capitaux, une augmentation des réserves étant jugée bénéfique. Dans ce cas, il suffira d'instaurer une version incomplète, asymétrique de double marchés des changes.

Etant donné l'objectif, il faut empêcher les résidents et les non-résidents détenteurs d'avoirs dans le pays et désireux d'effectuer des placements ou investissements à l'étranger de s'adresser au marché officiel des devises et de peser éventuellement sur les réserves de change du pays. Par ailleurs, les exportateurs nationaux doivent être obligés de céder leurs devises à la banque centrale, à un importateur de biens et services par l'intermédiaire du marché officiel, ou encore les conserver en compte réglementé : les recettes d'exportation doivent être réservées à la couverture des besoins d'importation et ne peuvent en aucun cas servir à financer des exportations de capitaux. Le degré de cloisonnement des marchés est donné schématiquement par le tableau suivant :

	Paiement de l'extérieur	vers l'extérieur
Transactions courantes	Marché officiel	Au choix
Transactions en capital	Au choix	Marché libre

Les importations de biens et services, les paiements d'intérêts et de salaires peuvent passer par l'un ou l'autre des deux marchés; cependant, ces opérations se feront en principe par l'intermédiaire du marché officiel qui offre un taux de change plus favorable (le taux de la monnaie nationale est soutenu par la banque centrale).

Au contraire, les paiements relatifs à des entrées de capitaux ou à des rapatriements d'actifs se feront par l'intermédiaire du marché

libre, sur lequel la monnaie nationale est dépréciée.

Une telle réglementation est protectrice à la sortie des capitaux uniquement. Les opérateurs cherchant à exporter des capitaux sont forcés de se trouver une contrepartie sur le marché; en cas de demande excessive de devises sur le marché libre, le taux de la monnaie nationale (exprimé au certain) se déprécie, et les sorties de capitaux se stabilisent. Si, par contre, une offre excessive de devises se manifeste sur le marché libre, le cours de la monnaie nationale s'y appréciera sans doute, mais il ne pourra durablement dépasser le cours du marché officiel. En effet, dans cette hypothèse, les opérateurs désireux de rapatrier des avoirs et les investisseurs étrangers s'adresseront au marché officiel pour obtenir la conversion de leurs devises. Les importateurs par contre s'adresseront au marché libre pour obtenir les devises nécessaires à leurs opérations commerciales. Ces glissements d'un marché vers l'autre renforcent la demande sur le marché libre et y diminuent l'offre, jusqu'à ce que le cours libre tombe en dessous du cours du marché officiel. Le processus peut être accléré si les autorités laissent les opérateurs libres de vendre sur le marché officiel des devises acquises sur le marché libre. L'arbitrage inverse doit cependant rester interdit.

Ainsi, si une modification structurelle intervient dans le comportement des opérateurs nationaux et étrangers en ce qui concerne la diversification géographique de leur portefeuille, ou si des entrées massives de capitaux à court terme ont lieu, le cours du marché libre se rapproche du cours du marché officiel, mais ne le dépasse pas : des devises sont acquises sur le marché libre pour être revendues sur le marché officiel. La banque centrale intervient moins à la vente ou plus à l'achat sur ce marché; les réserves augmentent plus vite ou diminuent moins vite, la liquidité de l'économie se gonfle. Le système ne neutralise que les effets des sorties de capitaux.

- Le contrôle administratif doit porter sur les points suivants :
- tous les investissements à l'étranger sont réglés au moyen de devises acquises sur le marché libre, ou de devises conservées en compte libre, ou encore en créditant un compte financier, et par aucun autre moyen;
 - toutes les recettes d'exportations et d'autres transactions courantes sont cédées sur le marché officiel, ou gardées en compte convertible, si elles ont pris la forme de devises; sinon, le débiteur étranger

a utilisé des francs conservés en compte converti (qui ne peuvent provenir que d'importations nationales antérieures);
 - aucun transfert de devises n'a lieu du marché libre vers le marché officiel.

3. Un système complet de double marché des changes.

Les autorités monétaires peuvent être désireuses d'empêcher que les mouvements de capitaux aient aucun effet net sur le montant des réserves et sur la liquidité de l'économie, que la tendance, pour la parité en vigueur, soit aux entrées ou aux sorties de fonds.

Il convient alors d'introduire deux modifications dans le dispositif décrit dans le paragraphe précédent.

Tout d'abord, il faut supprimer toute possibilité d'arbitrage direct entre les deux marchés; on interdira d'acheter des devises sur le marché libre pour les revendre sur le marché officiel. Alors seulement, le cours du marché libre aura la possibilité de fluctuer de part et d'autre du cours du marché officiel.

Pour une protection parfaite des réserves de change, on ne laissera subsister aucune possibilité de choix entre les deux marchés pour aucune catégorie d'opérations et quelle que soit la direction du flux de paiement. Les importations seront financées par des devises acquises sur le marché officiel obligatoirement, et les entrées de capitaux passeront par le marché libre.

Si ces deux conditions sont remplies, les deux marchés sont parfaitement cloisonnés.

Cependant, dans le but de stabiliser quelque peu les écarts entre les cours des deux marchés, la banque centrale peut laisser subsister quelques possibilités de choix entre les marchés pour certaines opérations. Il faut néanmoins que subsistent sur chaque marché une offre et une demande obligatoires de devises, pour que le taux du marché libre puisse fluctuer de part et d'autre de la parité. Les flux de capitaux potentiellement déstabilisants devront évidemment rester affectés au marché libre. Il faut noter que plus nombreuses seront les possibilités de choix et plus importantes seront les quantités sur lesquelles elles portent, moins parfaite sera la protection des réserves de change et plus on se rapproche d'un système de change unique. En effet, les tensions apparaissant sur le marché libre peuvent provoquer des modifications dans le choix du marché pour les opérations libres et avoir des

répercussions sur l'état de l'offre et de la demande sur le marché officiel.

Comme il n'y a que deux marchés et deux catégories de transactions, le contrôle administratif peut ne porter que sur la régularité de, par exemple, les transactions courantes : les autorités s'assureront que seules les transactions courantes et toutes les transactions courantes sont réglées par l'intermédiaire du marché officiel.

- Toutes les exportations, tous les paiements d'intérêts et de salaires et seules ces transactions donnent lieu à la vente de devises sur le marché officiel, à un versement au crédit d'un compte réglementé ou à une inscription au débit d'un compte convertible;
- toutes les importations, tous les paiements d'intérêts et de salaires vers l'étranger et seules ces transactions donnent lieu à des achats de devises sur le marché réglementé, à une inscription au débit d'un compte réglementé ou à un versement au crédit d'un compte convertible.

C. Conclusion : le double marché des changes comme instrument de protection des réserves contre les mouvements de capitaux.

La mise en oeuvre d'un système de double marché des changes suppose qu'il est possible d'établir une distinction rigoureuse entre les paiements relatifs à des transactions courantes et les paiements relatifs à des transactions en capital. Dans l'appréciation de cette hypothèse, il ne s'agit pas seulement de voir si l'autorité administrative est en mesure d'imposer un contrôle efficace de la régularité des opérations - ce problème se pose dans toute organisation réglementée des marchés des changes -, mais bien plus de voir dans quelle mesure les règles du double marché sont suffisantes pour isoler toutes les transactions en capital. Certains mouvements de fonds assimilables à des mouvements de capitaux sont en effet étroitement liés à des transactions courantes.

La lacune la plus évidente du double marché des changes concerne les "leads and lags", contre lesquels il n'offre aucune protection, à l'égal d'ailleurs des autres systèmes de change. Les exportateurs ont toujours la possibilité de conserver leurs devises à l'étranger et de les rapatrier le plus tard possible,

ou encore de les accumuler, sans les convertir, en compte réglementé. Or ceci entraîne une réduction temporaire de l'offre sur le marché officiel et des pressions sur les réserves. Rien n'empêche les importateurs d'anticiper leurs paiements, ou d'acheter par avance des devises qu'ils conserveront en compte réglementé. Ceci augmente la demande de devises sur le marché officiel, et oblige la banque centrale à intervenir pour soutenir le cours de sa monnaie, alors qu'aucune modification réelle n'est intervenue dans les échanges avec le reste du monde. Des mouvements de capitaux ont affecté les réserves sans qu'aucune fraude n'ait été commise. Or l'expérience prouve que les leads and lags jouent un rôle de premier plan en période de désordres monétaires.

D'autres mouvements de fonds qui sont à strictement parler des flux de capitaux influencent directement l'offre et la demande de devises sur le marché réglementé.

Ce sont d'une part, les variations dans le montant inscrit aux comptes convertibles en francs des non-résidents, non justifiées par une opération commerciale simultanée, et d'autre part, les variations des comptes en devises des banques commerciales : en effet, si les banques commerciales achètent des devises sur le marché réglementé au delà des besoins normaux de leurs clients pour la période, elles se constituent des avoirs étrangers éventuellement au détriment des réserves de la banque centrale.

Donc, en période de crise monétaire tout au moins, un certain nombre de mécanismes de contrôles supplémentaires devront être adjoints au double marché des changes, si l'on veut protéger efficacement les réserves de change contre tous les mouvements de capitaux à court terme.

Il faudra notamment empêcher le développement du jeu des leads and lags : par exemple, en imposant la cession immédiate des recettes d'exportation sur le marché au comptant et l'utilisation immédiate des devises achetées sur le marché officiel.

LA BALANCE DES PAIEMENTS GLOBALE EN REGIME DE DOUBLE MARCHÉ DES CHANGES

Cette section sera consacrée à la description des caractéristiques de la balance des paiements globale d'un pays possédant un système de double marché des changes. Les flux nets de capitaux, s'il y en a, dépendront de la politique suivie par la banque centrale vis-à-vis du marché libre. L'impact de ces paiements extérieurs globaux sur l'ensemble de l'économie, en particulier sur sa liquidité, sera précisé et comparé à la situation qui aurait prévalu en régime de taux de change unique, fixe et flexible.

On supposera que toutes les transactions courantes sont réglées par l'intermédiaire du marché officiel et que le marché libre reçoit tous les mouvements de capitaux.

A. Objectifs et formes de la gestion du marché libre par les banques centrales.

La banque centrale peut d'abord, et c'est ce que suggèrent la définition habituelle du double marché et l'examen de la politique suivie par la Banque nationale de Belgique, s'abstenir de toute intervention sur le marché libre des changes. Alors, le taux de change du marché libre s'établit à un niveau qui assure le "clearing" du marché. Il n'y a alors pas de flux net de capital entre le pays et le reste du monde. L'objectif sous-jacent à cette attitude est d'empêcher des sorties nettes de capitaux d'aggraver un déficit éventuel de la balance commerciale ou de ralentir la reconstitution de réserves de change rendue possible par la réapparition d'un surplus commercial, ou encore d'empêcher des entrées nettes de capitaux de gonfler des réserves déjà exagérément élevées.

La banque centrale peut préférer une politique de "dirty floating", de flexibilité administrée pour le taux de change du marché libre.

Une méthode de gestion consisterait à maintenir les fluctuations du taux de change libre à l'intérieur de marges déterminées, simplement plus larges que les marges garanties sur le marché officiel. Ceci supposerait que les autorités monétaires estiment indésirables des appréciations ou des dépréciations trop importantes du taux libre. Ce pourrait être le cas lorsque le contrôle et la répression des fraudes deviennent très difficiles à partir d'une certaine décote ou surcote du taux libre. Cependant ce type d'intervention paraît peu intéressant. Il fait perdre un des avantages

du double marché des changes, la protection des réserves contre les mouvements de capitaux, au moment précisément où des flux importants se manifestent. Exactement comme dans un système de taux de change unique et fixe, peut-être après un délai de grâce supplémentaire, la banque centrale devrait perdre des réserves et alimenter ainsi les fuites de capitaux, ou acheter des devises indésirables dès qu'une tension importante se manifesterait sur les marchés des changes.

Une autre hypothèse, plus vraisemblable, est que la banque centrale intervienne de manière discrétionnaire sur le marché libre, en fonction des circonstances.

Ces interventions pourraient avoir pour but d'aider les autorités responsables du contrôle administratif en limitant l'écart entre les deux cours de change, ou encore de prévenir l'apparition d'un déséquilibre purement temporaire ou saisonnier sur le marché libre, si ce déséquilibre était susceptible d'inquiéter les opérateurs et de déclencher des mouvements de fuite.

Des théoriciens ont remarqué que des interventions sur le marché libre pourraient servir à limiter les réserves de change trouvant leur origine dans le marché officiel : en cas de déficit commercial (apparaissant sur le marché officiel), la banque centrale achèterait des devises sur le marché libre de façon à reconstituer au moins partiellement ses réserves; en cas de surplus sur le marché officiel, elle vendrait tout ou partie des devises acquises lors de l'intervention sur le marché officiel. A supposer que les mouvements de capitaux soient suffisamment élastiques au taux de change, la banque centrale pourrait ainsi neutraliser tout déséquilibre commercial, du point de vue de son impact sur les réserves.

Dans tous les cas où la banque centrale intervient sur le marché libre, il existe un flux net de capitaux entre le pays et le reste du monde : aux ventes de devises de la banque centrale doit correspondre une sortie nette de capitaux publics non monétaires et de capitaux privés; aux achats de devises, une entrée nette de capitaux.

Les interventions destinées à empêcher toute variation nette des réserves de change peuvent s'interpréter comme un substitut à l'utilisation de la politique monétaire à des fins de balance des

paiement. Au lieu de modifier le taux d'intérêt interne de façon à tenter d'ajuster le résidu de la balance des capitaux au surplus ou au déficit de la balance commerciale, on agit sur le taux de change libre de manière à induire des mouvements de capitaux dans la direction voulue et d'ampleur suffisante pour financer le déséquilibre des transactions courantes. Les-

Les paragraphes suivants seront consacrés à l'examen de l'impact monétaire et réel des paiements extérieurs sur le système économique, d'abord lorsque la banque centrale n'intervient pas sur le marché libre, ensuite lorsqu'elle intervient de manière à stabiliser le niveau de ses réserves de change.

B. Effets des paiements extérieurs en l'absence d'intervention sur le marché libre.

Si on pouvait réaliser une séparation parfaite des mouvements de capitaux par rapport aux transactions courantes, dans un double marché des changes avec flottement "propre" du cours libre, la balance des capitaux serait, par définition, équilibrée.

Au départ d'une situation d'équilibre, avec un taux de change libre égal à la parité, une entrée additionnelle de capitaux se marque par une hausse du cours du change sur le marché libre, une sortie additionnelle par une dépréciation de ce taux. Ces mouvements de fonds, qui n'influencent pas les réserves de change, n'ont pas d'effet sur la masse monétaire interne.

Par contre, au surplus ou au déficit de la balance commerciale correspond une variation équivalente des réserves de change. Toutes choses égales d'ailleurs, c'est-à-dire si aucune opération de neutralisation n'intervient (open market, par exemple), il s'ensuivra un gonflement ou un dégonflement de la liquidité de l'économie, qui à son tour stimulera ou limitera la demande, notamment d'importations.

Comparons d'abord les effets du double marché des changes avec ceux qu'aurait impliqués l'existence d'un système de taux fixe et unique.

Le taux de change du marché libre (valeur d'une unité de monnaie nationale en termes de devises) se fixe à une valeur inférieure à celle prise par le taux du marché officiel lorsque il existe un déficit virtuel de la balance des capitaux pour le taux de change du marché officiel.

Une surcote du taux libre par rapport au taux officiel révèle, par contre, un surplus virtuel de la balance des capitaux pour le taux officiel.

En régime de taux fixe, une entrée de capitaux au départ d'un point d'équilibre aurait entraîné une variation équivalente des réserves de change et un accroissement de la liquidité de l'économie. L'effet d'entrées de capitaux est inflationniste, l'effet de sorties de capitaux est déflationniste.

Donc, une surcote du taux libre par rapport au taux du marché officiel est la manifestation d'un effet déflationniste du double marché des changes par comparaison avec la situation qui aurait prévalu en régime de taux de change fixe et unique; au contraire, une décote du taux de change libre révèle l'existence d'un effet inflationniste du double marché des changes par rapport aux effets d'un système de taux de change fixe et unique.

Cependant, pour être complète, l'analyse doit tenir compte également de la situation au niveau de la balance des transactions courantes.

Si la balance des transactions courantes est en surplus et si le taux de change du marché libre fait prime sur celui du marché officiel, l'effet global des paiements extérieurs sur le reste de l'économie est inflationniste; cet effet est cependant moins important que celui qui aurait été observé en régime de taux fixe unique. L'apport du double marché des changes est donc bénéfique du point de vue de l'équilibre interne de l'économie si on y observe des phénomènes de surchauffe; il est déstabilisant si l'économie est en déflation (ou plus exactement moins stabilisant qu'un système de taux fixe et unique). Du point de vue de l'équilibre externe, l'introduction du double marché des changes est stabilisante : le surplus global des paiements est inférieur à ce qu'il aurait été en régime de taux fixe et unique.

Si la balance des transactions courantes est en surplus et si le taux de change du marché libre est en disagio sur celui du marché officiel, l'effet global des paiements extérieurs sur le reste de l'économie est inflationniste; cet effet est cependant moins important que celui qui aurait été observé si toutes les transactions

26

avaient eu lieu au taux du marché officiel. Du point de vue de l'équilibre interne, le double marché des changes est stabilisant si l'économie est en déflation, déstabilisant dans le cas contraire, et ce toujours par comparaison avec le système de taux fixe. Du point de vue de l'équilibre externe, le double marché des changes est déstabilisant : avec un taux unique, des sorties de capitaux se seraient produites, qui auraient réduit le surplus global des paiements; il est cependant encore stabilisant de ce point de vue si le déficit virtuel de la balance des capitaux au taux de parité est supérieur au surplus des transactions courantes.

Si la balance des transactions courantes est en déficit et si le taux du marché libre fait prime sur le taux du marché officiel, l'effet global des paiements extérieurs sur le reste de l'économie est déflationniste; cet effet est plus important que celui qui aurait été observé en régime de taux de change fixe et unique. L'effet de l'existence du double marché des changes est bénéfique du point de vue de l'équilibre interne si l'économie est en inflation. L'effet sur l'équilibre externe est déstabilisant ou consiste à remplacer un surplus ou un déficit, selon que le surplus de la balance des capitaux qui serait apparu avec un taux de change unique et fixe aurait été inférieur ou supérieur au déficit des transactions courantes.

Enfin, si la balance des transactions courantes est en déficit et si le taux de change du marché libre est inférieur au taux du marché officiel, l'effet global des paiements extérieurs sur l'économie est déflationniste; cet effet est cependant moins important que celui qui aurait prévalu en régime de taux fixe et unique. L'existence du double marché des changes est donc bénéfique si l'économie est en récession; Du point de vue de l'équilibre externe, on constate un déficit inférieur à celui qui serait apparu si toutes les transactions avaient eu lieu au taux de change officiel.

En résumé, l'apport du double marché des changes par rapport à la situation qui prévaut en régime de taux de change fixe et unique est positif du point de vue de l'état de la balance des paiements dans deux cas : lorsqu'en moyenne, la balance des paiements du pays présente à la fois un déficit commercial et un déficit financier, ou lorsqu'elle présente à la fois un surplus commercial et un surplus financier (ceci suppose encore que l'objectif est une balance nulle, et non l'accumulation ou la reconstitution de réserves de change.

47

En ce qui concerne l'effet sur l'équilibre interne de l'introduction d'un double marché des changes, aucune conclusion claire ne découle de l'analyse menée ci-dessus : la séparation des marchés des changes n'apporte "per se", aucune influence universellement stabilisante, tout dépend de l'état de la conjoncture. Ce problème devra être repris en d'autres termes : le double marché des changes permet-il de mener une politique anti-conjoncturelle interne plus efficace et plus indépendante que celle qui peut être menée en régime de taux fixes et unique ?

Venons-en aux particularités du système de double marché des changes telles qu'elles apparaissent par comparaison avec un système de taux de change flexible et unique.

Dans ce dernier système de change, lorsque, à partir d'une position d'équilibre, des mouvements de capitaux additionnels se produisent du reste du monde à l'intérieur du pays, ils provoquent une appréciation du taux de change et laissent les réserves inchangées, comme c'est le cas dans un système de taux de change double. Mais de plus cette appréciation du taux de change de la monnaie nationale, au moins si elle se maintient pendant un certain temps, induit des effets au niveau de la balance des transactions courantes : les importations sont favorisées, les exportations deviennent plus difficiles. Ce déficit commercial accru (ou cet excédent réduit) exerce à son tour un effet déflationniste immédiat sur le secteur réel de l'économie nationale. Avec des marchés de change séparés, ces effets des mouvements de capitaux ne peuvent se produire.

En régime de taux de change fixe et unique, les entrées (sorties) de capitaux ont un effet inflationniste (déflationniste) sur l'activité économique par l'intermédiaire des variations de l'offre de monnaie qu'elles induisent. En régime de taux de change flexible et unique, les entrées (sorties) de capitaux ont un effet déflationniste (inflationniste) sur l'activité économique par l'intermédiaire des ajustements qu'elles provoquent au niveau de la balance commerciale. Un double marché des changes avec flottement libre de la monnaie sur le marché libre tend à réaliser la neutralité monétaire et réelle des mouvements internationaux de capitaux.

C. Double marché des changes avec interventions de la banque centrale sur le marché libre.

On examinera le cas dans lequel la banque centrale intervient à l'achat ou à la vente sur le marché libre pour des montants de devises équivalents au déficit ou au surplus observé sur le marché libre.

Considérons d'abord les effets d'une telle politique sur la formation du taux de change sur le marché libre.

Ce taux de change s'établit à un niveau supérieur au taux de change du marché officiel (valeur d'une unité de monnaie nationale en termes de devises étrangères) lorsque l'application du taux officiel à l'ensemble des transactions aurait fait apparaître un surplus global de la balance des paiements.

On observe un surplus dans les trois cas suivants :

- le déficit commercial est inférieur aux entrées nettes de capitaux;
- le surplus de la balance commerciale est suffisant pour "surcompenser" les sorties nettes de capitaux;
- la balance des transactions courantes et la balance des capitaux présentent toutes deux un surplus.

Dans la première hypothèse, la banque centrale achète des devises sur le marché libre pour compenser ses pertes de réserves occasionnées par l'intervention sur le marché officiel. Cette demande est insuffisante pour absorber les offres excédentaires de devises qui se manifestent sur le marché libre. Par conséquent, le taux de change du marché libre s'élève au dessus du taux de change du marché officiel.

Dans le deuxième cas, les ventes de devises opérées par la banque centrale sur le marché libre sont supérieures aux sorties nettes virtuelles de capitaux : le cours de la monnaie nationale s'apprécie suffisamment pour inciter les investisseurs à accroître encore leurs placements à l'étranger.

Dans le troisième cas, les ventes de devises opérées par la banque centrale sur le marché libre s'ajoutent aux offres excédentaires d'autres origines : le cours de la monnaie nationale s'apprécie.

On peut poursuivre l'analyse de façon symétrique pour les cas où un déficit global de la balance des paiements serait apparu si toutes les transactions courantes avaient eu lieu au taux de

change du marché officiel, c'est-à-dire :

- le cas d'un surplus commercial inférieur aux sorties nettes de capitaux;
- le cas d'un déficit commercial supérieur aux entrées nettes de capitaux;
- le cas d'un déficit commercial s'ajoutant à un déficit de la balance des capitaux.

L'intervention de la banque centrale amènera le taux de change du marché libre à se fixer au dessus du niveau du taux de change du marché officiel.

La banque centrale achète et vend simultanément des devises à des taux de change différents : selon les circonstances, elle subit des pertes ou réalise un gain.

L'intervention sur le marché libre se solde par une perte lorsque des devises sont achetées sur le marché libre à un cours supérieur à celui du marché officiel (sur lequel des ventes ont dû avoir lieu pour soutenir la monnaie nationale) ou lorsque des devises sont ^{vendues} achetées sur le marché libre à un cours inférieur à celui du marché officiel (sur lequel la monnaie d'intervention a dû être soutenue). Dans les cas inverses, l'intervention se solde par un bénéfice pour la banque centrale.

Voyons à quelles structures "virtuelles" de balances des paiements correspondent ces pertes ou ces bénéfices.

La banque centrale réalise un gain dans deux cas :

- pour le taux de change du marché officiel, il y a un surplus de la balance courante, un déficit de la balance des capitaux et un déficit global. Les devises achetées à un cours favorable sur le marché officiel ne suffisent pas à satisfaire le supplément de demande "ex ante" du marché libre : le cours des devises est "fort" sur ce marché.
- pour le taux de change du marché officiel, il y a un déficit du compte courant, un surplus de la balance des capitaux et un surplus global de la balance des paiements. La banque centrale achète des devises sur le marché libre alors que le taux libre de la monnaie est supérieur à la parité et les vend sur le marché officiel où le taux de la monnaie nationale est légèrement inférieur à la parité.

Dans toutes les autres hypothèses, la banque centrale subit une perte. Ces cas sont la conjonction, pour le taux de change du marché officiel, d'un déficit courant et d'un surplus en capital, avec déficit global; d'un déficit courant et d'un déficit en capital; d'un surplus courant et d'un déficit en capital, avec surplus global; d'un surplus courant et d'un surplus en capital.

Cet effet budgétaire des interventions de la banque centrale sur le marché libre est important en ce qu'il conditionne l'impact des paiements extérieurs sur l'ensemble de l'économie dans cette version du double marché des changes.

A toute perte subie par la banque centrale correspond une augmentation de la quantité de monnaie ultime en circulation dans l'économie, autrement dit un effet inflationniste sur l'activité, canalisé par le marché monétaire. Au contraire, à tout gain réalisé par la banque centrale correspond une diminution dans la quantité de monnaie en circulation dans l'économie et un effet déflationniste des paiements extérieurs.

La balance des paiements n'est donc pas neutre monétairement en régime de double marché des changes avec interventions de la banque centrale sur le marché libre, malgré l'absence de variations du niveau des réserves de change. C'est une première différence avec le système de taux de change flexible et unique.

Une seconde différence concerne la répartition de la charge de l'ajustement des paiements extérieurs entre la balance courante et la balance des capitaux. Avec un taux de change flexible et unique, les échanges commerciaux doivent s'adapter à des perturbations intervenant au niveau des mouvements de capitaux et réciproquement. Dans la version du double marché des changes présentée ici, toute la charge de l'ajustement repose sur la balance des capitaux. Dans les deux systèmes, s'il n'existe pas de contrainte au niveau de la balance des paiements.

DOUBLE MARCHÉ DES CHANGES ET INCITANTS AUX MOUVEMENTS DE CAPITAUX

La section précédente était consacrée aux effets des échanges extérieurs et en particulier des mouvements de capitaux sur les secteurs monétaire et réel de l'économie extérieure lorsque les transactions courantes et les transactions en capital sont traitées sur des marchés séparés.

On examinera maintenant par quels mécanismes les fluctuations du taux de change du marché libre influencent les mouvements de capitaux, plus particulièrement à court terme. On se demandera si ces mécanismes garantissent une stabilité relative du taux de change du marché libre et quels sont leurs apports à la politique de défense des monnaies.

A. Incitations aux mouvements de capitaux.

Les mouvements de capitaux répondent à deux catégories de motivations. Ils se déplacent d'abord en fonction des différences de rendement qui peuvent exister entre les différents pays. La variable déterminante est alors le taux d'intérêt. Celui-ci peut être manipulé par les autorités monétaires de manière à provoquer des flux de capitaux stabilisants pour la balance des paiements. Cependant, cet instrument devient peu satisfaisant dès que son usage provoque des effets indésirables sur la situation économique interne : une hausse du taux d'intérêt destinée à faciliter le financement d'un déficit commercial en induisant des entrées de capitaux privés peut aggraver une récession; une période d'inflation qui coïncide avec un surplus de la balance commerciale pose également un problème de conflits d'objectifs aux responsables de la politique économique.

La deuxième cause de l'existence de mouvements de capitaux est l'espoir de réaliser un gain en capital ou le souci d'éviter une perte en arbitrant un avoir en une monnaie contre un avoir en une autre monnaie, lorsqu'on s'attend à une modification de leurs valeurs relatives. Stabilisantes lorsque les spéculateurs anticipent correctement des déséquilibres temporaires sur les marchés des changes, ces opérations peuvent accélérer considérablement des dévaluations et des réévaluations en régime de taux fixes, lorsque les anticipations portent sur des modifications substantielles des parités en vigueur.

1. Les taux d'intérêt.

L'introduction d'un marché libre pour les transactions en capital modifie l'influence exercée par les différentiels d'intérêts sur les mouvements de capitaux en les neutralisant.

Supposons en effet que le taux d'intérêt national diminue relativement au niveau des taux d'intérêt dans le reste du monde ou dans l'économie dominante, suite par exemple à la volonté de mener une politique de relance. Supposons encore que seules des considérations de rendement vont intervenir : aucun doute n'existe quant au maintien des parités monétaires.

Dans un premier temps, des flux de capitaux additionnels vont se diriger du pays vers le reste du monde, afin de profiter des rendements élevés offerts par les marchés étrangers. La demande de devises augmente sur le marché libre, relativement à l'offre. Le cours de la monnaie étrangère en termes de francs augmente.

Cette variation des cours de change a d'abord un effet mécanique de prix : le renchérissement des devises en termes de francs entraîne une baisse de la demande de la part des détenteurs de francs; corrélativement, une demande supplémentaire de francs va se manifester, de la part des non-résidents et de la part des résidents, au titre de rapatriements d'actifs. La dépréciation de la monnaie nationale tend à s'arrêter. C'est l'effet stabilisateur décrit dans les analyses simples du double marché des changes.

De plus, la variation des cours de change a un effet sur le différentiel de rendement réel existant entre le pays et le reste du monde.

En effet, les intérêts produits par les capitaux placés à l'étranger sont normalement rapatriés par l'intermédiaire du marché officiel : il s'agit de transactions courantes.

Comme les transferts de capitaux d'une part, les rapatriements d'intérêts d'autre part se font à des taux de change différents, les variations de cours des monnaies sur le marché libre entraînent des modifications dans la profitabilité de l'investissement à l'extérieur relativement à la profitabilité de l'investissement à l'intérieur.

Considérons l'exemple numérique suivant : supposons que la valeur du dollar en termes de francs financiers passe de 50 à 55 francs (le franc financier est déprécié de 10 %). Les taux

d'intérêt dans le pays comme dans le reste du monde sont au niveau de 5 %. Au point de départ, 1000 dollars permettaient d'acquérir des titres nationaux pour une valeur de 50 000 francs et produisaient 2500 francs par an, soit encore 50 dollars, ou encore 5 % de la valeur en dollars de l'investissement. Après la dépréciation du taux de change sur le marché libre, 1000 dollars permettent d'acquérir des titres belges pour une valeur de 55000 F., lesquels produisent 2750 francs par an, qui, transitant par le marché officiel, équivalent à 55 dollars, c'est à dire 5,5 % de l'investissement en termes de dollars. La dépréciation de 10 % subie par le franc sur le marché libre est donc équivalente, du point de vue des non-résidents, à une augmentation de un demi point (ou 10 %) du taux d'intérêt belge.

Si nous prenons le point de vue des résidents, la dépréciation du franc financier et le renchérissement corrélatif du dollar équivalent à une baisse de 10 % de la valeur du taux d'intérêt étranger.

La baisse dans le rendement offert par les marchés étrangers aux investisseurs nationaux doit normalement induire une diminution de la demande de devises sur le marché libre (et même une diminution de l'offre de francs sur ce marché). La hausse dans le rendement réel offert par les titres belges aux investisseurs étrangers doit inciter les étrangers à offrir plus de devises et à demander plus de francs sur le marché libre. La dépréciation du franc financier doit donc normalement tendre à se résorber.

Avec un différentiel d'intérêt nul entre le pays et le reste du monde, si les mécanismes du marché fonctionnent normalement, le taux de change du marché libre tend à se stabiliser au voisinage du taux de change du marché officiel. Ce mécanisme sera d'autant plus efficace que la sensibilité des mouvements de capitaux au taux d'intérêt est forte.

D'autre part, s'il existe un différentiel non nul entre le taux d'intérêt nominal dans le pays et le taux d'intérêt dans le reste du monde, des flux de capitaux se développeront et la dépréciation ou l'appréciation du taux de change du marché libre par rapport au taux de change du marché officiel sera telle qu'elle neutralise exactement le différentiel d'intérêt et supprime toute incitation à déplacer des fonds pour les résidents du pays comme pour les résidents du reste du monde.

Une réévaluation des changes qui assignerait au marché libre le transfert des intérêts priverait le double marché des changes d'un élément stabilisateur important.

Dans cette hypothèse, en effet, il n'existerait pas de lien direct entre le cours du marché libre et le cours du marché officiel. A supposer qu'une dépréciation de la valeur de la monnaie nationale se produise sur le marché libre, le prix des actifs libellés en monnaie étrangère augmenterait en termes de francs, mais les rendements de ces actifs s'apprécieraient également, et dans la même proportion. Aucune incitation à modifier l'orientation des mouvements de capitaux n'interviendra donc.

S'il existe une différence entre les taux d'intérêt national et étrangers, les mouvements de capitaux qui se produiront modifieront le taux de change du marché libre de façon à amplifier encore la différence entre les rendements réels du capital dans les deux pays. Si le taux d'intérêt est le plus faible dans le pays qui possède un double marché des changes, on y observera une dépréciation continue du cours de la monnaie sur le marché libre, qui compliquera la tâche de l'organisme de contrôle. Les sorties de capitaux et la dépréciation du taux de change ne s'arrêteront que parce que la mobilité internationale des capitaux n'est pas parfaite. La conduite d'une politique de taux d'intérêt différente de celle suivie dans le reste du monde posera des difficultés d'ordre pratique.

2. Les anticipations sur l'évolution des taux de change.

En régime de double marché des changes, il faut tenir compte à la fois des prévisions quant à l'évolution du cours du marché libre et des prévisions quant au maintien de la parité en vigueur.

Considérons le cas d'une confiance générale sur en la valeur de la monnaie. Le risque d'un comportement déstabilisant pour le taux de change du marché libre est probablement très faible : si une décote par rapport au taux du marché officiel apparaît, les opérateurs attendront une appréciation ultérieure de la monnaie, qui, s'ajoutant à l'effet sur le rendement des titres nationaux, les incitera à vendre des devises sur le marché libre.

Les effets de la spéculation sont différents et, peut-être, mieux précisés si des prévisions de modification de la parité apparaissent. Tant que la décote du taux de change sur le marché libre est inférieure au taux de la dévaluation attendu par la majorité des opérateurs, des sorties de capitaux se produiront et le cours du change baissera. Il se stabilisera au niveau probable de la parité future: alors, en effet, il n'y a plus aucune possibilité de réaliser un gain en capital ou d'éviter une perte en achetant des devises étrangères.

Le double taux de change est de loin supérieur au système de taux de change fixe si on compare la sensibilité des deux systèmes à la spéculation. En régime de taux fixe et unique, la spéculation frappe les réserves de change; en régime de double taux de change, les réserves ne sont atteintes que par la spéculation commerciale. Les mouvements spéculatifs n'ont aucune raison de s'arrêter, en régime de taux fixes, puisque la perspective d'un gain subsiste tant que la modification de parité n'a pas lieu; la dépréciation du taux de change du marché libre finit par absorber toute perspective de gain dans le chef des opérateurs. Enfin, si les spéculateurs se trompent, si la parité est maintenue, la spéculation implique des pertes en régime de taux de change double, alors qu'elle se traduit par des opérations "blanches" en régime de taux fixe et unique. Plus risquée, elle devrait être moins importante en régime de double marché des changes.

B. Conclusions.

Un système de double marché des changes se caractérise par deux effets sur les mouvements de capitaux: les dépréciations du taux de change libre réorientent des flux de capitaux vers les pays en déficit virtuel de balance des capitaux, comme le ferait une hausse du taux d'intérêt national, ou elles corrigent les conséquences d'une baisse de ce taux d'intérêt. D'autre part, en cas de spéculation à la dévaluation de la monnaie nationale, elles stabilisent les sorties spéculatives de capitaux en en diminuant la profitabilité escomptée.

La réalisation effective du premier effet suppose que les paiements d'intérêt soient réglés par l'intermédiaire du marché officiel.

Bibliographie.

- J.M. Fleming & M.G. Kuczynski - Dual exchange rates for internal and capital transactions : a theoretical examination.
Document of I.M.F., 1968
- P. Salin - Un double marché des changes est-il justifié ?
. Revue d'économie politique, Paris, novembre-décembre 1971.
- R. Larre - Mouvements de capitaux à court terme et changements de parité.
Economie appliquée, 1970, n° 4.
- E. Sohmen - Flexible exchange rates. Chicago, 1969.
- V. Baratieri & G. Ragazzi - An analysis of the two tier foreign exchange market.
B.N.L. Qu. Rev., décembre 1971.

CHAPITRE II.

EQUILIBRE MACRO-ECONOMIQUE ET POLITIQUE ECONOMIQUE A COURT TERME :
IMPLICATIONS DES DOUBLES MARCHES DES CHANGES

I. ANALYSE D'UN SYSTEME PUR DE DOUBLE MARCHE DES CHANGES

- A. Le modèle économique
- B. Effets de perturbations extérieures à l'économie nationale
- C. Effets des politiques monétaire et budgétaire

II. DOUBLES MARCHES DES CHANGES AVEC INTERVENTIONS DE LA BANQUE CENTRALE
SUR LE MARCHE LIBRE

- A. Caractéristiques nouvelles du modèle
- B. Perturbations extérieures
- C. Politiques monétaire et budgétaire

I. ANALYSE D'UN SYSTEME "PUR" DE DOUBLE MARCHE DES CHANGES

Le système le plus simple de double marché des changes est celui caractérisé par une séparation parfaite des deux compartiments du marché : les transactions courantes transitant par le marché réglementé, les transactions financières, par le marché libre. La réglementation des changes ne laisse aucune possibilité de choix aux opérateurs, et on suppose qu'aucune fraude n'est possible. La banque centrale n'intervient en aucune manière sur le marché libre et, en particulier, ne cherche pas à "compenser" les variations de ses réserves de change résultant des déséquilibres commerciaux par des achats ou des ventes de devises sur le marché libre.

Cette section sera consacrée à l'élaboration d'un modèle simple d'équilibre macro-économique d'une économie ouverte dotée d'une telle réglementation des changes. On donnera les caractéristiques de l'équilibre général de ce modèle. On étudiera l'impact sur le système de perturbations nées en dehors de l'économie nationale : variations dans la demande d'exportations et variations de la politique monétaire étrangère, ou crise monétaire. Ensuite, on décrira les effets de "perturbations" d'origine intérieure : les mesures de politique conjoncturelle : monétaire et budgétaire. On tâchera, enfin, de tirer des conclusions sur l'intérêt et l'efficacité du système, et, en particulier, sur le point de savoir s'il offre une plus grande liberté dans l'usage de la politique monétaire.

Notre point de référence sera le système de taux de change fixe et unique, dont, historiquement, le double marché des changes est une version abâtardie.

A. Le modèle général

1. Notre cadre d'étude sera constitué par un modèle d'équilibre économique général d'inspiration keynésienne.

Le système économique est réduit à quatre marchés ou secteurs : le secteur réel ou marché des biens et services, le secteur monétaire, le marché des titres, le secteur "étranger". Le marché des titres est lié au marché monétaire par l'existence d'une demande spéculative de monnaie. Conformément à la tradition, le marché des titres sera "sous-entendu" : selon la loi de Walras, l'ensemble de l'économie est nécessairement en équilibre dès que la demande excédentaire est nulle sur tous les marchés, sauf un.

2. Passons en revue les différents marchés.

Le marché des biens et services est en équilibre lorsque l'offre globale y est égale à la somme des composantes de la demande finale : la demande privée E , le solde commercial $(X - M)$, la demande publique G .

La demande privée E est une fonction croissante du revenu réel Y et une fonction décroissante du taux d'intérêt national i (à cause de l'effet déprimant d'une hausse du taux d'intérêt sur l'investissement privé).

Les exportations sont exogènes, les importations sont une fonction croissante du revenu réel. Ceci vaut pour un taux de change donné.

Les dépenses gouvernementales sont, au moins partiellement, exogènes : leur volume constitue un instrument de la politique économique.

Le marché monétaire est en équilibre lorsque le stock de monnaie existant est égal à la demande de monnaie.

L'offre de monnaie est généralement considérée comme exogène et comme un instrument de la politique économique. Cette proposition doit cependant être nuancée. L'offre de monnaie se compose de deux éléments : une première composante a pour contrepartie des créances du système bancaire sur les agents économiques nationaux; la seconde composante résulte des relations avec l'étranger et a pour contrepartie les réserves de change. L'état de la balance des paiements est endogène au système économique et les autorités monétaires ne peuvent donc contrôler cette source de création de base monétaire. L'offre de monnaie est exogène dans la mesure où les autorités monétaires maîtrisent suffisamment la première composante de la base monétaire et où elles peuvent compenser les variations indésirables agissant au niveau de la seconde composante de la base monétaire.

La demande de monnaie ou titre d'encaisses de transaction et de précaution est une fonction croissante du revenu national. La demande d'encaisses spéculatives est une fonction décroissante du taux d'intérêt.

Le secteur "étranger" reprend l'ensemble des échanges avec l'extérieur. Ses caractéristiques dépendent de l'organisation institutionnelle des échanges avec l'extérieur. Nous examinerons successivement un système de double marché des changes et un système de taux de change fixe et unique.

En régime de double marché des changes et en l'absence d'interventions systématiques de la banque centrale sur le marché libre, l'état de la balance des paiements et la variation consécutive des réserves de change dépendent de la situation sur le marché officiel, c'est-à-dire essentiellement de l'état de la balance commerciale. Le taux de change du marché officiel étant fixé, les exportations constituent une donnée exogène, tandis que les importations dépendent du niveau du revenu national.

Le marché libre des changes est en équilibre à tout moment : il n'y a ni entrées, ni sorties nettes de capitaux. Les mouvements bruts de capitaux dépendent des différences de taux d'intérêt entre le pays et le reste du monde, et des variations des taux de change du marché libre. Ce sont ces dernières qui réalisent l'équilibre du marché : le taux de change du marché libre est une variable endogène dans le système.

Au total, le solde de la balance des paiements se confond avec le solde de la balance commerciale. Comme ce dernier dépend uniquement du niveau du revenu national (en l'absence de perturbations extérieures ou de modifications exogènes du taux de change), à chaque niveau de revenu national correspondent une situation donnée de la balance des paiements, et une variation donnée des réserves de change par unité de temps.

En régime de taux de change fixe et unique, par contre, l'état de la balance des paiements dépend à la fois du niveau du revenu national et du taux d'intérêt (plus exactement, de la différence entre le taux d'intérêt national et le taux d'intérêt dans le reste du monde), ce dernier élément conditionnant l'état de la balance des capitaux.

A une augmentation du revenu national correspond une détérioration de la balance des paiements; à une augmentation du taux d'intérêt national correspond une amélioration de la balance des paiements, au moins à court terme.

Ajoutons que, dans un système de taux de change fixe mais ajustable, les réactions de la balance des paiements décrites ci-dessus ne donnent un résultat donné que pour un état donné des anticipations quant au maintien du taux de change.

3. Résumons, en présentant le modèle sous forme d'un système d'équations :

Marché des biens et services :

$$Y = E + (X - I) + G \quad (1)$$

$$E = E(Y, i) \quad (2)$$

$$I = I(Y) \quad (3)$$

$$X = X^* \quad (4)$$

$$G = G^* \quad (5)$$

Marché monétaire :

$$M = L_D \quad (6)$$

$$M = M^* \quad (7)$$

$$L_D = L_D(Y, i) \quad (8)$$

Etranger :

$$B = (X - I) + K \quad (9)$$

a) double marché des changes :

$$\text{- marché officiel : } B = X^* - I(Y) \quad (10a)$$

$$\text{- marché libre : } 0 = K = K(i - i_f, r_\ell) \quad (10b)$$

b) taux de change fixe unique :

$$B = X^* - I(Y) + K(i - i_f) \quad (11)$$

avec : Y = revenu national

F = dépenses privées

X = exportations

I = importations

G = dépenses gouvernementales

M = offre de monnaie

L_D = demande de monnaie

K : balance des capitaux

B = balance des paiements

i = taux d'intérêt national

i_f = taux d'intérêt étranger

r_ℓ = taux de change du marché libre

* = variable exogène.

4. L'analyse est facilitée par l'utilisation de la représentation géométrique IS - LM traditionnelle.

Par l'intermédiaire de diverses substitutions opérées dans le système d'équations et après différentiation totale, on obtient :

$$dY = E_Y \cdot dY + E_i \cdot di + dX^* - I_Y \cdot dY + dG^*$$

$$dM = L_{DY} \cdot dY + S_{Di} \cdot di$$

$$dB = dX^* - I_Y \cdot dY \quad \text{double marché}$$

$$dB = dX^* - I_Y \cdot dY + K_i \cdot di \quad \text{fixe}$$

Posons $dG^* = dM^* = dX^* = dB = 0$ et divisons par dY :

$$1 = E_Y + E_i \frac{di}{dY} - I_Y$$

$$0 = L_{DY} + L_{Di} \frac{di}{dY}$$

$$0 = I_Y$$

$$0 = -I_Y + K_i \frac{di}{dY}$$

En résolvant chaque équation en $\frac{di}{dY}$, on obtient la formule de la pente des droites IS, LM et BB représentatives de l'équilibre du marché des biens et services, du marché monétaire et de l'équilibre de la balance des paiements :

$$\text{IS} : \frac{di}{dY} = \frac{1 - E_Y + I_Y}{E_i} < 0$$

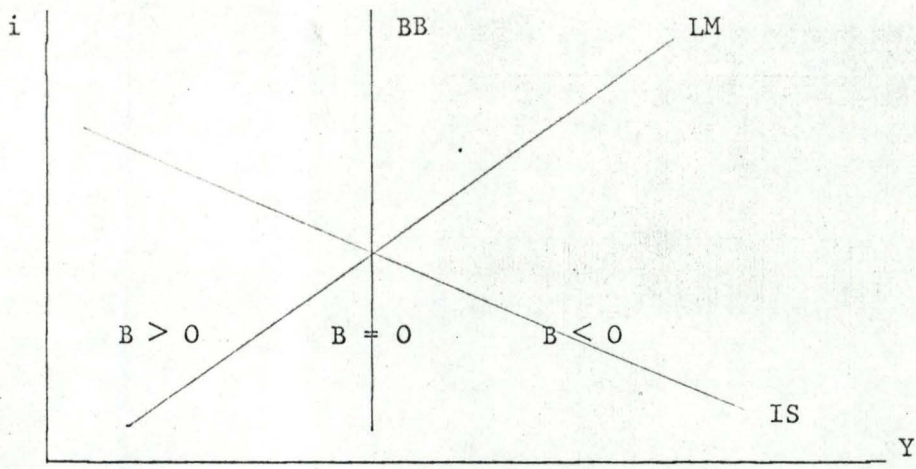
$$\text{LM} \quad \frac{di}{dY} = \frac{-L_{DY}}{L_{Di}} > 0$$

$$\text{BB} \quad \frac{di}{dY} \quad \text{indéterminé en double marché (Verticale)}$$

$$\frac{di}{dY} = \frac{I_Y}{K_i} > 0 \quad \text{avec un taux de change fixe.}$$

Représentation géométrique

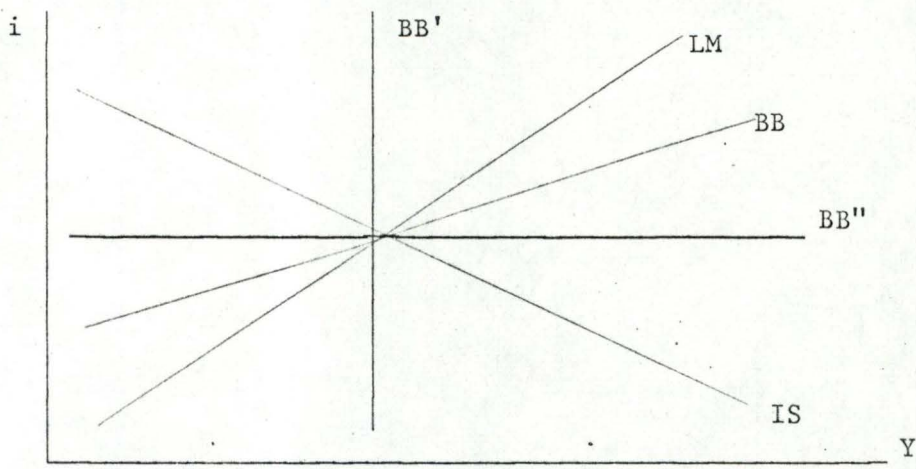
a) Double marché des changes



La droite représentative de l'équilibre de la balance des paiements est verticale : cet équilibre est insensible au taux d'intérêt, du fait du fonctionnement du double marché.

Notons également que la droite BB est plutôt représentative d'un équilibre "export", au contraire de IS et LM.

b) Taux de change fixe



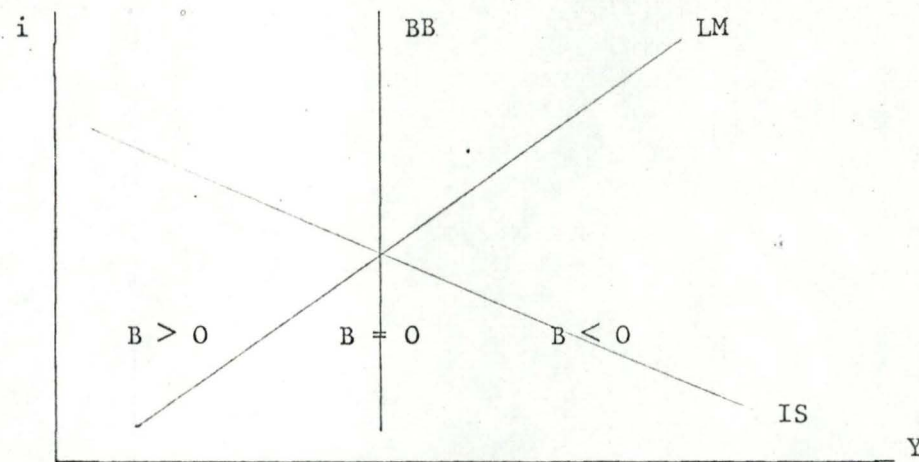
BB représente l'équilibre extérieur dans le cas où la mobilité des capitaux est imparfaite;

BB', dans le cas où cette mobilité est nulle (cas à rapprocher du double marché);

BB'', dans le cas où cette mobilité est parfaite.

Représentation géométrique

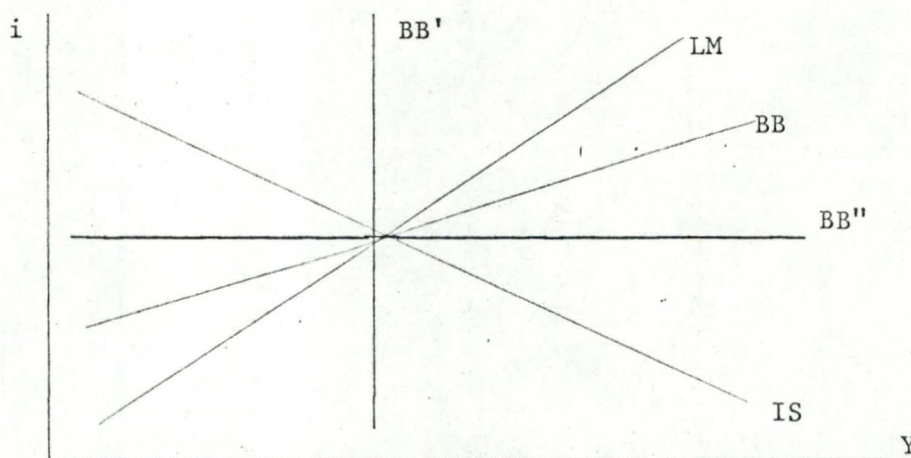
a) Double marché des changes



La droite représentative de l'équilibre de la balance des paiements est verticale : cet équilibre est insensible au taux d'intérêt, du fait du fonctionnement du double marché.

Notons également que la droite BB est plutôt représentative d'un équilibre "export", au contraire de IS et LM.

b) Taux de change fixe



BB représente l'équilibre extérieur dans le cas où la mobilité des capitaux est imparfaite;

BB', dans le cas où cette mobilité est nulle (cas à rapprocher du double marché);

BB'', dans le cas où cette mobilité est parfaite.

B. Impact de perturbations extérieures

Nous étudierons d'abord l'impact sur l'équilibre de notre économie de perturbations trouvant leur origine dans le reste du monde.

Le point le plus intéressant est celui constitué par des modifications dans la politique monétaire étrangère. Un des problèmes qui s'est posé le plus fréquemment ces dernières années a été celui de l'ampleur des mouvements de capitaux privés et des contraintes qu'elle fait peser sur les politiques monétaires nationales.

Ensuite, nous considérerons le cas des variations autonomes de la demande d'exportations.

1. Modification de la politique monétaire à l'étranger

Supposons que, à l'étranger, les autorités monétaires augmentent leur taux d'intérêt afin de résoudre un problème de politique interne, et voyons les conséquences de cette action sur l'équilibre de notre économie.

Considérons d'abord le cas d'une économie disposant d'un double marché des changes.

La hausse du taux d'intérêt étranger et l'apparition d'un différentiel d'intérêt provoquent normalement un flux de capital de l'économie vers le reste du monde. La demande accrue de devises provoque une appréciation de celles-ci et une dépréciation de la monnaie nationale sur le marché libre des changes. Ce marché reste en équilibre à tout moment. Les sorties de capitaux ne peuvent affecter le niveau des réserves de change, ni, par conséquent, les offres de monnaie. L'équilibre économique est intact.

Le seul problème qui se pose est celui de la détermination d'un taux de change stable sur le marché libre. Nous avons vu, au chapitre précédent, que ce résultat sera atteint si le rapatriement des intérêts sur le capital détenu à l'étranger est effectué par le marché officiel.

Que se passe-t-il lorsque l'économie fonctionne avec un régime de taux de change fixe et unique ?

La hausse du taux d'intérêt étranger provoque des sorties accrues de capitaux (ou des entrées moindres) et donc une détérioration de l'état de la balance des paiements. Pour une sensibilité donnée de la balance des capitaux ou différentiel de taux d'intérêt, l'équilibre ne peut être maintenu que par une diminution du niveau des importations.

En fait, on va assister à un glissement vers la droite de la courbe BB, qui va se situer à un niveau de déséquilibre.

La contraction du niveau des réserves de change correspond, toutes choses égales d'ailleurs, à une contraction du stock monétaire : la droite LM tend à glisser vers la droite.

A long terme, le revenu va baisser, le taux d'intérêt s'accroître, la balance des paiements se rétablir.

A court terme, il est cependant possible de maintenir le revenu national à son niveau initial. Pour cela, il faut compenser la diminution du stock monétaire résultant des sorties de capitaux par des opérations de "neutralisation" : par exemple, des opérations d'open market à l'achat.

Il faut noter que ces opérations doivent être continues et qu'elles impliquent également une diminution continue des réserves de change. Elles sont donc nécessairement limitées dans le temps.

Essayons de conclure. L'apport du double marché des changes est nettement positif dans une situation de ce genre. Ce mécanisme permet de maintenir l'offre de monnaie à son niveau antérieur à la perturbation. Il n'implique aucune modification de l'équilibre économique. Les réserves de change restent intactes. Le prix à payer est constitué de la dépréciation de la monnaie nationale sur le marché libre.

Il convient cependant d'apporter une restriction à cette analyse. Nous avons supposé implicitement que la modification de taux d'intérêt à l'étranger n'a que des conséquences "financières". Or, il est évident que, si elle se maintient, elle aura des conséquences déflatoires sur l'économie du reste du monde, qui finiront par atteindre le pays doté d'un double marché par le biais de son commerce extérieur : ses exportations diminueront, par conséquent son revenu et ses réserves de change.

2. Modification exogène du niveau des exportations

Ceci nous amène à examiner plus en détail les effets de perturbations "réelles" survenant dans le reste du monde.

Prenons le cas d'une augmentation exogène de la demande d'exportations.

En régime de double marché des changes, la droite représentative de l'équilibre extérieur est déplacée vers la droite : l'équilibre des échanges implique un niveau plus élevé d'importations, correspondant à un niveau plus élevé de revenu national (on suppose une constance de la propension à importer).

49

Voyons les mécanismes qui entrent en jeu.

Le surplus initial de demande extérieure nette a les mêmes effets qu'un déficit budgétaire supplémentaire : la droite IS, représentative de l'équilibre du marché des biens et services, est déplacée vers la droite et vers le haut. D'autre part, l'excédent de balance commerciale entraîne une hausse du niveau des réserves et du stock monétaire : LM glisse également vers la droite.

Finalement, le niveau de revenu national se fixe de telle manière que l'équilibre extérieur soit rétabli. Le taux d'intérêt se fixe en fonction des glissements relatifs de IS et LM.

Que se serait-il passé dans un système de taux de change fixe et unique ?

Remarquons d'abord que l'effet premier du surcroît d'exportations est identique : un même surplus de balance de paiements et une tendance à la croissance du revenu national.

Le problème consiste à déterminer les positions d'équilibre final et à les comparer à celles obtenues en régime de double taux de change.

Du côté "équilibre extérieur", on obtient un glissement vers la droite de la courbe BB. En effet, pour un même taux d'intérêt et une même situation de la balance des capitaux, l'équilibre est obtenu pour un niveau d'importations (et un niveau de revenu) plus élevé.

On admettra que la hausse du revenu national résultant du jeu du multiplicateur s'accompagne d'une hausse du niveau du taux d'intérêt national (tant que l'offre de monnaie n'a pas crû). Ceci entraîne des entrées de capitaux supplémentaires, qui, s'ajoutant au surplus commercial, provoquent une expansion monétaire plus forte qu'en régime de double marché des changes.

Ainsi, il semble que, du fait des mouvements de capitaux, l'impact sur le revenu national de perturbations réelles survenant à l'étranger soit plus fort en régime de taux de change fixe et unique qu'en régime de double taux de change.

3. Conclusions

Par comparaison avec un système de taux de change fixe et unique, le régime de double marché des changes se caractérise par un meilleur isolement de l'économie nationale et une meilleure résistance aux perturbations en provenance du reste du monde.

L'isolement est théoriquement parfait en ce qui concerne les perturbations d'origine monétaire.

Il est moindre en ce qui concerne les perturbations d'origine "réelle" : dans ce cas, le double marché des changes permet de faire l'économie d'une partie des perturbations monétaires "induites". Cet effet sera d'autant plus important que la mobilité internationale des capitaux est forte.

Bien entendu, ces résultats de statique comparative ne peuvent donner lieu à une interprétation normative immédiate. En particulier, il est clair que l'effet relativement déflatoire du double marché dans le cas du surcroît d'exportations peut paraître souhaitable ou dommageable selon les circonstances.

Cependant, l'isolement assuré contre les effets de mouvements de capitaux peut paraître souhaitable au vu de l'expérience des dernières années. Il permet une relative indépendance vis-à-vis de la politique économique des "grands pays". Mutatis mutandis, il s'applique également aux effets des vagues de spéculation qui ont caractérisé le fonctionnement du système de taux de change fixes, mais ajustables.

Le double marché des changes permet encore d'atténuer la contrainte qu'est la nécessité de disposer d'un volant minimum de réserves dans un tel système.

C. Politiques monétaire et budgétaire

1. Après avoir analysé les conséquences économiques à court terme de perturbations d'origine extérieure, nous étudierons les effets de modifications exogènes atteignant les paramètres économiques internes.

En termes moins "formels", les questions que nous nous posons sont les suivantes : si les autorités, dans le but de faire croître le revenu national ou d'améliorer l'emploi, mènent une politique monétaire expansionniste (ou une politique budgétaire), quel sera l'impact final de ces mesures sur le niveau du revenu national, c'est-à-dire quelle sera leur efficacité ? (1)

(1) Voici la question formulée de façon plus complète : Quelle sera l'incidence de ces mesures sur le PNB dans les deux régimes de change considérés, c'est-à-dire quelle est l'influence sur le PNB du choix d'un des deux régimes de change "typiques" examinés ici, selon que la politique d'expansion est poursuivie par des moyens monétaires ou budgétaires ?

D'autre part, quelles seront les caractéristiques du nouvel équilibre, aux points de vue de la balance des paiements (contrainte des réserves de change) et du taux d'intérêt (dont le niveau conditionne l'investissement et le processus de croissance à long terme de l'économie) ?

2. Il est important de définir avec précision les instruments de la politique économique à court terme. Il faut isoler et différencier analytiquement la politique monétaire et la politique budgétaire.

Par politique budgétaire, on entend une variation délibérée du niveau des dépenses publiques, n'ayant aucune conséquence directe sur l'offre de monnaie. Ceci implique que le déficit budgétaire supplémentaire est financé non par création de "outside money", mais par des émissions de titres de la dette publique. On supposera encore que l'impôt est perçu sous forme de taxes forfaitaires (1), de sorte que les variations du niveau de revenu national résultant de la politique budgétaire ne se représentent pas de façon induite sur la valeur finale du solde budgétaire.

Par politique monétaire, on entend une variation délibérée de l'offre de monnaie, non en corrélation avec une modification de la politique budgétaire. Aux variations initiales imposées à l'offre de monnaie peuvent s'ajouter des variations amenées de façon à neutraliser et corriger les variations du stock monétaire induites par l'intermédiaire des échanges avec l'extérieur. Nous supposons l'offre de monnaie administrée directement par des opérations d'open market.

Nous analyserons successivement les effets des politiques budgétaires et monétaires, chaque fois avec et sans neutralisation des variations induites de l'offre de monnaie.

3. La politique budgétaire

- Supposons que les dépenses gouvernementales augmentent, l'offre de monnaie restant constante.

(1) Il est bien évident que selon ces définitions "à la Swoboda" le financement monétaire du Trésor est une mesure de politique MONETAIRE. Le critère est du côté des modalités de financement de l'accroissement de la dépense, non du côté "des formes de dépenses forfaitaires" : sans doute en montants absolus, mais non en pourcentages.

On observe un glissement vers la droite de la courbe IS : pour un taux d'intérêt donné, on peut atteindre un niveau de revenu supérieur, du fait de l'augmentation de la composante autonome de la demande.

Comme il faut libérer suffisamment de monnaie pour les besoins de transaction et de précaution, le taux d'intérêt devra augmenter afin de décourager la demande spéculative d'encaisses.

Jusqu'ici, nous assistons à une hausse du revenu et à une hausse du taux d'intérêt.

A ce niveau de revenu correspondra un déficit de la balance commerciale. Celui-ci entraîne, toutes choses égales d'ailleurs, une contraction induite de l'offre de monnaie : un mécanisme du type étalon de change or entre en jeu.

- Si cette contraction n'est pas neutralisée par des opérations d'open market expansives, la droite LM tend à glisser vers la gauche jusqu'à ce que le déficit de la balance des paiements soit comblé, c'est-à-dire jusqu'à ce que l'on soit revenu au niveau de revenu national initial.

Ainsi, après une hausse temporaire, le revenu national diminue de nouveau. La politique budgétaire n'a aucune efficacité, en ce sens qu'une augmentation du déficit budgétaire ne peut maintenir durablement le revenu national à un niveau qui soit compatible avec l'équilibre du commerce extérieur.

Il reste finalement deux conséquences de l'opération de politique budgétaire.

D'abord, si la demande publique est maintenue à ce niveau, le taux d'intérêt compatible avec l'équilibre général est plus élevé que celui qui était observé initialement.

Ensuite, les réserves de change ont subi une diminution durant la période d'adaptation. Cette diminution est irréparable autrement que par une politique de déflation, ou de contrôle des importations (vu les hypothèses sur l'organisation du marché des changes). (1)

- Si la contraction induite du stock monétaire est compensée par des opérations d'open market expansives, la droite LM est maintenue à sa position initiale et la hausse du niveau de revenu national est préservée.

(1) Pas d'intervention de la banque centrale sur le marché libre

49

Cependant, cette situation ne peut être qualifiée de "nouvel" équilibre : un déficit continu de la balance des paiements -un "déficit de flux"- est observé. A tout moment, les marchés monétaires et réels doivent être "protégés" des répercussions de la demande excédentaire sur le marché officiel des changes.

Par ailleurs, l'épuisement progressif des réserves de change obligera tôt ou tard les autorités à renoncer à ce genre de politique.

Notons que le taux des opérations de neutralisation -c'est-à-dire le montant de monnaie à "recréer" par unité de temps- est directement proportionnel à la propension à importer.

- En résumé, dans les hypothèses considérées, il est impossible, en régime de double marché des changes, de mener une politique budgétaire efficace : à plus ou moins long terme, un seul niveau de revenu est compatible à la fois avec l'équilibre externe et l'équilibre interne de l'économie.

Temporairement, il est possible de maintenir l'économie dans une position de "quasi-équilibre" selon la terminologie de Swoboda et cela au prix d'une diminution des réserves de change.

4. La politique monétaire

- Supposons que l'on augmente une fois pour toutes l'offre de monnaie dans l'économie considérée.

Sur le graphique, ceci se manifeste par un glissement vers la droite de LM.

Temporairement un nouvel équilibre économique interne apparaît, caractérisé par un niveau de revenu supérieur au niveau initial et par un taux d'intérêt plus faible.

Par la suite, comme dans le cas de la politique budgétaire et pour les mêmes raisons, l'offre de monnaie va de nouveau se contracter et le système économique va retrouver son point d'équilibre initial.

- Une augmentation continue de l'offre de monnaie permettra de maintenir l'économie à un niveau de revenu supérieur et dans une situation de déséquilibre extérieur, si elle est suffisante pour compenser la diminution de liquidité due au déficit commercial.

La conduite d'une telle politique est limitée dans le temps par la contrainte "réserves de change".

5. Double marché des changes et système de taux de change fixe et unique

Comparons maintenant ces résultats avec ceux obtenus dans le cadre d'un système de taux de change fixe et unique.

- Traditionnellement, on reconnaît à la politique budgétaire la vertu d'être un instrument de politique expansionniste efficace, ne compromettant pas nécessairement l'équilibre externe.

Ceci est dû au fait que l'expansion des dépenses gouvernementales -pour autant qu'elle soit exclusivement financée par l'emprunt dans le public- s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt, qui permet de compenser le déficit commercial par des entrées supplémentaires de capitaux privés.

Cet avantage du système de taux de change fixe et unique est d'autant plus "actif" que la mobilité internationale des capitaux est grande.

En cas de mobilité parfaite des capitaux, l'expansion des réserves est telle que le taux d'intérêt national reste finalement à son niveau initial. L'effet multiplicateur est alors le plus grand.

- Par contre, la politique monétaire est inopérante en régime de taux de change fixe et unique, en tant qu'instrument de politique conjoncturelle.

Ceci est dû au fait que son usage implique une diminution du taux d'intérêt (cas d'une politique expansionniste), un déficit supplémentaire de la balance des capitaux qui s'ajoute à la détérioration de la balance commerciale pour induire une diminution ultérieure de la masse monétaire.

Non seulement la politique monétaire est aussi inefficace en régime de taux fixe qu'en régime de double marché, mais son utilisation implique un retour plus rapide à l'ancien équilibre, et des pertes de réserves de change plus importantes par unité de temps. Le double marché des changes présente l'avantage de permettre une politique de compensation des déséquilibres extérieurs de moindre ampleur et plus prolongée dans le temps.

6. Conclusions

Résumons l'acquis de cette section.

Un système de double taux de change avec cloisonnement parfait des deux compartiments du marché des changes et sans intervention sur le marché libre prive les politiques monétaire et budgétaire de toute efficacité réelle dans les actions de stabilisation du revenu ou d'expansion de l'emploi.

A long terme, en effet, il n'existe qu'un seul point d'équilibre général du système économique : un seul niveau de revenu national est compatible avec l'équilibre extérieur, et c'est ce dernier qui est déterminant à long terme.

Comparé, de ce point de vue, à un système de taux de change fixe et unique, le double marché des changes n'apparaît pas comme un progrès. Dans le premier système nommé, en effet, la politique budgétaire peut en effet modifier durablement le niveau du revenu national. Le déficit accru de la balance commerciale peut, en effet, être financé par des entrées supplémentaires de capitaux privés qui réalimentent les réserves de change et maintiennent l'offre de monnaie à un niveau suffisant : l'effet déflatoire de la balance des paiements est inexistant.

L'insuffisance du double marché des changes -dans la version examinée ici- vient de son incapacité à susciter des mouvements nets de capitaux stabilisants.

Notons, par ailleurs, que cette possibilité n'existe, en régime de taux fixe, que temporairement (charges d'intérêt et remboursements) et marginalement (le taux d'intérêt ne peut être augmenté indéfiniment) et pour autant que l'augmentation de la dépense publique soit exclusivement financée par l'emprunt d'épargnes préexistantes.

Le double marché des changes manifeste une certaine supériorité sur le système de taux de change fixe et unique si l'on considère l'usage à des fins internes de la politique monétaire. Il permet de neutraliser plus facilement et plus longtemps les effets déflatatoires d'un déficit de la balance des paiements.

Comment interpréter tout cela ?

D'abord, le système du double marché des changes n'est souhaitable et tenable que si, à long terme, il y a compatibilité assurée entre l'objectif externe d'équilibre et l'objectif interne, représenté par un niveau de revenu national de plein emploi à inflation modérée. Pour un taux de change exogène, ceci n'est assuré que par hasard.

Ceci ramène au problème classique de la détermination du taux de change "optimum" et des ajustements de parité à effectuer en temps utile.

44

Dans la mesure où cette condition initiale est réalisée, le double marché de changes permet d'assurer un meilleur "isolement" de l'économie vis-à-vis des perturbations monétaires se produisant à l'extérieur : modifications de la politique monétaire ou flux de capitaux spéculatifs; et vis-à-vis des fuites de capitaux à partir du pays.

Il reste que l'analyse doit être poursuivie : on examinera le fonctionnement d'autres variétés de double marché des changes et on s'efforcera de découvrir les remèdes qui permettraient de faire sauter le verrou constaté dans le système "pur" au niveau de la politique économique interne.

II. DOUBLE MARCHÉ DES CHANGES AVEC INTERVENTIONS DE LA BANQUE CENTRALE SUR

LE MARCHÉ LIBRE

La faiblesse essentielle du système de double marché des changes dans lequel la banque centrale est supposée ne pas intervenir sur le marché libre réside en ceci qu'il est impossible de conduire une politique du revenu et de l'emploi qui soit vraiment indépendante des contraintes de l'équilibre externe. En effet, l'équilibre général du système économique est commandé à long terme par la réalisation de l'équilibre de la balance commerciale, qui n'est assuré que pour un niveau déterminé du revenu national. Temporairement, l'économie peut être maintenue dans une position de déséquilibre jugée souhaitable, par neutralisation des effets monétaires des variations du niveau des réserves de change : ceci suppose éventuellement des pertes de devises qui ne sont pas tolérables durant une longue période.

Comme l'ont noté FLEMING, puis BARATTIERI et RAGAZZI, il est cependant possible de contrôler l'évolution des réserves de change, si la banque centrale procède à des achats ou à des ventes de devises sur le marché libre, chaque fois qu'elle perd ou acquiert des réserves suite à ses interventions sur le marché officiel.

Dans cette section, nous examinerons le point de savoir si un tel mécanisme permet d'utiliser efficacement les instruments de la politique économique dans la poursuite simultanée d'objectifs internes et externes. Avant cela, nous examinerons les caractéristiques nouvelles du modèle et étudierons les réactions du système économique à des perturbations d'origine extérieure.

A. Caractéristiques nouvelles du modèle économique

La description détaillée de la procédure d'intervention de la banque centrale sur le marché libre a été donnée au chapitre précédent.

Les caractéristiques du modèle présenté à la section précédente restent valables. Sont modifiées les équations relatives à l'équilibre du marché libre des changes et à l'offre de monnaie.

1. Sur le marché libre des changes, on observe des entrées nettes de capitaux (sorties nettes) égales aux achats (ventes) de devises effectuées par les autorités monétaires sur ce marché. Pour une intervention d'un montant donné, et pour un différentiel d'intérêt donné, on observe la formation d'un taux de change "libre" r_f qui assure l'équilibre du marché :

$$K(i, r_f) = (\Delta R)_\ell$$

où $(\Delta R)_\ell$ représente la variation du niveau des réserves officielles résultant des opérations sur le marché libre.

2. L'offre de monnaie dépend toujours des variations des avoirs intérieurs du système bancaire, ainsi que des variations nettes du niveau des réserves de change.

Celles-ci, dans le système pur de double marché des changes, dépendaient de l'état de la balance commerciale. Dans notre nouvelle version de double marché des changes, elles résultent de la situation de la balance commerciale et des interventions sur le marché libre. On a :

$$(\Delta R) = (\Delta R)_c + (\Delta R)_\ell$$

Si on suppose que la banque centrale intervient sur le marché libre de manière à compenser exactement les variations de réserves consécutives à des interventions sur le marché officiel, on a : $\Delta R = 0$

$$(\Delta R)_c = - (\Delta R)_\ell$$

Le niveau des réserves de change est constant.

Cependant, les achats et les ventes de devises sur le marché libre se faisant à un taux différent de celui pratiqué sur le marché officiel, la banque centrale enregistre des gains ou des pertes, selon les circonstances. A un gain correspond une diminution de l'offre de monnaie; à une perte, une augmentation de l'offre de monnaie.

Ainsi, à une variation nulle des réserves de change (valeur exprimée en devises) peut correspondre une variation positive ou négative de l'offre de monnaie.

On peut imaginer que la banque centrale utilise les interventions sur le marché libre dans le but de contrôler l'évolution de la masse monétaire interne, plutôt que pour contrôler le niveau des réserves de change.

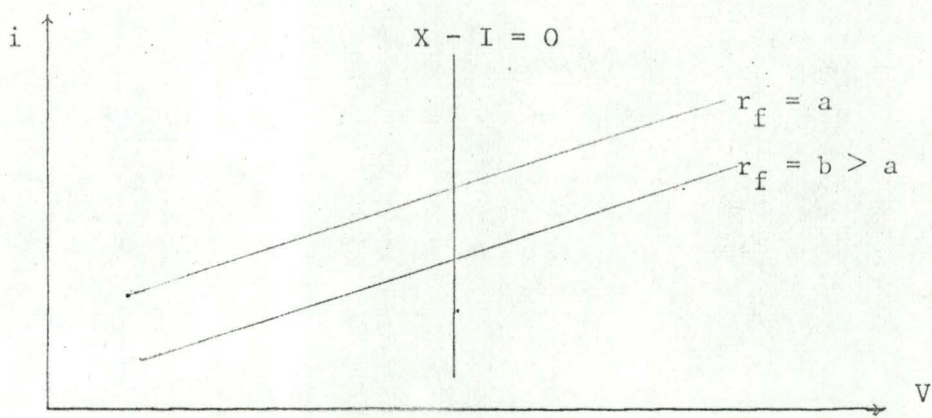
Si, par exemple, l'objectif est d'empêcher toute variation de l'offre de monnaie consécutive à un déséquilibre des paiements extérieurs, la banque centrale peut procéder à des achats ou à des ventes sur le marché libre, tels que l'ensemble de ses interventions sur les marchés des changes ne donne lieu, dans son chef, ni à gains ni à pertes en termes de monnaie nationale. Si la banque centrale achète un montant de devises $(\Delta R)_c$ sur le marché officiel pour soutenir le cours r_c de la monnaie, elle doit se porter offreur d'un montant $(\Delta R)_\ell$ de devises sur le marché libre, tel que $r_f \cdot (\Delta R)_\ell = r_c (\Delta R)_c$. Elle enregistrera une augmentation de ses réserves de change de $(\Delta R)_c - (\Delta R)_\ell$ si $r_f < r_c$ (si le franc est au-dessus de sa parité sur le marché libre).

3. Il nous faut maintenant préciser ce que signifie la notion d'équilibre externe, pour une économie dotée d'un tel système de change.

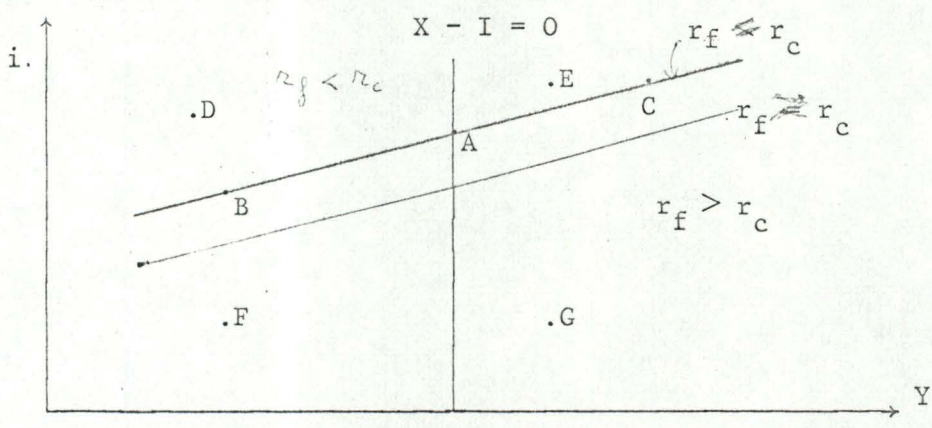
Considérons d'abord séparément nos deux marchés des changes.

En ce qui concerne l'équilibre du marché des changes officiel, rien n'est modifié par rapport au système "pur de double marché". Pour une parité donnée de la monnaie nationale, pour une propension à importer donnée, il existe un seul niveau de revenu national compatible avec l'équilibre de la balance commerciale. Celle-ci ne dépend en rien du niveau du taux d'intérêt.

L'équilibre du marché libre des changes ne peut guère être défini de façon précise. Pour un niveau donné du taux d'intérêt et pour un montant donné d'interventions sur le marché officiel (c'est-à-dire pour une valeur donnée du revenu national), il existe un niveau du taux de change financier qui assure le "clearing" du marché. Pour qu'un même taux de change reste valable, pour différentes valeurs du taux d'intérêt, il faut des interventions à l'achat de montants de plus en plus forts (ou à la vente de plus en plus faibles) - c'est-à-dire des niveaux de revenu de plus en plus élevés - pour un taux d'intérêt de plus en plus élevé.



Une synthèse peut être réalisée, compte tenu du fait que le taux de change du marché libre ne peut s'écarter du taux de change du marché officiel que dans la mesure où il se serait produit un déséquilibre global de la balance des paiements si toutes les transactions avaient subi le taux de parité (taux du marché officiel) (1). Si on définit l'équilibre externe comme une situation dans laquelle le taux de change du marché libre est égal au taux de change officiel, il existe un ensemble de points (i, Y) qui réalise cette condition, et qui correspond par ailleurs à la droite d'équilibre externe au système de taux de change fixe et unique. En haut et à droite, le taux de change du marché libre est inférieur au taux de change du marché officiel (autrement dit, la monnaie nationale y fait prime).



(1) Voir chapitre I.

52

A : équilibre de la balance commerciale;
pas d'intervention de la banque centrale;
équilibre de la balance des capitaux pour $r_c = r_f$.

B : surplus de la balance commerciale;
ventes de devises de la banque centrale sur le marché libre qui
comblent exactement le déficit "ex ante" de la balance des capitaux.

C : déficit de la balance commerciale;
achats de devises de la banque centrale sur le marché libre qui
comblent exactement un surplus de la balance des capitaux.

Pour les trois points A, B, C, l'application d'un taux de change fixe
et unique r_c aurait été équivalente à des types de double marché.

Au point D : surplus de la balance commerciale;
ventes de devises sur le marché libre, qui s'ajoutent à une
demande excédentaire de monnaie nationale, vu le taux
d'intérêt;
la monnaie nationale fait prime;
la banque centrale réalise un gain, en termes de monnaie
nationale.

Au point E : déficit de la balance commerciale;
achats de devises sur le marché libre, où l'on constate une
demande excédentaire de monnaie nationale, vu le taux
d'intérêt;
la monnaie nationale continue à faire prime;
la banque centrale subit une perte.

Au point F : surplus de la balance commerciale;
ventes de devises;
décote - pertes de la banque centrale.

Au point G : déficit de la balance commerciale;
achats de devises;
décote du franc financier; gain de la banque centrale.

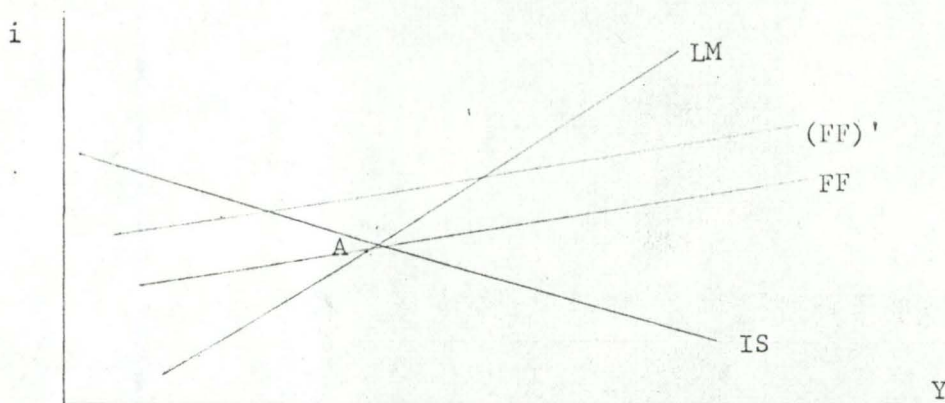
B. Impact sur le système de perturbations qui lui sont extérieures

Après avoir décrit les caractéristiques nouvelles du modèle économique, nous poursuivons nos investigations par l'analyse des réactions du système économique à des perturbations trouvant leur origine à l'étranger.

Comme dans la section précédente, nous nous intéresserons successivement à une modification autonome de la politique monétaire à l'étranger et à une modification autonome de la demande d'exportations.

1. Modification de la politique monétaire étrangère

Supposons qu'à l'étranger les autorités monétaires augmentent les taux d'intérêt afin de résoudre un problème de politique économique interne, et voyons les conséquences de cette action sur l'équilibre de notre économie.



Le nouveau différentiel d'intérêt qui est observé maintenant modifie la position de la droite d'équilibre externe FF. Pour un même taux d'intérêt national, un déficit "ex ante" de la balance des capitaux apparaît pour le taux de change de parité. Le taux de change du marché libre ne peut rester égal au taux de change du marché officiel que si la banque centrale vend plus de devises, ou en achète moins sur le marché libre; ceci ne peut être réalisé que si un surplus commercial supplémentaire est dégagé, ce qui nécessiterait une baisse du revenu national.

De toute manière, immédiatement après l'apparition du différentiel d'intérêt, au point A, où nous nous trouvons, nous observons que la monnaie nationale subit une décote sur le marché libre.

Le problème qui se pose est de savoir si ce point A -que nous considérons comme optimum au point de vue de l'équilibre économique à court terme- représente encore une position d'équilibre stable.

Considérons diverses hypothèses.

Supposons d'abord que la banque centrale continue de compenser exactement les variations de ses réserves de change résultant des opérations commerciales avec l'étranger.

Si, au point A, l'équilibre de la balance commerciale est assuré, aucune intervention n'est effectuée sur le marché libre. La masse monétaire n'est pas affectée. Le point A représente bien une position d'équilibre. Le franc financier se déprécie, de manière à j'ajuster au nouveau différentiel de change.

En cas de surplus commercial au point A, la banque centrale vend des devises sur le marché libre et y enregistre un gain financier. Si aucune opération de neutralisation n'est entreprise, la masse monétaire tend à se contracter. Le revenu national diminue, le taux d'intérêt augmente. Ce dernier élément implique un nouveau glissement vers le bas de $(FF)'$: la hausse du taux d'intérêt national induit normalement les entrées autonomes supplémentaires de capitaux (ou des sorties moindres), et une tendance à l'appréciation du taux de change de la monnaie sur le marché libre. Ces mouvements continuent tant que la banque centrale enregistre un gain, suite à ses interventions sur le marché libre. Un nouvel équilibre sera atteint avec un revenu national moindre, un taux d'intérêt plus élevé, un taux de change du marché libre égal au taux de change du marché officiel. Aucune protection absolue contre les effets déflatoires résultant d'une politique monétaire restrictive à l'étranger n'est offerte par ce système de change. Cependant, des opérations de neutralisation des effets des interventions de la banque centrale peuvent être effectuées, sous la forme d'open market, par exemple. Alors la droite LM est maintenue en position initiale, et l'équilibre économique interne est protégé contre les effets déflatoires des mesures de politique monétaire à l'étranger. D'autre part, le niveau des réserves de change reste constant, et ne constitue plus un obstacle à la poursuite des opérations de neutralisation.

Supposons maintenant que le niveau de revenu initial implique un déficit commercial.

Pour maintenir constant le niveau de ses réserves de change, la banque centrale doit acheter des devises sur le marché libre, alors que la monnaie nationale y marque une décote. Elle subit de ce fait une perte en termes de monnaie nationale. La masse monétaire tend à s'accroître : la droite LM glisse vers la droite. Il s'ensuit une expansion du niveau du revenu national, et une baisse du taux d'intérêt. A la hausse du revenu national est associé un déficit accru de la balance commerciale. A la baisse du taux d'intérêt répond une nouvelle dépréciation de la monnaie nationale sur le marché libre des changes. Au cours du temps, les pertes de la banque centrale tendent à s'aggraver. Une telle situation est instable : tant que les autorités monétaires seront en mesure de se procurer des devises sur le marché libre, l'économie sera inflationniste. Effet un peu inattendu d'une politique monétaire restrictive suivie à l'extérieur.

Il convient donc de maintenir à son niveau initial la masse monétaire, en procédant à des ventes de titres à l'open market. Dans ce cas, l'équilibre économique interne ne sera pas perturbé, ni par la modification des taux d'intérêt à l'étranger, ni par l'effet monétaire des interventions simultanées sur les deux marchés des changes. D'autre part, les réserves de change ne sont plus une contrainte pour la politique économique interne.

L'équilibre interne peut encore être maintenu lorsque les autorités monétaires interviennent sur le marché libre de façon à minimiser la variation de leurs réserves de change, mais en s'interdisant de réaliser un gain ou de subir une perte suite à ces interventions.

L'avantage d'une telle procédure réside en ceci qu'il n'est plus indispensable de mener des opérations de neutralisation par open market, et donc de faire accepter au public des variations dans la structure de son portefeuille (titres - monnaie).

Dans le cas où les autorités monétaires doivent acheter des devises sur le marché officiel (surplus commercial), il leur faudra accumuler des réserves de change.

Dans le cas d'un déficit commercial, la banque centrale devra accepter de perdre une partie de ses réserves de change. Ce qui implique qu'une politique de ce genre ne pourra être poursuivie indéfiniment.

En résumé, un double marché des changes avec des interventions de la banque centrale sur le marché libre permet de neutraliser les effets déflatoires d'une politique monétaire restrictive à l'étranger, tout en échappant à la contrainte de l'épuisement des réserves de change. Des mesures spéciales devront toutefois être prises pour garantir une parfaite stabilité monétaire interne.

2. Modification exogène de la demande d'exportations

Supposons que le niveau des exportations augmente de manière exogène.

A partir d'une situation d'équilibre de la balance commerciale, il y a apparition d'un excédent avec interventions à l'achat de la banque centrale. Celle-ci est ainsi amenée à vendre des devises sur le marché libre, et à provoquer une appréciation de la monnaie nationale sur ce marché.

Ceci signifie que la droite FF d'équilibre externe est déplacée vers le bas : pour un même niveau du revenu national, il suffit d'un taux d'intérêt national plus faible pour assurer un taux de change libre égal au taux de parité.

Par ailleurs, le surcroît d'exportations joue le même rôle multiplicateur sur le revenu qu'un mouvement des dépenses autonomes : la droite IS glisse vers la droite. Pour une masse monétaire donnée, ceci implique une hausse du taux d'intérêt. A son tour, celle-ci produit une appréciation de la monnaie nationale sur le marché libre.

Les interventions de la banque centrale se faisant avec des profits, la masse monétaire tend à se contracter : la droite LM glisse sur la gauche. Le taux d'intérêt augmente encore, entraînant de nouvelles appréciations de la monnaie nationale sur le marché libre. Par ailleurs, le revenu national diminue : surplus commercial encore accru, nouvelles ventes de devises sur le marché libre.

Ainsi, la situation qui apparaît est nettement instable. Après une période transitoire d'inflation de la demande, on assiste à un processus de recontraction du revenu national. Rien ne permet de dire que ce processus s'arrêtera une fois le niveau initial du revenu rejoint. De toute façon, le taux d'intérêt tend à s'accroître.

On ne peut parler, dans ces conditions, d'indépendance monétaire.

57

Vu la nouvelle position de la droite IS, il n'est possible de rejoindre le niveau initial du revenu national que par une contraction de la masse monétaire (qui se déclenche automatiquement), suivie d'une stabilisation de cette masse monétaire. Le niveau du taux d'intérêt sera plus élevé, de toute manière, qu'au point de départ.

Une méthode alternative serait de mener une politique budgétaire restrictive, de façon à ramener IS à sa position initiale : alors le taux d'intérêt regagnera son point d'équilibre initial. Ceci ne dispenserait pas de contrôler l'évolution de la masse monétaire.

De toute manière, il est possible de répondre aux effets d'une modification exogène des exportations sur le niveau du revenu national et sur le niveau du taux d'intérêt, par une combinaison de politique monétaire et de politique budgétaire. Cependant, le double marché des changes ne joue pas un rôle de stabilisateur automatique. Enfin, les autorités monétaires devront accepter une appréciation de la monnaie nationale sur le marché libre.

C. Politiques internes monétaire et budgétaire

1. Incidence de la politique budgétaire

Supposons que, dans le but d'améliorer la situation sur le marché de l'emploi, le gouvernement augmente ses dépenses. Nous excluons le financement monétaire, afin de bien faire la distinction entre politique monétaire et politique budgétaire, et le financement par l'impôt, susceptible d'influencer le comportement des demandeurs sur le marché des biens et services (position de la droite IS).

Le premier effet est d'augmenter le niveau du revenu national (effet multiplicateur) et le niveau du taux d'intérêt.

A la hausse du niveau du revenu national, va répondre un déficit budgétaire (ou un moindre surplus) de la balance commerciale.

La hausse du taux d'intérêt provoque des entrées supplémentaires de capitaux. Ceci tend à faire s'apprécier la monnaie nationale sur le marché libre (mais d'autres éléments entrent en jeu : les interventions de la banque centrale sur le marché libre).

58

Dans l'hypothèse d'un déficit de la balance commerciale, la banque centrale enregistre une perte : la masse monétaire va tendre à se gonfler. Ceci a un effet inflatoire qui renforce l'effet de multiplicateur des dépenses publiques. En outre, le taux d'intérêt se met à baisser, ce qui réduit les entrées de capitaux privés sur le marché libre, et diminue la valeur de la monnaie nationale sur ce marché libre. Les pertes de la banque centrale vont se réduire peu à peu, et le système évolue vers un point d'équilibre stable.

Dans l'hypothèse d'un surplus commercial, la banque centrale connaît d'abord des gains. La masse monétaire se contracte, les taux d'intérêt augmentent. A l'augmentation des taux d'intérêt répond une nouvelle appréciation du franc financier : les gains tendent à augmenter. La contraction de la masse monétaire -qui est donc continue- tend à combattre l'effet multiplicateur des dépenses publiques : ce qui assure la persistance d'un surplus commercial, et la persistance du phénomène contre-expansionniste : le système ne tend pas vers une situation d'état stable.

Dans ce cas, les autorités monétaires doivent s'associer au gouvernement et épauler sa politique expansionniste en neutralisant les effets sur la masse monétaire des gains qu'elles réalisent sur leurs opérations de change. Une autre possibilité serait qu'elles s'interdisent de réaliser un profit par leurs interventions sur le marché libre : la masse monétaire serait automatiquement stabilisée, mais le niveau des réserves de change officielles croîtrait de façon continue (ce qui n'est pas

2. Politique monétaire

Une politique monétaire expansionniste réalisée par open market entraînera initialement une augmentation du niveau du revenu national, et une baisse des taux d'intérêt.

La baisse des taux d'intérêt impliquera une dépréciation de la monnaie nationale sur le marché libre.

Si on observe un déficit commercial, la banque centrale achètera des devises sur le marché libre et les revendra avec gain sur le marché officiel. La masse monétaire tend à se recontracter. Le système tend à rejoindre son point de départ, là où taux d'intérêt et niveau du revenu national sont tels que la banque centrale n'enregistre ni gains, ni pertes.

En d'autres termes, pour être efficace, la politique monétaire doit consister en opérations de gonflement de l'offre de monnaie constamment répétées:

L'efficacité de la politique est comparable à ce qui est observé en régime de taux de change fixe et unique. Cependant, le niveau des réserves est contrôlé, et ne constitue plus une contrainte.

Dans l'hypothèse d'un surplus commercial, la banque centrale, après l'expansion de la masse monétaire, subit une perte en transférant des devises du marché officiel vers le marché libre : à ceci correspondent une nouvelle expansion de la masse monétaire, une nouvelle diminution du taux d'intérêt, une nouvelle dépréciation de la monnaie sur le marché libre, de nouvelles pertes, ... Le mouvement tend à se perpétuer : LM glisse de façon continue vers la droite, jusqu'à ce que le revenu ait augmenté suffisamment pour que le surplus commercial disparaisse.

Pratiquement, ceci renforce l'effet expansionniste de l'accroissement initial du stock de monnaie. A la longue, cet effet induit peut précipiter la système économique dans une crise inflationniste. En outre, la valeur du franc financier peut être finalement réduite à néant.

Ces inconvénients peuvent être résolus très facilement : la banque centrale peut cesser de compenser totalement l'évolution de ses réserves de change. Si elle en accumule une partie des devises achetées sur le marché officiel, l'offre de monnaie se stabilisera.

3. Conclusions

Tant la politique monétaire que la politique budgétaire permettent d'influencer l'activité économique efficacement.

Cependant, l'offre de monnaie étant influencée par les relations avec l'extérieur par le biais des gains ou pertes supportés par la banque centrale lors de ses interventions sur le marché libre, et cette influence n'allant pas nécessairement dans le sens souhaité, on ne peut dire que le double marché des changes réalise l'indépendance monétaire de l'économie nationale.

Une certaine servitude continue à peser sur la politique monétaire.

Ce qui est positif dans le double marché des changes avec compensation des déséquilibres officiels, c'est que les deux instruments peuvent être utilisés à des fins internes -éventuellement en tenant compte des effets monétaires

induits, des interventions de la banque centrale sur le marché libre, mais en tout cas, sans qu'on ne soit astreint à les diriger de façon paritaire en fonction de la situation des paiements extérieurs, parce que les réserves de change officielles s'épuisent.

CHAPITRE III. CRITIQUE DE LA DEMARCHE SUIVIE

Notre étude des systèmes de double marché des changes apparaît encore insuffisante.

Elle souffre des imperfections propres aux modèles fondés sur l'analyse macro-économique traditionnelle -sur les courbes IS-LM-.

En outre, au moins deux lacunes importantes devraient être ultérieurement corrigées.

Enfin, le problème de l'utilité d'un double marché devrait être abordé d'un autre point de vue.

1. Le modèle IS-LM

- L'analyse graphique IS-LM ne permet pas d'analyser de façon précise l'élasticité des courbes par rapport aux variables exogènes : de façon plus claire, l'ampleur des "shifts" des courbes représentatives de l'équilibre de chacun des marchés suite à la modification d'une exogène. La solution de ce problème se trouve dans le recours à des calculs algébriques complexes dégageant des conditions d'ordre permettant une analyse plus précise.

En particulier, dans l'analyse du double marché des changes, on ne peut analyser valablement l'effet final sur le taux de change du marché libre de la variation du différentiel d'intérêt avec l'étranger, de l'offre de monnaie nationale, ... Or, la variation du taux financier sur écart suit bien le "coût" économique du fonctionnement du système.

- Les modèles IS-LM sont des représentations relativement simplistes de l'équilibre économique général.

On considère que les agents économiques n'ont qu'une possibilité de substitution : entre la monnaie et les obligations nationales.

Une analyse plus moderne, en termes de modèle d'ajustement de stock, aurait dû être faite.

Un certain nombre de possibilités de substitution supplémentaires auraient pu être prises en compte : l'avoir des agents économiques se répartissant entre actifs réels, monnaie, titres.

En particulier, vu le sujet étudié, une introduction explicite d'une demande de titres étrangers par les nationaux, d'une demande de titres nationaux par les étrangers (peut-être aussi pour les actifs réels, les

encaisses en monnaies étrangères). L'analyse du marché libre en aurait été enrichie : dans le modèle IS-LM, celui-ci joue un rôle assez effacé, résiduaire. Est particulièrement insatisfaisante l'hypothèse de mouvements de capitaux en forme de flux continus, répondant au différentiel d'intérêt et aux variations du taux de change.

Un modèle d'ajustement de stock aurait permis finalement de distinguer les effets à court terme des effets à long terme, des différentes politiques économiques envisagées, et donc de mieux apprécier la viabilité du système.

2. Deux points importants n'ont pour ainsi dire pas été soulevés

a) Le modèle d'équilibre considéré compte une lacune grave : dans l'analyse de la balance des paiements, on ne tient pas compte de l'impact des paiements et recettes d'intérêts sur les capitaux reçus du ou prêtés au reste du monde.

Assez curieusement, c'est une omission pratiquement générale dans l'analyse macro-économique des économies ouvertes. Une exception : WILLETT et FORTE - Internal rate policy and external balance - Econ. Journal, 1969. Cet article montre que, en régime de taux de change fixe et unique, la politique qui consiste à attirer des capitaux à court terme en augmentant le taux d'intérêt n'apporte qu'une amélioration momentanée de la balance des paiements et peut se traduire, après un délai, par une détérioration plus grave encore de la situation des paiements, si on tient compte des paiements d'intérêts dûs au reste du monde.

Normalement, en régime de double marché, les paiements d'intérêts passent par le marché officiel : cela est logique (distinctions transactions courantes et transactions en capital) et cela permet de stabiliser le taux de change du marché libre (cfr chapitre I).

Cependant, il faut bien voir que si le franc financier est déprécié par rapport au franc commercial, le taux d'intérêt réel dû sur les prêts de l'étranger en est accru d'autant. Ce point devrait être analysé plus avant : il y a là une source possible de déséquilibre pour le marché officiel des changes, un coût économique de l'instauration de doubles marchés des changes.

b) Une analyse des comportements spéculatifs sur le marché libre et de leurs conséquences sur l'évolution du taux de change libre devrait être faite. Ceci serait particulièrement intéressant dans le cas du double marché avec interventions de la banque centrale : l'ampleur des gains et pertes de cette institution, et leurs effets monétaires seraient influencés.

3. Les systèmes de double marché ont été analysés par comparaison avec le système de taux de change fixe et unique : ils devraient être également comparés avec les systèmes de taux de change flexibles, quant à l'indépendance de la politique économique interne.

Plus fondamentalement, une analyse de l'impact de la flexibilité des taux sur le commerce devrait être faite. En outre, un critère de choix entre les deux systèmes pourrait peut-être être trouvé du côté de leur impact sur le niveau général des prix à l'intérieur.

Le point de départ de l'analyse serait la théorie de la zone monétaire optimale de Mac Kinnon : Mac Kinnon propose de maintenir des taux de change fixes lorsque le rapport : biens commerçables/biens non commerçables est élevé, afin d'éviter l'importation à l'intérieur de l'économie des variations du niveau général des prix à l'étranger.

CONCLUSIONS : APPLICABILITE DU SYSTEME DE DOUBLE MARCHÉ DES CHANGES

1. Nous avons analysé le fonctionnement des deux grands systèmes concevables de doubles marchés des changes. Résumons-le et cherchons à voir quels problèmes ils sont susceptibles de résoudre.

- Tout d'abord, nous avons vu qu'un système pur de double marché des changes, c'est-à-dire dans lequel la banque centrale n'intervient pas sur le marché libre, ne peut assurer véritablement une "indépendance monétaire" à un pays.

Il faut attribuer cela au fait qu'à long terme l'équilibre du système économique reste conditionné par l'équilibre de la balance commerciale.

Une politique économique à court terme visant à atteindre un niveau d'emploi ou de revenu national incompatible avec l'équilibre du commerce extérieur peut cependant être suivie au moyen des politiques budgétaire et monétaire, et sans recours à des contrôles sur les paiements, à condition que les effets des déséquilibres de la balance commerciale soient constamment centralisés.

L'avantage du système de double marché, par rapport au système de taux de change fixe et unique, est qu'il permet de minimiser l'ampleur des variations du niveau des réserves de change, et donc de laisser une plus grande autonomie aux autorités monétaires dans l'usage de la politique monétaire.

Il y a une diminution dans l'ampleur des variations des réserves de change par rapport à ce qui avait été observé en régime de taux de change fixe et unique, lorsque, le long du cycle conjoncturel, le déséquilibre de la balance des capitaux s'ajoute au déséquilibre commercial au lieu de le compenser -ce qui peut vraisemblablement se produire lorsque la politique monétaire est utilisée aux fins de satisfaire des objectifs internes.

Ainsi, le double marché des changes de type "pur" apparaît-il adapté à une économie :

- dont le taux de change de parité assure l'équilibre à long terme des échanges commerciaux pour un niveau de revenu compatible avec l'équilibre économique interne;
- dont le cycle conjoncturel est déplacé par rapport à celui de ses principaux partenaires commerciaux;

- dont les déséquilibres de la balance des capitaux et de la balance commerciale tendent à se cumuler, plutôt qu'à se compenser au cours du cycle conjoncturel;
- qui ne peut utiliser les ressources du policy mix, qui s'interdit d'opérer des contrôles directs sur les mouvements de capitaux.

2. Un système de double marché des changes avec interventions de la banque centrale sur le marché libre, destinées à compenser les gains ou pertes de réserves résultant des interventions sur le marché officiel, peut apparaître comme un progrès par rapport au système "pur".

En fait, les interventions sur le marché libre peuvent être considérées comme un substitut à l'utilisation de la politique monétaire à des fins externes. La variation du taux de change du marché libre joue le même rôle qu'une modification du différentiel d'intérêt : elle permet d'adapter les flux internationaux de capitaux à court terme à l'évolution des échanges commerciaux.

Ainsi le système s'appliquerait à une économie du même type que celles pour lesquelles le double marché "pur" paraît recommandé, à la différence que le niveau de ses réserves de change ne lui permet pas de supporter les fluctuations de son solde commercial au cours du cycle conjoncturel.

Son bon fonctionnement exige une forte élasticité des mouvements de capitaux au taux de change -et une élasticité non "pervers"-.

3. Ces conclusions reposent sur les hypothèses sous-jacentes du modèle IS-LM dont nous avons exprimé les principaux défauts dans un bref chapitre qui apporte des voies de solution pour une analyse plus complète.

BIBLIOGRAPHIE

La théorie

- J.M. Fleming and M.G. Kuczynski - Dual exchange rate for current and capital transactions : a theoretical examination.
Document of I.M.F., December 4, 1968.
 - . Double taux de change appliqué dans un seul pays :
 - ° techniques d'organisation;
 - ° fonctionnement dans le cas où la banque centrale n'intervient pas sur le marché libre;
 - ° fonctionnement avec interventions de la banque centrale.
 - . Description formelle d'un système généralisé de double taux de change.
 - . Avantages et inconvénients : surtout par comparaison avec des systèmes de contrôle discriminatoires.
 - . Système "régional" de double taux de change.

- J. Koszul - Le double marché des changes : quelques remarques.
Banque, Paris, n° 301, novembre 1971.

- P. Salin - Un double marché des changes est-il justifié ?
Revue d'économie politique, Paris, LXXXI, n° 6 - novembre-décembre 1971.
 - . Importance et conséquences de l'assignation à un des deux marchés des rendements des actifs : stabilité du cours du marché libre; indépendance monétaire; efficacité du mécanisme des transferts compensatoires.
 - . Fonctionnement à long terme du système : ajustements.
 - . Inadaptation du système à la politique de stabilisation de la balance des paiements dans son ensemble.

- V. Barattieri et G. Ragazzi - An analysis of the two-tier foreign exchange market.
Banco Nazionale del Lavoro Qu. Rev., n° 99 - décembre 1971.
 - . Politique d'intervention de la banque centrale sur le marché libre, visant à neutraliser les effets de l'état de la balance des paiements sur la liquidité intérieure.

- . Effets de variations du cours du change sur les flux de capitaux.
 - . Efficacité des politiques monétaire et budgétaire en régime de double taux de change : indépendance de la politique monétaire.
 - . Stabilisation de la balance des paiements : conclusion favorable au système.
- H. Bourguinot - "Le double marché des changes", dans "Marché des changes et crises des monnaies". Paris, 1972.
 - A.K. Swoboda - The dual exchange-rate system and monetary independence. Polycopié, novembre 1972.
 - . Contrôle des mouvements de capitaux autonomes : système efficace si la balance commerciale est équilibrée. Sinon, il faut encore des opérations de neutralisation des effets du déséquilibre courant.
 - . Indépendance monétaire : offre de monnaie et inflation importée.
 - . Considérations de long terme : le double marché des changes empêche ou gêne les mécanismes de transferts.
 - B. Decaluwé - Double marché des changes et politique de balance des paiements. Polycopié, Louvain, 1972.
 - . Modèle mathématique simple.
 - V. Arzy et M.G. Porter - Marché des changes à terme et effets de perturbations internes et externes sous différents systèmes de change. IMF Staff papers - XIX n° 13.
 - . Quelques remarques sur le double marché des changes, visant à montrer qu'il isole l'économie nationale des fluctuations de taux d'intérêts étrangers.

La pratique belge

- Le contrôle du change en Belgique. Bulletin économique de la Société Générale de Banque, Bruxelles. VIII-78 - février 1969.

- La réglementation des changes dans l'U.E.B.L.
Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank, Bruxelles, 12 décembre 1969.

- P. Fabre - Le double marché des changes dans l'U.E.B.L.
Banque, Paris, XLV - n° 283 - mai 1970.

- European department of the IMF - The free foreign exchange market of the B.L.E.U.
Document of IMF, June 11, 1970.

- Groupe TALENT - Le système belge du double taux de change.
Cahiers économiques de Bruxelles, Bruxelles, n° 46, 2e trimestre 1970.

- G. Martin et J.P. Abraham - Dubbele belgische wisselkoers en internationale rentevershillen 1967-69.
Economisch-statistische berichten, 14 oktober 1970.
. Dubbele wisselmarkt in de B.L.E.U. Bank-en effectenbedrijf. Amsterdam - XX-132, sept. 1971.
. Les doubles marchés des changes : l'expérience de l'U.E.B.L.
Reveu économique de la B.N.F. - Paris - n° 20 - octobre 1971.

- A.B.C. Mountford and J.M.C. de Looder - Belgo-Luxemburg E.U. evolved dual exchange market during two decades.
IMF Survey - II-1- January 8, 1973.

- R. Noordhoff - De werking van de dubbele wisselmarkt in de B.L.E.U.
Polycopié - Groningen, 1973.