

## Pourquoi les taux de change du G-3 sont-ils si instables?

*Kenneth S. Rogoff*

Le mystère de l'instabilité des trois principales monnaies mondiales reste entier, en dépit des intuitions remarquables de Dornbusch sur ce point.



*Kenneth S. Rogoff est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.*

J'AI EU la chance, en novembre dernier, de commémorer le vingt-cinquième anniversaire du fameux modèle de «surajustement» des taux de change de Rudiger Dornbusch, lors de la deuxième conférence annuelle du FMI sur la recherche. L'étude, publiée en 1976, est devenue immédiatement un classique, car elle semblait apporter un certain ordre dans le chaos des taux de change flexibles qui succédait tout juste à la sérénité des parités fixes du système de «Bretton Woods».

Pour Dornbusch, la volatilité excessive des taux de change était le résultat inévitable du désordre monétaire qui avait sonné le glas des parités fixes. Si les politiques monétaires sont imprévisibles, en effet, il en ira de même des écarts d'inflation. Les taux de change doivent donc être volatils puisque, sur le très long terme, il doit exister un lien étroit entre les écarts d'inflation et les taux de change. (C'est, du moins, ce que nous avons tous cru depuis que l'économiste suédois Gustav Cassel a proposé sa théorie de la «parité de pouvoir d'achat» — les taux de change s'ajustent pour refléter les écarts entre les niveaux des prix à la consommation — pour redéfinir les parités après l'effondrement du système de change durant la première guerre mondiale.)

Si Dornbusch s'était borné à montrer que la politique monétaire avait perdu le nord dans les années 70, sa thèse aurait été jugée intelligente mais pas forcément brillante. Le trait de génie est venu du «surajustement». Dans la logique désormais fameuse de Dornbusch, la volatilité de la politique monétaire n'est pas seulement reflétée, mais amplifiée par celle du taux de change. Son idée maîtresse, c'est que l'atonie des prix et des salaires intérieurs oblige le taux de change à absorber les chocs pour le compte de la politique monétaire. La théorie de Dornbusch, qu'il a «relevée» en y incorporant l'idée stimulante des «anticipations

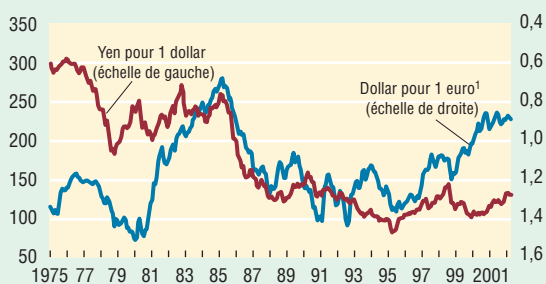
rationnelles» — les agents privés anticipent l'évolution des taux de change à partir d'un examen raisonné des données disponibles —, suggérait qu'une amélioration même modeste de la stabilité monétaire permettrait d'accroître sensiblement la stabilité des changes.

Mais le nouveau système de taux flexibles était encore jeune en 1976; il ne pouvait fournir les données requises pour mettre réellement à l'épreuve ce que l'on nomme souvent, désormais, le modèle Mundell-Flemming-Dornbusch. Nul ne s'en souciait, du reste. La théorie était belle, et l'optique des taux de change flexibles proposée par Dornbusch a consolidé le cadre théorique. N'oublions pas que les économistes sont des gens qui, s'ils voient une chose concrète, se demandent si elle est possible en théorie. Le modèle de Dornbusch a rassuré, en montrant qu'il pouvait y avoir une logique dans les fluctuations apparemment erratiques des monnaies, et peut-être même un remède à l'instabilité. Les étudiants, qui pendant plus d'une décennie avaient boudé le domaine des finances internationales jugé moribond, y sont revenus en masse dès le milieu des années 70. Le cours de Dornbusch au Massachusetts Institute of Technology, difficile et volontiers conflictuel, attirait des étudiants tels que Lawrence Summers, Paul Krugman ou Jeffrey Sachs (c'est sans doute là que ces économistes brillants ont été humiliés en public pour la dernière fois).

C'est le côté «conte de fées» de notre histoire. Mais elle ne s'arrête pas là. Si le modèle de surajustement marque un jalon sur le plan théorique, c'est un échec indiscutable sur le plan empirique, au moins pour ce qui est des taux de change du G-3 (États-Unis, Europe et Japon). Un constat s'impose : la politique monétaire des membres du G-3 est beaucoup plus stable aujourd'hui qu'elle ne l'était au milieu des années 70, après la première crise pétro-

## Une volatilité persistante

Bien que la politique monétaire du G-3 soit plus stable aujourd'hui qu'elle ne l'était au milieu des années 70, la volatilité des taux de change n'a diminué que de façon marginale.



Source : FMI.

<sup>1</sup>Euro synthétique avant 1999.

lière. L'inflation a ralenti de façon spectaculaire (trop, même, dans le cas du Japon). L'affermissement de l'indépendance des banques centrales et la nomination, à leur tête, de «conservateurs» soucieux avant tout de juguler l'inflation ont permis d'ancrer les anticipations inflationnistes du secteur privé.

Pourtant, la volatilité des taux de change du G-3 n'a diminué que de façon marginale depuis les années 70 (voir graphique). Où sont passés les fruits escomptés du retour à la stabilité monétaire mondiale? Les travaux effectués pour tester de façon formelle les modèles empiriques des taux de change confirment sans appel l'échec du modèle de surajustement — au moins dans l'explication des fluctuations à court et à moyen terme. Seule consolation, aucune autre théorie ne paraît en mesure d'apporter une réponse satisfaisante, en tout cas pour les monnaies du G-3. Les résultats sont certes bien meilleurs pour les taux de change de bon nombre de petits pays, mais nous y reviendrons une autre fois.

Si la théorie élégante de Dornbusch est erronée, que peut-on dire des taux de change du G-3? Le verre n'est heureusement pas tout à fait vide, même s'il est loin d'être à moitié plein. Sur la longue période, deux ans et plus, il existe sans aucun doute des éléments de prévisibilité des taux de change. Premièrement, même si la théorie de Cassel sur la parité de pouvoir d'achat n'est pas une proposition recevable pour le court terme, on observe — sur le long terme — que le taux de change réel (c'est-à-dire le taux de change nominal ajusté des écarts entre les niveaux des prix relatifs nationaux) tend à revenir à sa valeur historique. Mais l'ajustement est très lent. Toutes les preuves empiriques portent à croire que la parité de pouvoir d'achat n'entre en jeu que si l'on se situe dans un horizon de plusieurs années, et non de plusieurs mois.

Deuxièmement, l'effet Balassa-Samuelson conserve une certaine pertinence. L'analyse qu'ils ont faite des années 60 a conduit ces deux économistes à avancer l'idée que les taux de change réels des pays à croissance rapide augmentent avec le temps, car l'expansion tend à faire monter les prix des biens non échangés. Pendant de longues années, l'effet Balassa-Samuelson a semblé expliquer la tendance à l'appréciation réelle du yen amorcée dans les années 50, et celle du deutsche mark à partir des années 60. L'effet a sans doute joué en sens inverse dans les années 90, étant donné que la croissance des États-Unis a dépassé celle de l'Europe et est devenue nettement supérieure à celle du Japon. Cet effet représenterait même de

4 à 5 % de l'appréciation tendancielle du dollar contre le yen et l'euro (en valeur réelle) depuis cinq ou six ans. Au total, cependant, la parité de pouvoir d'achat et l'effet Balassa-Samuelson n'expliquent qu'une petite part de la volatilité des taux de change à court terme. Comme l'ont confirmé des centaines d'études sur l'instabilité des monnaies du G-3, les fluctuations à court terme des parités entre l'euro, le yen et le dollar continuent, pour l'essentiel, de défier toute tentative d'explication systématique et, *a fortiori*, de prévision.

Fort heureusement, les effets de la volatilité des taux de change du G-3 semblent moins insidieux qu'on pouvait le craindre au moment où Dornbusch a formulé sa thèse. La question n'est toujours pas tranchée, mais il a été très difficile jusqu'ici de montrer de façon systématique que l'instabilité des parités des monnaies du G-3 est aussi préjudiciable que ne le laissent entendre les premiers opposants aux taux de change flexibles. Cela tient peut-être au fait que les prix intérieurs, y compris des biens importés, semblent résister de façon surprenante aux fluctuations des changes. On s'accorde à estimer qu'aux États-Unis, la répercussion des fluctuations de taux de change sur les prix (après une année) est de 50 % à peine pour les prix de gros, et qu'elle est plus faible encore pour les prix à la consommation. Les estimations pour l'Europe et le Japon sont à peine supérieures. De fait, les études récentes sur les États-Unis laissent penser que cette répercussion se serait encore atténuée ces dernières années pour se situer peut-être autour de 25 %.

Maurice Obstfeld et moi-même avons mis en lumière la «déconnexion» entre les taux de change et l'économie réelle. Ceci pourrait être dû en partie au fait que, même dans notre économie globalisée, le commerce intérieur reste supérieur aux échanges internationaux. En conséquence, même une modification assez minime des soldes extérieurs courants peut entraîner de fortes variations des taux de change d'équilibre. La situation actuelle, où les déséquilibres extérieurs courants se creusent de plus en plus entre les principales régions du monde, se prête donc particulièrement aux amplitudes des fluctuations des taux de change, ainsi que nous en discutons dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2002. Disposerons-nous un jour d'un modèle plus convaincant des taux de change du G-3? Je l'espère! **F&D**

### Bibliographie :

Rüdiger Dornbusch, 1976, "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 84 (August), p. 1161-76.

Richard Meese and Kenneth Rogoff, 1983, "Empirical Exchange Rate Models of the 1970s: Do They Fit Out of Sample?" *Journal of International Economics*, Vol. 14 (February), p. 3-24; <http://www.economics.harvard.edu/~krogoff/JIE1983.htm>

Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, 2000, "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?" in *NBER Macroeconomics Annual 2000*, ed. by Ben Bernanke and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press); <http://papers.nber.org/papers/W7777>; <http://www.economics.harvard.edu/~krogoff/NBER2000.htm>

Kenneth Rogoff, "Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years," *Mundell-Fleming Lecture at the IMF's Second Annual Research Conference*, Nov. 29-30, 2001; *IMF Working Paper 02/39* (Washington, 2002); <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15653.0>