

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

10 juin 2016 – N° 617

Taux de change : la détermination par la balance courante et la détermination par les flux de capitaux

On peut envisager deux déterminations possibles du taux de change :

- *une détermination par la balance courante ; ce qui domine est la nécessité d'équilibrer la balance courante, avec de faibles mouvements de capitaux ; en principe, dans ce cas, le taux de change se rapproche de la Parité de Pouvoir d'Achat ;*
- *une détermination par les flux de capitaux, s'ils sont de grande taille, avec une forte réaction des flux de capitaux internationaux aux écarts de rendements anticipés entre les pays ; en principe, dans ce cas, le taux de change est déterminé par la Parité Non Couverte de taux d'intérêt.*

Nous essayons de voir à quels moments, depuis les années 1990, les taux de change (aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro, au Japon) ont été déterminés par les balances courantes ou par les flux de capitaux. On voit :

- *que le régime de balance courante n'a jamais été présent au Royaume-Uni et disparaît au profit du régime de flux de capitaux à partir de 2000 au Japon, de 2005 dans la zone euro, de 2008 aux Etats-Unis ;*
- *que depuis le milieu des années 2000, la détermination des taux de change est de plus en plus dominée par les flux de capitaux spéculatifs à court terme.*

Rédacteur :
Patrick ARTUS

Détermination du taux de change par la balance courante ou par les flux de capitaux

L'encadré 1 rappelle que le taux de change peut être déterminé :

- **soit par la balance courante**, si la mobilité internationale des capitaux est faible, si la taille des flux de capitaux est faible ; **dans ce cas, le taux de change est déterminé par la Parité de Pouvoir d'Achat** ;
- **soit par les flux de capitaux**, si au contraire la mobilité internationale des capitaux est forte, si en conséquence la taille des flux de capitaux est grande ; **dans ce cas, le taux de change est déterminé par la Parité Non Couverte des taux d'intérêt.**

Encadré 1

En taux de changes flexibles, on doit avoir :

$$0 = \text{Balance Courante} + \text{Flux de capitaux}$$

Ceci peut s'écrire :

$$1) \quad 0 = \alpha(e + p^* - p) + \beta(r - r^* - \dot{e})$$

e est le taux de change nominal (en logarithmes) ; une hausse indique une dépréciation ;

p^* est le prix à l'étranger (en logarithmes) ;

p est le prix dans le pays (en logarithmes) ;

r est le taux d'intérêt nominal dans le pays ;

r^* est le taux d'intérêt nominal à l'étranger ;

\dot{e} est la dépréciation (anticipée) du taux de change.

- **Si $\alpha \gg \beta$, on est dans le régime de la balance courante.** Les flux de capitaux sont peu réactifs et de faible taille. On voit alors que le taux de change est déterminé par :
2) $e = p - p^*$: **la Parité de Pouvoir d'Achat**
- **Si $\beta \gg \alpha$, on est dans le régime de flux de capitaux**, avec des flux de capitaux de grande taille et réagissant fortement aux écarts de rendement. Le taux de change est alors déterminé par :
3) $\dot{e} = r - r^*$: **la Parité Non Couverte de taux d'intérêt**

A quelles périodes voit-on le régime de balance courante et le régime de flux de capitaux ?

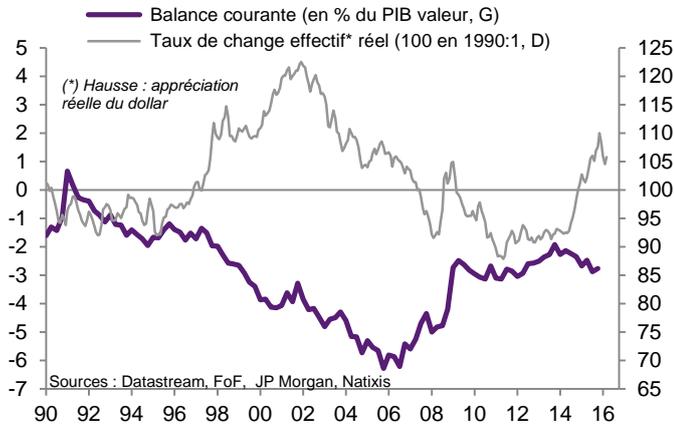
Nous supposons donc :

- **que dans le régime de balance courante**, il y a peu de flux de capitaux. **Un excédent courant conduit à une appréciation réelle du change, un déficit courant (extérieur) à une dépréciation réelle du change** ;
- **que dans le régime de flux capitaux**, ceux-ci dominant la balance des paiements. **Des taux d'intérêt plus élevés dans le pays conduisent alors à une appréciation du change, des taux d'intérêt plus bas, à une dépréciation** ; mais les flux de capitaux peuvent aussi réagir aux perspectives de croissance, à l'aversion pour le risque.

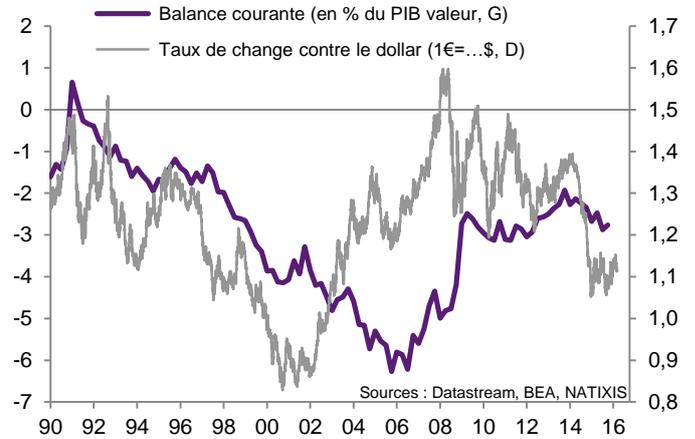
Nous regardons **les situations des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon depuis 1990.**

#1 Etats-Unis (graphiques 1a à 1e)

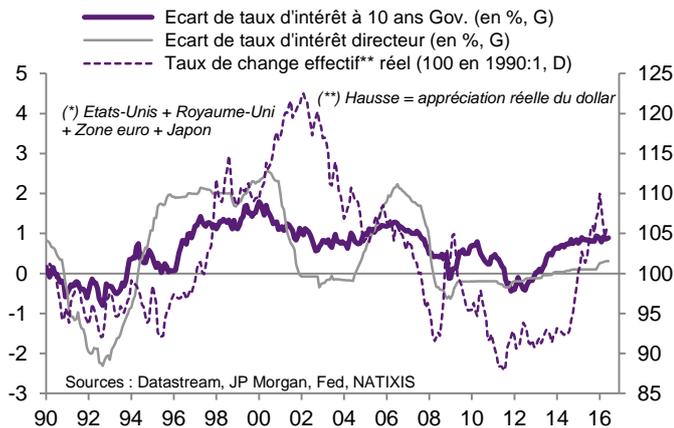
Graphique 1a
Etats-Unis : balance courante et taux de change effectif réel*



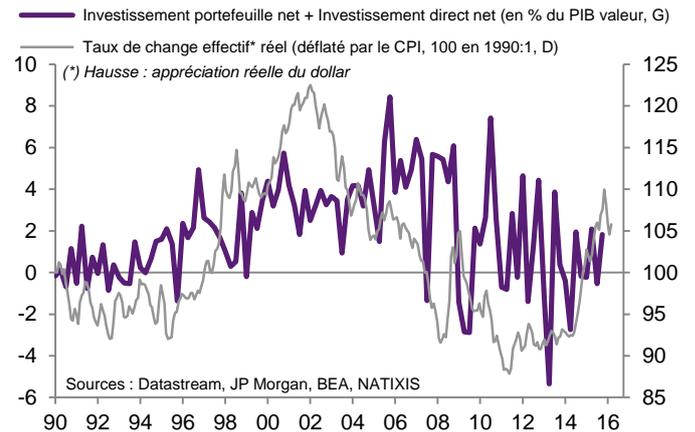
Graphique 1b
Etats-Unis : balance courante et taux de change



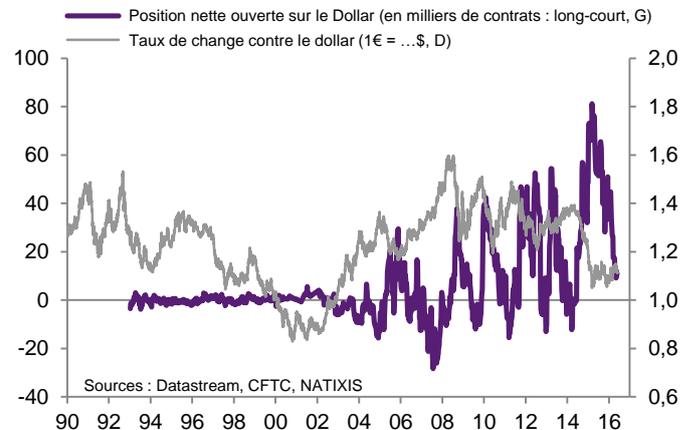
Graphique 1c
Etats-Unis : écart de taux d'intérêt avec OCDE* et taux de change effectif réel



Graphique 1d
Etats-Unis : investissement en portefeuille, direct et taux de change effectif réel



Graphique 1e
Etats-Unis : position nette ouverte sur le dollar et taux de change

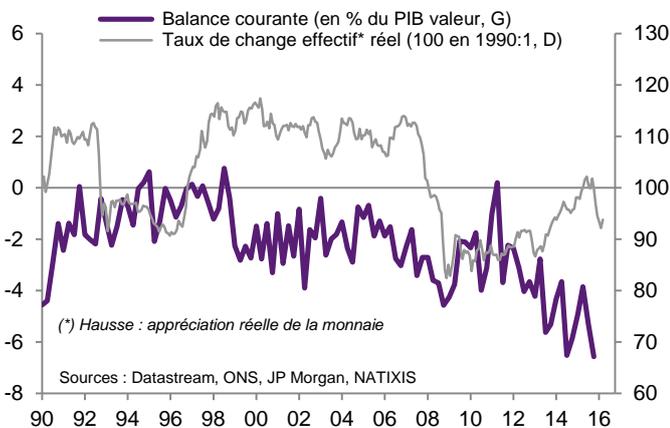


On voit aux Etats-Unis :

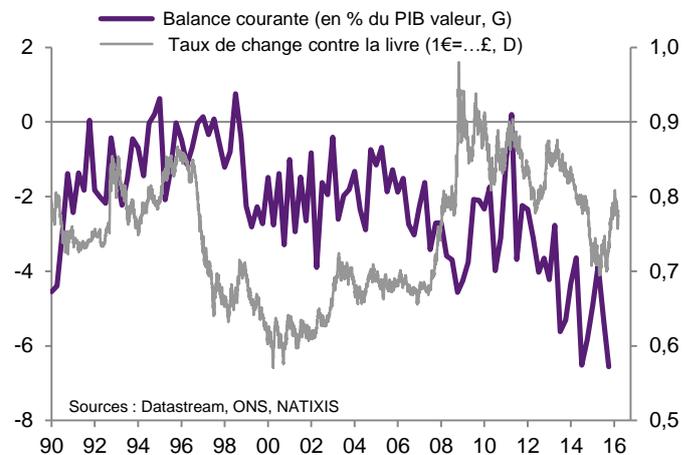
- un lien entre la balance courante et l'évolution du taux de change de 2002 à 2008 ;
- un lien entre les taux d'intérêt et l'évolution du taux de change de 1995 à 2000 ;
- un lien entre les flux de capitaux à long terme et le taux de change de 1996 à 2000 ;
- un lien entre les flux de capitaux spéculatifs à court terme et le taux de change depuis 2008.

#2 Royaume-Uni (graphiques 2a à 2e)

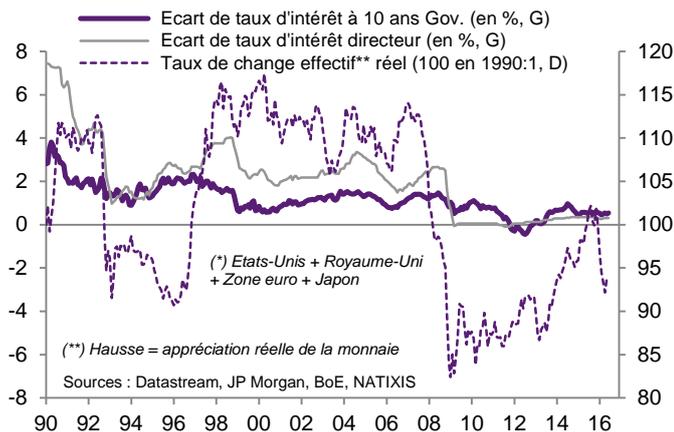
Graphique 2a
Royaume-Uni : balance courante et taux de change effectif* réel



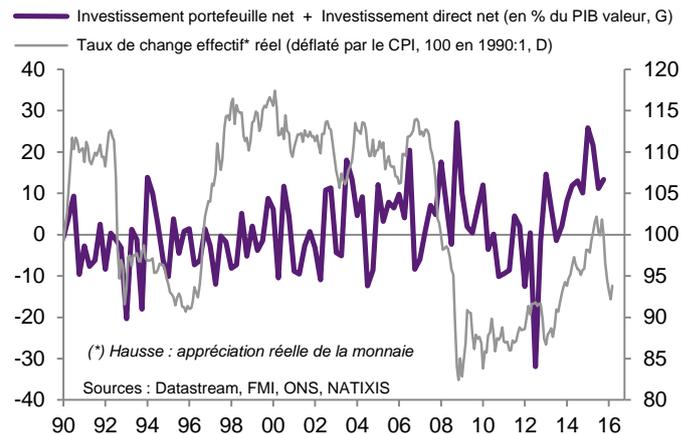
Graphique 2b
Royaume-Uni : balance courante et taux de change



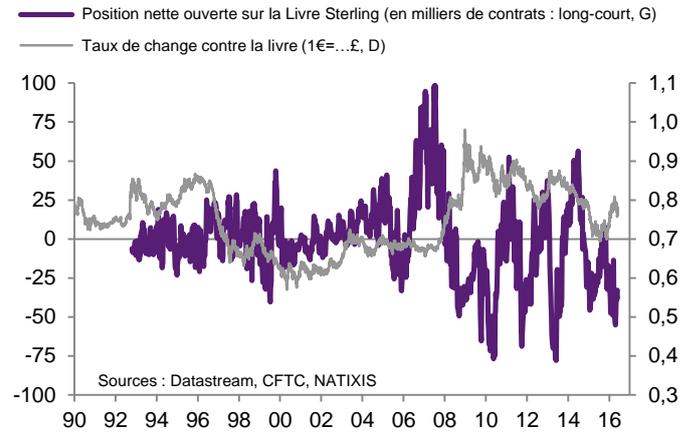
Graphique 2c
Royaume-Uni : écart de taux d'intérêt avec OCDE* et taux de change effectif** réel**



Graphique 2d
Royaume-Uni : investissement en portefeuille, direct et taux de change effectif* réel



Graphique 2e
Royaume-Uni : position nette ouverte sur la Livre Sterling et taux de change

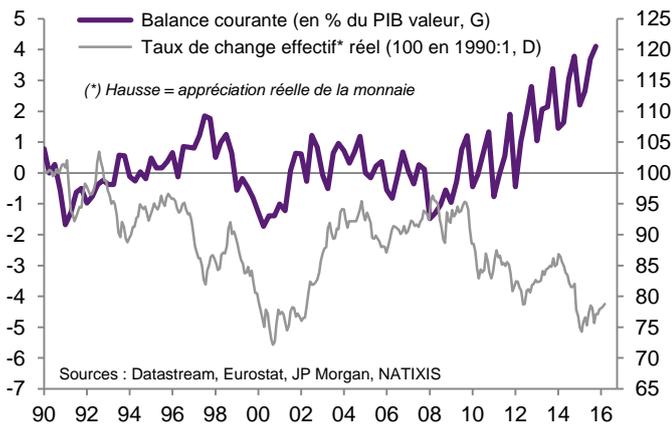


On voit **au Royaume-Uni** :

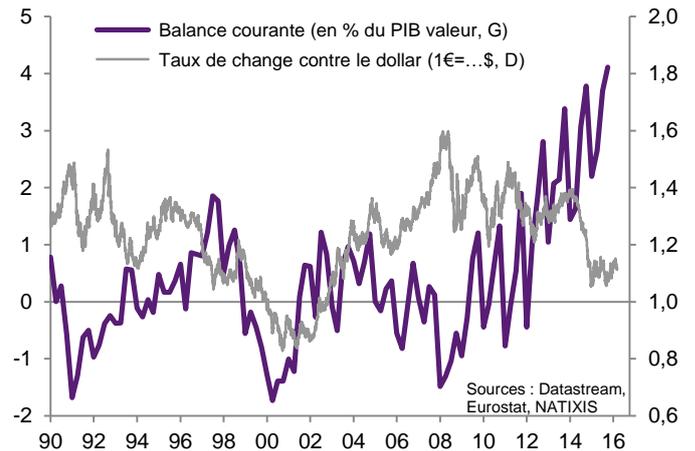
- un lien entre la balance courante et l'évolution du taux de change à aucun moment ;
- un lien entre les taux d'intérêt et l'évolution du taux de change de 1990 à 2008 ;
- un lien entre les flux de capitaux à long terme et le taux de change en 1992-1993, 2014-2015 ;
- un lien entre les flux de capitaux spéculatifs à court terme et le taux de change depuis 2006.

#3 Zone euro (graphiques 3a à 3e)

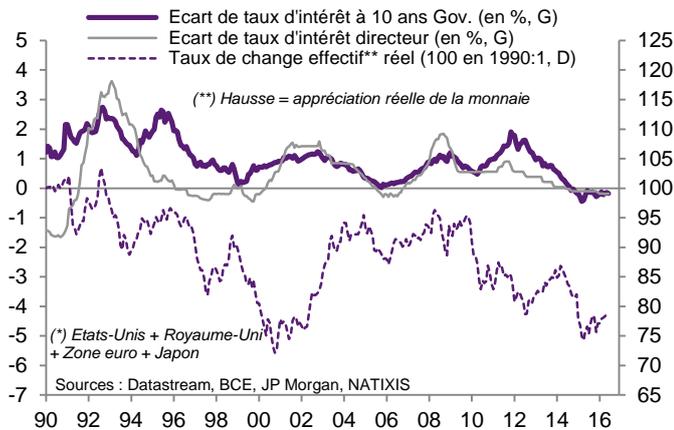
Graphique 3a
Zone euro : balance courante et taux de change* effectif réel



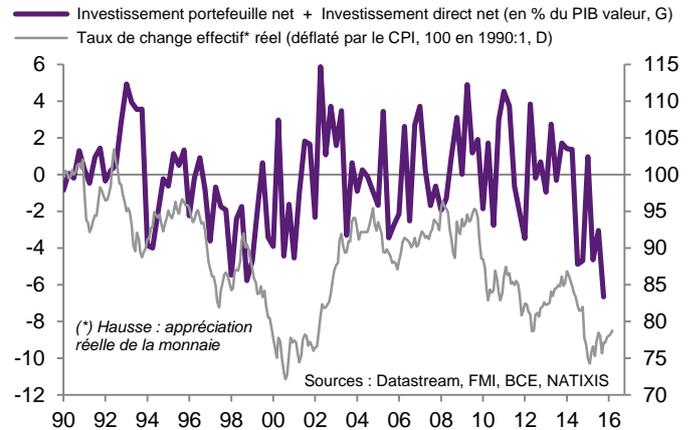
Graphique 3b
Zone euro : balance courante et taux de change



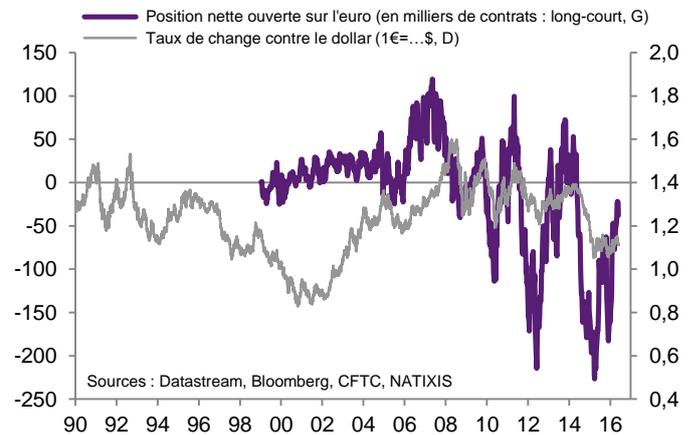
Graphique 3c
Zone euro : écart de taux d'intérêt avec OCDE* et
taux de change effectif **réel



Graphique 3d
Zone euro : investissement en portefeuille, direct et
taux de change effectif* réel



Graphique 3e
Zone euro : position nette ouverte sur l'euro et taux
de change

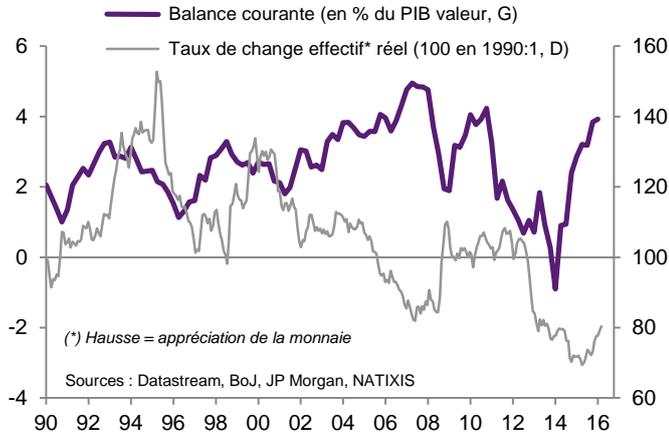


On voit dans la zone euro :

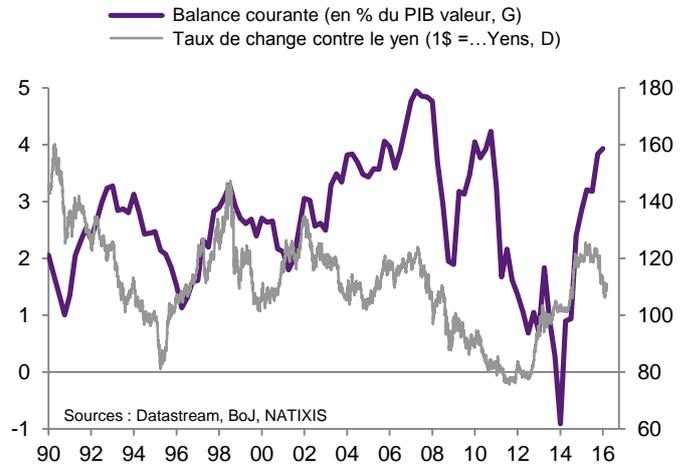
- un lien entre la balance courante et l'évolution du taux de change de 1997 à 2001 ;
- un lien entre les taux d'intérêt et l'évolution du taux de change de 1990 à 1998 ;
- un lien entre les flux de capitaux à long terme et l'évolution du taux de change de 1994 à 2003, depuis 2014 ;
- un lien entre les flux de capitaux spéculatifs à court terme et l'évolution du taux de change depuis 2006.

#4 Japon (graphiques 4a à 4e)

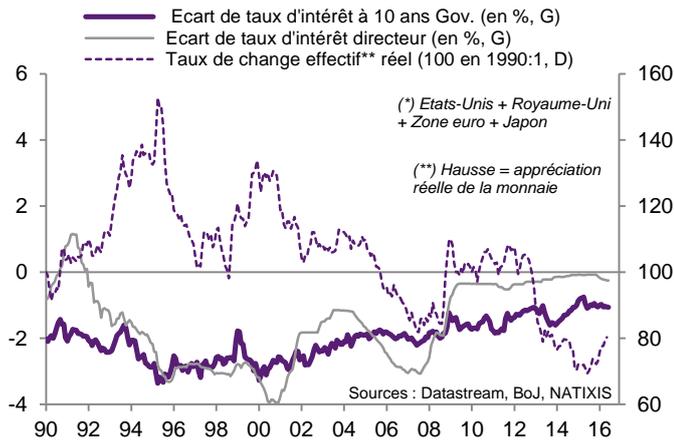
Graphique 4a
Japon : balance courante et taux de change effectif réel*



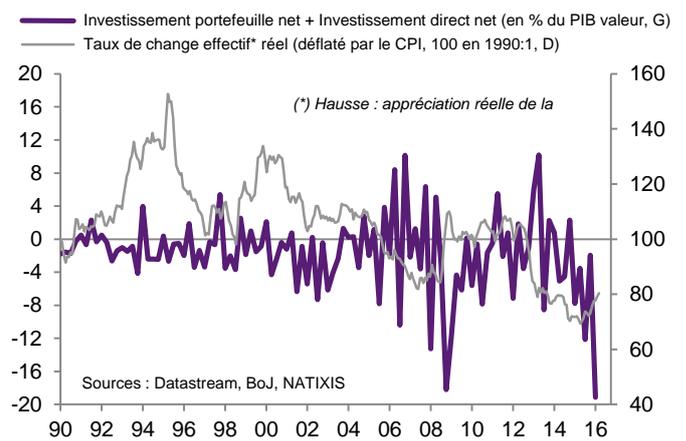
Graphique 4b
Japon : balance courante et taux de change



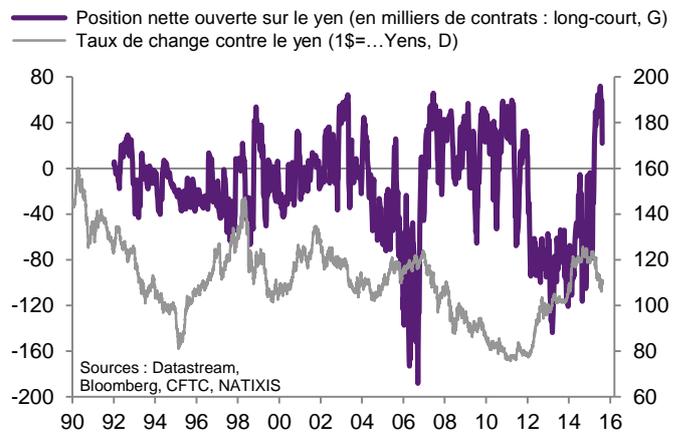
Graphique 4c
Japon : écart de taux d'intérêt avec OCDE* et taux de change effectif** réel



Graphique 4d
Japon : investissement en portefeuille, direct et taux de change effectif* réel



Graphique 4e
Japon : position nette ouverte sur le yen et taux de change



On voit **au Japon** :

- un lien entre la balance courante et l'évolution du taux de change de 1990 à 2000 ;
- un lien entre les taux d'intérêt et l'évolution du taux de change à aucun moment ;
- un lien entre les flux de capitaux à long terme et le taux de change de 2006 à 2014, sauf en 2008 ;
- un lien entre les flux de capitaux spéculatifs à court terme et le taux de change depuis 2004.

Synthèse : quand voit-on le régime de balance courante et le régime de flux de capitaux ?

Le **tableau 1** ci-dessous rassemble les résultats obtenus **en séparant les périodes où le taux de change, pour chaque pays, est déterminé par la balance courante et celle où il est déterminé par les flux de capitaux** (par les taux d'intérêt, les flux de capitaux à long terme ou à court terme).

Tableau 1
Régimes de détermination du taux de change

Pays	Périodes de régime de balance courante	Périodes de régime de flux de capitaux	Dont flux de capitaux spéculatifs à court terme
Etats-Unis	2002-2008	1995-2001, depuis 2008	Après 2008
Royaume-Uni	Jamais	1990-2016	Depuis 2006
Zone euro	1997-2004	1990-1998 ; 2005-2016	Depuis 2006
Japon	1990-2000	2001-2016	Depuis 2004

Sources : Natixis

On voit :

- qu'il n'y a jamais eu de régime de balance courante au Royaume-Uni ;
- que le régime de balance courante disparaît au profit du régime de flux de capitaux à partir de 2000 dans la zone euro et au Japon, de 2008 aux Etats-Unis ;
- que depuis 2004 (Japon), 2006 (Royaume-Uni, zone euro), 2008 (Etats-Unis) la détermination des taux de change est dominée par les flux de capitaux spéculatifs à court terme.