

CORRECTION PARTIEL JUIN 2002

Partie I (8 points) : Modèles de Première Génération

Question 1.a (2 points) : En cas de déficit de la BGP (*point A, intersection IS et LM, situé à droite de la courbe BB*), la demande d'euros est inférieure à l'offre donc il y a une pression à la baisse sur le taux de change (tendance à la dépréciation). La BC intervient pour soutenir la parité en vendant des devises et en achetant de l'euro sur le marché des changes. Ses réserves de devises diminuent ce qui tend à diminuer la base monétaire.

Pendant un certain temps, la BC peut stériliser cette variation de la base en achetant des titres. Dès lors on reste en situation d'équilibre temporaire et le marché des changes reste en déséquilibre : le stock de titre de la BC augmente tandis que les réserves de changes diminuent. **(0.5 point pour la stérilisation)**

Dès lors que cette politique de stérilisation cesse, l'offre de monnaie diminue (*LM se déplace à gauche et rétablit l'équilibre sur les trois marchés*) du fait de la contraction de la base monétaire, ce qui se traduit par un déséquilibre sur le marché de la monnaie. A revenu constant, le taux d'intérêt augmente, ce qui réduit la demande de monnaie.

Cet ajustement de la masse monétaire en circulation, et du taux d'intérêt, permet de rétablir l'équilibre sur le marché des changes de deux façons. D'une part, la hausse des taux d'intérêt conduit à augmenter la rentabilité des titres domestiques, ce qui tend à augmenter le solde des entrées nettes de capitaux. D'autre part, la hausse des taux réduit l'investissement privé, et donc le revenu, ce qui limite les importations et accroît par la même le solde de la balance commerciale. Dès lors, l'amélioration du compte de capitaux et du solde de la balance commerciale permet de rétablir l'équilibre de la balance globale des paiements. **(1 point pour le commentaire économique et 0.5 point pour le graphique)**

Question 1.b (2 points) : Compte tenu de ces résultats, on constate que si la BC défend la parité en cas de déficit de la BGP, cela conduit nécessairement (i) à une diminution du revenu et donc à une augmentation du chômage liée à la baisse des investissements privés, elle même suscitée par la hausse des taux d'intérêt domestique (ii) à une diminution du montant des réserves de devises de la banque centrale qui doit vendre des devises pour acheter de l'euro.

Question 2 (2.5 points) : Dès lors, la seule solution qui s'offre aux autorités monétaires pour sauver le système de change fixes et rétablir l'équilibre sur le marché des changes c'est de diminuer la parité de la monnaie. (*Graphiquement on part d'un point A, intersection IS et LM, situé à droite de la courbe BB, pour le déficit de la BGP*) En cas de dévaluation (*déplacement à droite des courbe IS et $B=0$*), si les conditions de Marshall Lerner sont satisfaites, le solde de la balance commerciale s'améliore, ce qui tend à améliorer le revenu (et donc le chômage). Le taux d'intérêt augmente sous l'effet de la hausse de demande de monnaie pour motif de transaction, ce qui suscite une entrée de capitaux. Cette entrée de capitaux et l'amélioration du solde de la balance commerciale permettent alors de rétablir l'équilibre sur le marché des changes. **(1.5 point pour le commentaire économique et 1 point pour le graphique où LM ne bouge pas)**

Question 3.a (1 points) : Ainsi, comme il est explicitement dit dans la citation, dans les modèles de première génération, les crises sont essentiellement expliquées par les réserves de devises et la balance globale des paiements : « *les crises de change sont provoquées par l'insuffisance des réserves de change causée par un déficit persistant des balances des paiements et par de mauvais fondamentaux* ». Il suffit ainsi que l'économie connaisse un déséquilibre extérieur persistant (ou de mauvaises

performances macroéconomiques en termes d'inflation ou d'activité) pour que la défense de la parité devienne rapidement impossible à maintenir (1 point)

Question 3.b (1.5 points) : En système de change fixe, un pays qui connaît un déficit de la BGP et dont la Banque Centrale possède peu de réserves en devises, aura de grande chance de déprécier sa monnaie en cas de spéculation contre celle-ci : c'est l'enseignement essentiel de ces modèles. Dès lors, si de tels « symptômes » apparaissent, les opérateurs doivent vendre la devise du pays concernée. (1 point : 0.5 conclusion + 0.5 explication) En effectuant ces mouvements de ventes, ils déclenchent ainsi le mécanisme qui contraint la Banque Centrale à dévaluer effectuer sa parité. En effet, si la BC défend la parité dans un premier temps, elle verra fondre ses réserves en devises et donc très rapidement elle sera contrainte de réviser la parité (1 point).

Bonus (1 point) : Point donné si explication argumentée

Partie II (8 points) : Modèles de Deuxième Génération

Question 1.a (1.5 points) : On suppose que les agents anticipent une dévaluation de la parité, (cela revient à anticiper une baisse de e_a et donc de \dot{e}_a). La courbe $B=0$ se déplace vers la gauche. On assiste alors à une augmentation du rendement anticipé des placements à l'étranger : au terme des placements la contre valeur en euros des placements étrangers sera plus importante qu'elle ne l'était au préalable. Dès lors, apparaît une augmentation des sorties de capitaux, ce qui déséquilibre le solde de la BGP qui devient déficitaire. La demande d'euros est inférieure à l'offre : il y a une tendance à la dépréciation. La BC intervient en achetant des euros et en vendant des devises : le stock de devises de la BC baisse, ce qui réduit la base monétaire.

Pendant un certain temps, la BC peut stériliser cette variation de la base en achetant des titres. Dès lors on reste en situation d'équilibre temporaire (point A intersection IS et LM à droite de $B=0$) et le marché des changes reste en déséquilibre : le stock de titre de la BC augmente tandis que les réserves de changes diminuent.

Dès lors que cette politique de stérilisation cesse, l'offre de monnaie diminue (LM se déplace à gauche et rétablit l'équilibre sur les trois marchés) du fait de la contraction de la base monétaire, ce qui se traduit par un déséquilibre sur le marché de la monnaie. A revenu constant, le taux d'intérêt augmente, ce qui réduit la demande de monnaie.

Cet ajustement de la masse monétaire en circulation, et du taux d'intérêt, permet de rétablir l'équilibre sur le marché des changes de deux façons. D'une part, la hausse des taux d'intérêt conduit à augmenter la rentabilité des titres domestiques, ce qui tend à augmenter le solde des entrées nettes de capitaux. D'autre part, la hausse des taux réduit l'investissement privé, et donc le revenu, ce qui limite les importations et accroît par la même le solde de la balance commerciale. Dès lors, l'amélioration du compte de capitaux et du solde de la balance commerciale permet de rétablir l'équilibre de la balance globale des paiements. (1 point pour le commentaire économique et 0.5 point pour le graphique)

Question 1.b (1.5 point) : Compte tenu de ces résultats, on constate que si la BC défend la parité en cas d'anticipation de dévaluation de la parité par les opérateurs, cela conduit nécessairement à une diminution du revenu et donc à une augmentation du chômage liée à la baisse des investissements privés, elle même suscitée par la hausse des taux d'intérêt domestique (0.5 point pour le bilan). Dès lors, si le pays concerné connaît une crise économique ou un niveau de chômage important, il est peu probable qu'il soit socialement et politiquement supportable de défendre la parité fixe, ce qui conduirait à accentuer les déséquilibres internes. La politique de défense de la parité dans un contexte de fort chômage et de crise économique est donc peu crédible (1 point pour la crédibilité)

Question 2.a (2 points) : On a vu que si les agents anticipent une dévaluation (La courbe $B=0$ se déplace vers la gauche), cela se traduit par un déficit de la BGP. Si la BC refuse de défendre la parité

en achetant de l'euro, et de subir par conséquent les conséquences sociales et politiques d'une telle défense, elle doit donc procéder à une dévaluation de la monnaie nationale.

En cas de dévaluation (*déplacement à droite des courbe IS et B=0*), si les conditions de Marshall Lerner sont satisfaites, le solde de la balance commerciale s'améliore, ce qui tend à améliorer le revenu (et donc diminuer le chômage). Le taux d'intérêt augmente sous l'effet de la hausse de demande de monnaie pour motif de transaction, ce qui suscite une entrée de capitaux. Cette entrée de capitaux et l'amélioration du solde de la balance commerciale permettent alors de rétablir l'équilibre sur le marché des changes. **(1 point pour le commentaire économique et 1 point pour le graphique où LM ne bouge pas)**

Question 2.b (2 points) : A l'équilibre sur le marché des changes, on doit donc avoir en différentiant :

$$b_1 dy^* - b_2 dq - b_3 dy + b_4 \left(dr - dr^* + d\dot{e}^a \right) = 0 \quad b_i > 0, \forall i$$

On suppose que $dy^* = dr^* = 0$ et que les agents anticipent une dévaluation $d\dot{e}^a < 0$. On suppose en outre que la BC dévalue $dq < 0$ effectivement. On a donc à l'équilibre sur le marché des changes :

$$-b_2 dq - b_3 dy + b_4 \left(dr + d\dot{e}^a \right) = 0 \quad b_i > 0, \forall i \quad \textbf{(0.5 point)}$$

Or à l'équilibre stationnaire, on sait que :

$$dy_E = c_2 d\dot{e}^a - c_5 dq \quad dr_E = -d_2 d\dot{e}^a - d_5 dq$$

Dès lors, par substitution, on obtient :

$$\begin{aligned} -b_2 dq - b_3 \left(c_2 d\dot{e}^a - c_5 dq \right) + b_4 \left(-d_2 d\dot{e}^a - d_5 dq \right) + b_4 d\dot{e}^a &= 0 \\ \Leftrightarrow (-b_2 + b_3 c_5 - b_4 d_5) dq + (-b_3 c_2 - b_4 d_2 + b_4) d\dot{e}^a &= 0 \end{aligned}$$

On montre donc que le ratio entre la variation de change et la variation d'anticipation est déterminé par :

$$\frac{dq}{d\dot{e}^a} = \frac{(b_3 c_2 + b_4 d_2 - b_4)}{(-b_2 + b_3 c_5 - b_4 d_5)} \quad \textbf{(1 point)}$$

On vérifie que puisque $b_3 c_2 + b_4 d_2 - b_4 > 0$ et $b_3 c_5 - b_4 d_5 - b_2 > 0$, cette quantité est positive, donc **si les opérateurs anticipent une dévaluation, la BC doit dévaluer** pour équilibrer le marché des changes **(0.5 point)**.

Question 2.c (1.5 points) : Si la BC décide de ne pas défendre la parité et donc de dévaluer, on a vu que cela permet une **augmentation du revenu** et donc **une baisse du chômage (0.5 point)**. Il est clair qu'une telle conclusion rend d'autant **moins crédible** la politique de soutien de la parité qui elle au contraire doit induire une réduction d'activité et une hausse du chômage. La dévaluation est d'autant plus crédible (la défense de la parité est d'autant moins crédible) que l'on se situe en période de crise **(1 point)**.

Question 3.a (1 point) : Ainsi, comme il est explicitement dit dans la citation, dans les modèles de première génération, les crises sont essentiellement expliquées par **l'absence de crédibilité** des politiques de soutien de la parité et donc par des **phénomènes de prophéties auto-réalisatrices** « pour qu'une crise éclate, il suffit que les opérateurs anticipent que leur attaque spéculative conduira à un changement de politique économique et à une dépréciation future de la monnaie ». Ainsi, dans la perspective de ces modèles, la crise de change intervient en dehors de toute préoccupation relative au niveau des fondamentaux, et apparaît dès lors que les opérateurs anticipent que la BC ne défendra pas sa parité (en raison du coût social de cette défense) **(1 point)**.

Question 3.b (2 points) : Naturellement, dans ce cas, vous devez vendre la monnaie en question (0.5 point). En vendant la monnaie concernée, vous anticipez que les autorités monétaires du pays ne défendront pas la parité de cette monnaie en raison du coût social et politique de cette défense (hausse du chômage cf. question 1.b). Dès lors, vous anticipez que la BC sera forcée de dévaluer (cf. question 2.a) dans le futur. En vendant dès à présent la monnaie de ce pays pour vous couvrir contre le risque d'une dévaluation, on force alors la BC à intervenir sur le marché des changes (politique d'achat d'euros et de vente de devises). Si la Banque Centrale n'est pas indépendante du pouvoir politique, il est fort probable qu'une politique si coûteuse ne puisse être maintenue très longtemps : dès lors la BC sera contrainte de dévaluer assez rapidement. L'anticipation de la dévaluation et du manque de crédibilité de la politique de défense de la parité a donc conduit ex-post à une dévaluation effective et à une renonciation à l'objectif de la défense : on a ainsi des **anticipations auto-réalisatrices**. (1.5 point)

Question 3.c (1 point) : contexte crise du début des années 90, récession en France 1993, chômage monte en flèche. Dès lors, la politique de soutien du franc dans le cadre du SME n'était pas crédible à terme. En cas d'anticipation à la baisse sur le franc, ce manque de crédibilité ne pouvait que conduire à une attaque contre le franc : crise SME 92-93 (1 point)