

Interventions de change asiatiques et taux de change d'équilibre¹

La progression rapide du déficit courant américain et l'accumulation de réserves de change en Asie accroissent les déséquilibres internationaux et suggèrent que les taux de change actuels sont mal adaptés à la situation mondiale. Certaines monnaies, notamment l'euro, se sont déjà appréciées face au dollar ; d'autres, notamment celles des pays asiatiques, ont conservé leur ancrage de facto sur le dollar ou limité leur appréciation. Ainsi, malgré les importants mouvements de change intervenus depuis 2002, la dépréciation du dollar est restée modérée (15% en termes effectifs réels, c'est-à-dire face à l'ensemble des monnaies).

Le taux de change actuel du dollar peut-il permettre de rétablir la soutenabilité du déficit extérieur américain ? Est-il encore surévalué, et par rapport à quelles monnaies ? Pour répondre à ces questions, on retient l'approche, développée par Williamson, consistant à déterminer les valeurs des taux de change bilatéraux et effectifs qui permettent d'atteindre un équilibre entre les flux nets de capitaux et les besoins de financement des différentes économies - équilibre exprimé sous la forme d'une cible de balance courante.

Deux scénarios sont successivement envisagés pour les grands pays émergents d'Asie : dans le premier, les interventions sont abandonnées et toutes les monnaies deviennent flexibles ; dans le second, les régimes de change actuels sont maintenus, c'est à dire que la plupart des monnaies des pays d'Asie restent ancrées au dollar.

Dans le scénario en changes flexibles :

- Le retour à un déficit courant soutenable aux États-Unis (à un niveau ici retenu conventionnellement à 3 points de PIB) supposerait que le dollar se déprécie de 25% par rapport à l'ensemble des monnaies. Ce phénomène passerait surtout par une dépréciation vis-à-vis des monnaies asiatiques, la parité actuelle avec l'euro étant aujourd'hui proche de l'équilibre.
- Le yen serait sous-évalué par rapport à l'ensemble des monnaies (d'environ 20% en 2004) et fortement par rapport au dollar. De même, les autres monnaies asiatiques seraient sous-évaluées, entre 20% et 30% en termes effectifs réels et de l'ordre de 50% par rapport au dollar.

Dans le scénario de régimes de changes inchangés, les interventions de change des pays asiatiques introduisent de fortes distorsions. Les taux de change d'équilibre estimés dépendent notamment du degré de confiance des investisseurs privés dans la soutenabilité du déficit courant américain, ce qui conduit à une plus grande volatilité du taux de change de l'euro :

- Lorsque les investisseurs perdent confiance, les interventions des banques centrales asiatiques conduisent à une réallocation des capitaux privés vers les autres zones en changes flexibles, dont le taux de change effectif réel d'équilibre s'apprécie. En termes bilatéraux, l'euro pourrait alors s'apprécier par rapport au dollar.
- Lorsque les investisseurs restent confiants, les interventions déprécient le taux de change effectif réel d'équilibre des pays menant les interventions et apprécient celui des États-Unis par rapport à la situation en changes flexibles ; l'euro pourrait dans ce cas se déprécier par rapport au dollar.

Ces résultats ne prétendent pas être des prévisions. Ils fournissent simplement un ordre de grandeur concernant l'incertitude qu'introduisent sur le marché des changes les interventions asiatiques et le déficit courant américain. En pratique, on peut supposer que les marchés fluctuent en fonction de la probabilité qu'ils assignent à différents scénarios de moyen terme dont les trois cas présentés essaient d'être représentatifs.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Sommaire

des derniers numéros parus

- Mai 2005** n°71 • Analyse économique de la prévention des risques pour la santé, *Cécile Malgouyres*
- Avril 2005** n°70 • Quelle lecture faire de l'évolution récente des exportations françaises ? *Antoine Deruennes*
- n°69 • Taux d'épargne : quel lien avec les indicateurs de confiance de l'Insee ? *Abdenor Brahami*
- n°68 • Retour sur les évolutions récentes des dépenses en faveur du logement, *Frédéric Gilli, Bertrand Mourre*
- n°67 • Les anticipations des entrepreneurs industriels de la zone euro sont-elles «rationnelles» ?, *Emmanuel Michaux*
- Mars 2005** n°66 • La situation économique mondiale au printemps 2005, *Pierre Beynet, Nathalie Fourcade*
- n°65 • Les déterminants des taux longs nominaux aux États-Unis et dans la zone euro, *Sébastien Hissler*
- n°64 • L'activité aux États-Unis est désormais aussi stable que dans la Zone Euro, *Charles-Antoine Giuliani*
- n°63 • Les taux marginaux d'imposition : quelles évolutions depuis 1998 ? *Ludvine Barnaud, Layla Ricroch*
- Fév. 2005** n°62 • Effets macro-économiques à long terme d'un changement d'assiette de la taxe professionnelle, *Emmanuel Bretin*
- n°61 • Les particularités de la reprise de 2003 en zone euro, *Alexandre Espinoza, Jean-Marie Fournier*
- Janv. 2005** n°60 • La conjoncture belge : révélatrice de la conjoncture de la zone euro ? *Marceline Bodier, Éric Dubois, Emmanuel Michaux*
- n°59 • Prix à la production et à la consommation dans le secteur agroalimentaire, *Anna Lipschitz*
- n°58 • Affirmative action et discrimination positive, une synthèse des expériences américaine et européennes, *Denis Maguain*
- Déc. 2004** n°57 • L'existence d'un biais dans les anticipations de marché sur la politique monétaire en zone euro, *Sébastien Hissler*
- n°56 • Comment expliquer l'évolution récente du compte courant de la France, *Élie Girard*
- Nov. 2004** n°55 • Les délocalisations d'activités tertiaires dans le monde et en France, *Jérôme Letournel*
- n°54 • Les effets économiques du prix du pétrole sur les pays de l'OCDE, *Nicolas Carnot, Catherine Hagège*
- n°53 • Le marché pétrolier, *Nicolas Carnot, Catherine Hagège*
- n°52 • Quelques données internationales sur le temps de travail, *Jacques Delorme*



La dégradation continue du déficit courant américain a atteint en 2004 un niveau qu'il est difficile de considérer comme soutenable (5,7 points de PIB). Sa résorption est au cœur des préoccupations macroéconomiques actuelles et notamment des discussions du G7. Au-delà de la contribution des politiques macroéconomiques, ces discussions portent sur le sens, l'ampleur et la nature des ajustements à attendre à moyen terme sur le marché des changes pour rétablir la soutenabilité externe des États-Unis et résorber progressivement les déséquilibres de balance courante.

Au-delà de la question du choix des régimes de change, un élément de la discussion porte sur la détermination du niveau des taux de change qui permettrait à chaque pays d'atteindre un objectif de balance courante conforme à ses besoins de financement structurels, notamment au regard de son équilibre épargne et investissement structurels.

Les interventions que pratiquent les pays d'Asie depuis quelques années pour stabiliser leurs monnaies vis-à-vis du dollar et leur part croissante dans le commerce mondial montrent qu'ils occupent désormais une place très importante dans les équilibres mondiaux. Pourtant peu d'études traitent du problème des *mésalignements*² des taux de change par rapport à leur équilibre dans un cadre élargi aux pays industrialisés et aux pays émergents³.

Ce qui est proposé ici est d'élargir le champ géographique aux grands émergents, notamment asiatiques, mais surtout d'estimer l'impact des interventions de change des pays asiatiques sur les taux de change d'équilibre. Les estimations se fondent sur un modèle développé par Williamson⁴ à partir d'une maquette comprenant 19 zones, notamment les États-Unis, la zone euro, le Royaume-Uni, le Japon, la Chine et les autres grands pays émergents d'Asie.

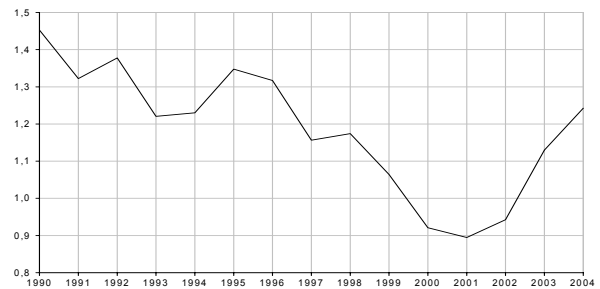
Le calcul d'un taux de change d'équilibre suppose qu'il existe un taux de change permettant de corriger les déséquilibres des marchés de capitaux autour duquel le taux de change pourrait fluctuer sans s'en éloigner durablement. Ces taux de change d'équilibre ont davantage une valeur normative que prévisionnelle : il s'agit des taux de change vers lesquels un système de changes pourrait tendre à moyen terme, compte tenu des déséquilibres constatés aujourd'hui.

2. Dans tout l'article, on appellera *mésalignement* l'écart entre le taux de change observé et le taux de change d'équilibre
3. Bénassy-Quéré A., Lahrière-Révil A. et Mignon V. (2005), «Le yuan et le G20», Revue d'Economie Financière n°77
4. Pour d'autres applications récentes, voir Coudert V. et Couharde C. (2005), «Real Equilibrium Exchange Rate in China», Working Paper du CEPII n°2005-01 et Faruqee H. et Isard P. (1998), «Exchange Rate Assessment - Extensions of the Macroeconomic Balance Approach», IMF Occasional Paper n°167.

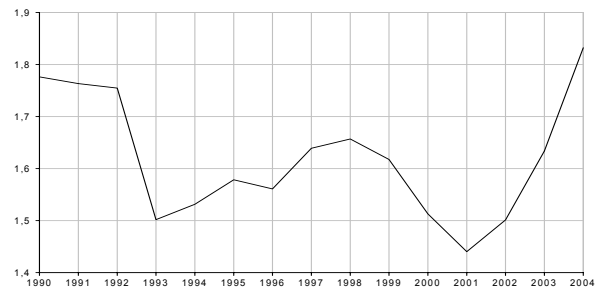
1. La résorption des déséquilibres mondiaux devrait passer par une dépréciation effective du dollar

Depuis l'abandon du système de parités fixes dit de Bretton Woods, et si l'on exclut l'intégration monétaire européenne, c'est la flexibilité du change qui a largement prévalu entre les devises des grands pays industrialisés. Les quinze dernières années ont été marquées par de fortes fluctuations des taux de change qui se sont accompagnées de déséquilibres croissants des balances courantes.

Graphique 1 : taux de change bilatéral de l'euro par rapport au dollar



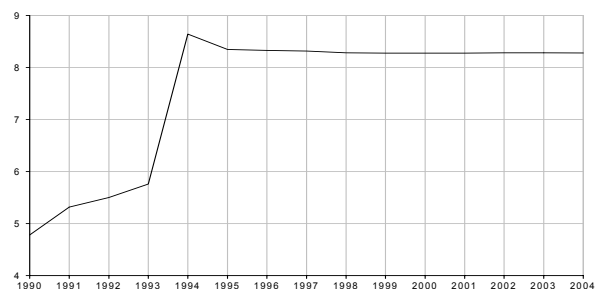
Graphique 2 : taux de change bilatéral de la livre sterling par rapport au dollar



Graphique 3 : taux de change bilatéral du yen par rapport au dollar



Graphique 4 : taux de change bilatéral du yuan par rapport au dollar



Source : Datastream.

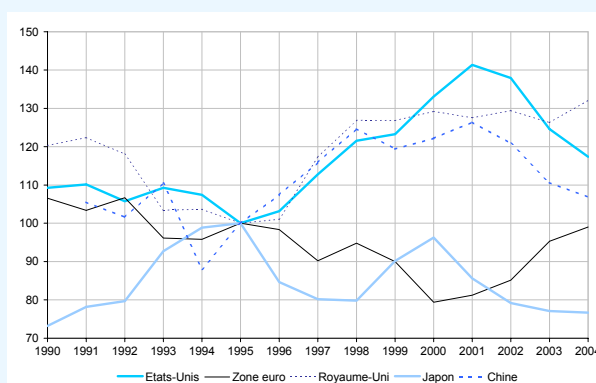


Encadré 1 : parités bilatérales et taux de change effectifs

Le taux de change effectif nominal d'une monnaie agrège l'ensemble des parités bilatérales vis-à-vis des autres monnaies ; le poids retenu pour chaque monnaie reflète l'importance de la concurrence exercée par les différents pays sur les marchés tiers. Le poids de la livre sterling dans le taux de change effectif de l'euro s'élève à 10% ; une dépréciation de la livre contre toute monnaie de 20% se traduit donc par une appréciation effective de l'euro de 2%.

Le taux de change effectif réel permet de faire des comparaisons dans le temps en corrigeant l'évolution du taux de change effectif nominal de celle du niveau des prix dans les différents pays.

**Graphique 5 : taux de change effectifs réels
base 100 en 1995**

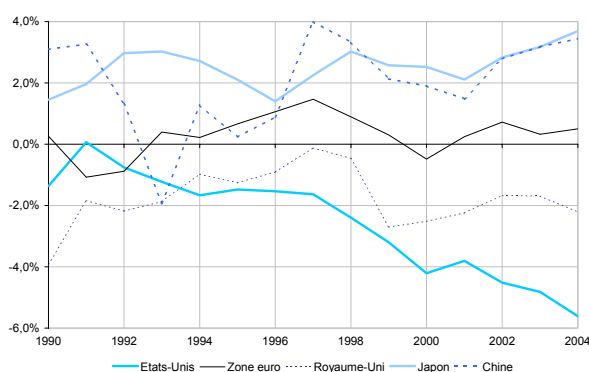


Source : DGPE.

Les parités bilatérales indiquent ainsi que l'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar entre 1995 et 2001 et connaît, depuis, un mouvement marqué d'appréciation, qui semblerait se stabiliser aujourd'hui. Les fluctuations apparaissent également si l'on prend pour référence un panier de monnaies et les écarts d'inflation : le change effectif réel (TCER) du dollar a fortement varié (cf. graphique 5).

Dans le même temps, le déficit courant américain s'est accru de manière continue. Les États-Unis ont en effet été confrontés dans la deuxième moitié des années 90 à la fois à une hausse de l'investissement et une baisse de l'épargne des ménages (et donc un creusement de la balance courante américaine) et à une appréciation du dollar. À partir de fin 2001, le mouvement du dollar s'est inversé jusqu'à annuler la moitié de l'appréciation précédente, mais le déficit courant américain a continué à se creuser, en parallèle cette fois avec la forte dégradation des comptes publics.

**Graphique 6 : évolution des balances courantes
en points de PIB**



Source : Datastream.

Au regard de la situation de la balance courante américaine, le dollar apparaît aujourd'hui surévalué : les États-Unis risquent de ne pas pouvoir soutenir durablement un déficit courant de plus de 5 points de PIB.

2. Comment définir un taux de change d'équilibre ?

À moyen terme, il existe plusieurs théories concernant l'évolution du taux de change. L'approche retenue ici est celle de Williamson, selon laquelle le taux de change à moyen terme tend vers une valeur qui permet d'atteindre un équilibre soutenable entre les flux nets de capitaux et les besoins de financement structurels des différentes économies, équilibre exprimé sous la forme d'une cible de balance courante.

Cette cible dépend des caractéristiques de chaque économie : niveau de développement, structure démographique et situation budgétaire. Par exemple, un pays en forte croissance ayant un niveau d'investissement élevé et dont la population n'est pas majoritairement en âge d'épargner suffisamment a besoin d'un afflux de capitaux important (la balance courante est alors déficitaire) et donc d'un taux de change d'équilibre plus fort.

La méthode mise en œuvre prend comme données ces balances courantes d'équilibre cibles (cf. tableau 1), et calcule les taux de change entre les différentes devises qui permettent de les atteindre (cf. encadré pour une description de la méthode utilisée).



Tableau 1 : balances courantes en points de PIB en 2004

	observée	sous-jacente (1)	cible (2)	écart (1)-(2)
USA	-5,2	-4,5	-3,0	-1,5
Zone Euro	+0,7	+0,5	+1,2	-0,7
Royaume-Uni	-2,2	-2,0	-0,2	-1,8
Japon	+3,7	+4,0	+1,9	+2,1
Chine	+2,6	+4,1	-2,8	+6,9
Inde	+1,1	+1,4	-2,1	+3,5

Source : DGTPE.

(1) corrigée du cycle et des effets des variations passées et présentes du change.

(2) Wren-Lewis et Driver (1998), «Real Exchange Rates for the Year 2000», Institute for International Economics, Washington.

(3) Si l'écart est positif, la monnaie est sous-évaluée et doit s'apprécier. A l'inverse s'il est négatif la monnaie est sur-évaluée et doit se déprécier.

3. Selon ce modèle théorique, en changes mondiaux flexibles, le taux de change d'équilibre euro / dollar serait proche du court actuel

Les monnaies occidentales seraient sur-évaluées et les monnaies asiatiques sous-évaluées

Par rapport à l'équilibre théorique tel qu'il est évalué par le modèle appliqué en changes flexibles, en 2002, le dollar était sur-évalué de 30% environ (en terme de taux de change effectif réel), la zone euro était proche de son équilibre (faible sur-évaluation de 6%) et les monnaies asiatiques globalement sous-évaluées. Depuis, le dollar s'est rapproché de l'équilibre, il a rattrapé en 2004 un quart de son *mésalignement* de 2002. Mais durant ces deux années, il s'est principalement déprécié vis-à-vis des monnaies «flexibles» (l'euro, la livre sterling, le dollar canadien...), le *mésalignement* de l'euro s'étant ainsi creusé pour atteindre une surévaluation de 15% environ en 2004. Dans le même temps, les monnaies asiatiques ont soit gardé le même *mésalignement* (Japon, Inde), soit renforcé leur sous-évaluation notamment parce qu'elles se dépréciaient par rapport à l'euro (Chine). L'ensemble des monnaies asiatiques apparaissent ainsi sous-évaluées en 2004 alors que les monnaies occidentales sont sur-évaluées.

La parité euro-dollar est proche de l'équilibre

Les parités bilatérales des monnaies «flexibles» vis-à-vis du dollar se sont rapprochées de leurs valeurs théoriques d'équilibre entre 2002 et 2004, la parité d'équilibre de l'euro étant estimée à 1,33 dollar, celle de la livre sterling à 1,74. En revanche, le yen semble encore loin de sa parité d'équilibre en 2004 malgré son appréciation par rapport au dollar durant la période. Les monnaies des pays émergents asiatiques apparaissent dans leur ensemble largement sous-évaluées par rap-

port au dollar tant en 2002 qu'en 2004 (près de 50% en moyenne).

Leurs taux de change ont en effet très peu évolué au cours de la période du fait des interventions de change.

Tableau 2 : mésalignements des taux de change effectifs réels (en %)

	2002	2004
USA	+31	+23
Zone Euro	+6	+16
Royaume-Uni	+13	+22
Japon	-17	-19
Chine	-24	-32
Inde	-33	-36

(+) surévaluation

Source : DGTPE.

Tableau 3 : mésalignements des parités bilatérales vis-à-vis du dollar (en %)

	2002	2004
USA	-	-
Zone Euro	-22	-7
Royaume-Uni	-13	+5
Japon	-42	-38
Chine	-52	-54
Inde	-61	-57

(+) surévaluation

Source : DGTPE.

Au total, entre 2002 et 2004, la monnaie américaine a amorcé un mouvement contribuant à terme à réduire son déficit courant. Dans ce mouvement, seules les monnaies flexibles (l'euro, la livre, le dollar canadien...) semblent pour l'instant avoir supporté leur «part du fardeau» de l'ajustement des déséquilibres courants. De leurs côtés, les banques centrales asiatiques ont mené des interventions de change d'un montant croissant qui ont contribué au maintien du *mésalignement* de leur change vis-à-vis du dollar.

L'existence de ces interventions, qui ont contribué en moyenne à financer près de la moitié du déficit courant américain en 2003 et 2004, pose deux types de questions : contribuent-elles en elles-mêmes à creuser le déficit courant américain ? Comment affectent-elles les taux de change bilatéraux des monnaies flexibles ?

4. La prise en compte des interventions de change modifie les taux de change théoriques d'équilibre

Le maintien des interventions de change asiatiques à moyen terme n'est pas assuré. Les pays asiatiques sont susceptibles de poursuivre dans les prochaines années leur politique de change actuelle, les interventions leur garantissant aujourd'hui compétitivité et croissance.



Cependant, les pays d'Asie n'étant pas forcément en mesure de limiter la progression de la masse monétaire qui accompagne ces interventions, cette politique pourrait s'accompagner de l'accumulation de déséquilibres internes. Ceux-ci pourraient se manifester par exemple par l'accumulation de créances douteuses ou la progression trop rapide des prix de l'immobilier.

Afin de mesurer l'impact des interventions menées par les pays d'Asie sur les déséquilibres mondiaux (taux de change et balances courantes), les politiques de change ont été classées en deux catégories : d'une part, celles qui visent à défendre une parité bilatérale vis-à-vis du dollar (Chine, Taiwan, Hong-Kong, Malaisie et Indonésie) et d'autre part, celles, plus souples, qui assurent le maintien d'un niveau de balance courante ou, ce qui revient quasiment au même, d'un niveau taux de change effectif réel (Japon, Inde, Corée, Singapour, Thaïlande et Philippines)⁵.

Pour les pays pratiquant des interventions, le taux de change ne joue plus le rôle de variable rendant compatible la balance courante et le besoin structurel de financement de l'économie. Au flux de capitaux privés viennent s'ajouter le montant des interventions de change dont le montant dépend de la politique de change suivie. Pour les pays défendant un niveau de balance courante, le montant des interventions vient combler l'écart entre la balance courante d'équilibre hors interventions (contrepartie des flux structurels privés) et la balance courante désirée par le pays. Pour les pays défendant une parité bilatérale, le montant des interventions comble l'écart entre la balance courante d'équilibre hors interventions et la balance courante compatible avec la parité bilatérale souhaitée.

Ces interventions de change modifient les balances courantes d'équilibre des pays asiatiques, elles doivent donc en contrepartie affecter aussi celles du reste du monde. Comme les actifs qui alimentent les réserves de change asiatiques sont principalement américains, c'est la balance courante américaine qui est le plus susceptible de se dégrader. En fait, dans ce modèle, deux cas peuvent se présenter selon la confiance qu'accordent les investisseurs à la soutenabilité du déficit courant américain.

Lorsque les interventions financent la balance courante des États-Unis, elles n'imposent pas de dépréciation de la monnaie américaine

Si les investisseurs maintiennent la part des actifs en dollar dans leur portefeuille inchangée, les interventions de change continuent de permettre aux États-Unis de financer de façon soutenable à moyen terme un déficit courant plus important. À l'équilibre, le montant des interventions permet d'augmenter le

déficit courant soutenable à moyen terme des États-Unis de 1^{1/2} point de PIB, c'est à dire d'effacer l'écart entre le déficit courant et sa cible qui apparaissait dans le tableau 1. Le taux de change d'équilibre de la monnaie américaine s'apprécie alors par rapport à la situation où tous les changes sont flexibles (lorsqu'il n'y a pas d'interventions) ; en parallèle, les taux de change d'équilibre des monnaies asiatiques se déprécient en conformité avec l'objectif de leurs politiques de change. Dans ce scénario, le taux de change bilatéral d'équilibre de l'euro est moins élevé que lorsque toutes les monnaies sont flexibles, et l'euro apparaît plutôt sur-évalué par rapport au dollar aujourd'hui.

Pour que les investisseurs soient certains qu'ils ne risquent pas de perte en capital sur leurs actifs en dollar, il faut qu'ils perçoivent comme pérenne la situation où les interventions de change financent un déficit américain accru. Inversement, la forte appréciation des monnaies flexibles par rapport au dollar depuis 2002 a souvent été mise sur le compte de l'inquiétude quant à la soutenabilité du déficit courant américain : les monnaies flexibles se sont ainsi appréciées largement au-delà de leurs parités d'équilibre estimées ici (la parité moyenne de l'euro en 2004 a été de 1,24 dollar alors que sa parité d'équilibre lorsque les investisseurs sont totalement «confiants» aurait été environ 10% plus faible ; le même constat vaut pour la livre sterling et le dollar canadien).

Si les investisseurs sont inquiets du niveau de la balance courante américaine, les autres monnaies flexibles s'apprécient fortement

Si les investisseurs perçoivent que le déficit courant américain financé par les interventions de change asiatiques n'est pas soutenable même à moyen terme, ils craignent qu'une chute du dollar se traduise par des pertes en capital sur leurs actifs en dollars. Pour limiter ce risque, les investisseurs privés réorientent leur épargne vers des actifs libellés dans les autres monnaies flexibles. Dans un cas extrême, les entrées de capitaux publics aux États-Unis (les interventions de change) provoquent une diminution du même montant des entrées nettes de capitaux privés pour laisser inchangé le niveau de balance courante soutenable américain (à -3 points de PIB). Les capitaux privés se reportant en partie vers la zone euro, la balance courante d'équilibre de la zone euro est réduite (de 2 points de PIB). En conséquence, le taux de change d'équilibre de l'euro, tant en terme effectif que vis-à-vis du dollar, est plus élevé que dans le cas où toutes les monnaies sont flexibles. Les pays asiatiques cherchant à maintenir constante leur parité bilatérale avec le dollar sont obligés d'augmenter encore le montant de leurs interventions car leurs balances courantes s'améliorent mécaniquement du fait de la chute de leurs monnaies, parallèlement à celle de la monnaie américaine.

5. La répartition entre ces deux catégories des différents pays d'Asie repose sur l'analyse de l'évolution des parités bilatérales des monnaies de ces pays par rapport au dollar entre 1999 et 2004.



Tableau 4 : interventions de change, cas polaires

Interventions de change 2004	Avec confiance	Sans confiance
Déficit courant américain soutenable	-4,6	-3,0
Montant des interventions (points de PIB américain)	1,6	3,5
Taux de change euro/dollar	1,1	1,6

Source : DGTPE.

À la lecture du niveau actuel des taux de change des monnaies flexibles vis-à-vis du dollar et du montant des interventions de change effectivement réalisées, les investisseurs paraissent dans une situation intermédiaire de confiance. Même si les entrées de capitaux publics aux États-Unis provoquent une sortie de capitaux privés, l'éviction n'est pas de 1 pour 1.

L'inquiétude des investisseurs a sans doute joué dans les évolutions observées en 2003 et 2004 sur les marchés des changes : la balance courante américaine apparaissant comme de moins en moins soutenable, la hausse de l'inquiétude a exercé des pressions à la baisse sur le dollar et renforcé l'appréciation de l'euro. Cette analyse suggère que les mesures qui permettent de ramener le déficit courant américain sur une trajec-

toire soutenable, et notamment l'amélioration à moyen terme des comptes publics aux États-Unis, sont de nature à rassurer les investisseurs sur la soutenabilité du déficit courant et à limiter l'appréciation de l'euro.

Un effet moins immédiat des interventions de change asiatiques est qu'elles renforcent la volatilité des taux de change bilatéraux entre les monnaies flexibles : ces taux de change évoluent au gré des variations de l'inquiétude des investisseurs privés concernant le caractère soutenable du déficit courant américain.

Benjamin CARTON

Karine HERVÉ

Nadia TERFOUS

Directeur de la Publication : Jean-Luc TAVERNIER

Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN

Mise en page : Maryse DOS SANTOS

(01.44.87.18.51)



Encadré 2 : Des cibles de balance courante aux taux de change d'équilibre

L'estimation des taux de change d'équilibre «à la Williamson» repose sur l'idée que, pour chaque pays, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement est atteint par des variations du change.

D'un point de vue comptable, la différence entre le revenu national et la consommation de biens et services est égale à la balance courante (BC).

$$Y - (C + I + G) = BC \quad (1)$$

À moyen terme, la production rejoint son potentiel, le niveau de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et des dépenses publiques dépendent de facteurs structurels ; cet équilibre épargne-investissement national définit un niveau de balance courante «cible» de moyen terme (membre de gauche de l'équation 1).

La balance courante doit s'ajuster afin d'égaliser sa cible de moyen terme (membre de droite de l'équation 1). Dans un premier temps, les facteurs ayant un impact transitoire sur la balance courante (écart de la production au potentiel, effets retardés des variations passées et présentes du change sur le volume des imports) disparaissent ; la balance courante atteint alors son niveau «sous-jacent». Dans un second temps, les variations du change doivent combler l'écart entre la balance courante sous-jacente et la balance courante cible.

Ainsi, à l'écart entre la balance courante sous-jacente et la balance courante cible correspond un *mésalignement* du taux de change effectif : si la balance courante sous-jacente est plus dégradée que la balance courante cible, la monnaie est surévaluée et doit donc se déprécier. Cette relation entre écart de balance courante et *mésalignement* du change s'écrit :

$$\hat{R}_i = \beta_i(bc_i^* - \bar{bc}_i) \text{ équation de } \textit{mésalignement}$$

\hat{R} représente le *mésalignement* du taux de change effectif réel. S'il est positif, c'est que la balance courante sous-jacente est plus dégradée que la balance cible et la monnaie doit se déprécier.

bc^* est la balance courante cible et \bar{bc} la balance courante sous-jacente (en points de PIB).

Le coefficient β , qui représente la dépréciation du change nécessaire à l'amélioration de la balance courante de 1 point de PIB, dépend de la sensibilité des importations et des exportations d'un pays à sa compétitivité prix (définie comme l'inverse du TCER) ainsi que de son degré d'ouverture. Si le volume des échanges est très sensible à la compétitivité prix, ou si le degré d'ouverture aux exportations est élevé, alors la balance courante est assez sensible aux variations du taux de change.

Des taux de change effectifs aux taux de change bilatéraux

Comme le taux de change effectif est construit à partir des taux de change bilatéraux, une variation de celui-ci doit provenir de changements dans ceux-là. Il s'agit donc de trouver un système de taux de change bilatéraux qui soit compatible avec les taux de change effectifs calculés précédemment. Dans un monde à 19 zones, il n'y a que 18 taux de change bilatéraux indépendants et 19 équations de *mésalignement*, et il est donc *a priori* impossible de trouver des taux de change bilatéraux qui permettent d'atteindre simultanément toutes les cibles de balances courantes.

Il faut rechercher un système de taux de change bilatéraux qui approche au mieux chacune des 19 cibles de balances courantes. Le critère retenu est la minimisation de la somme sur les pays du carré des écarts entre la balance courante effectivement atteinte et sa cible.

