



# À quoi sert le taux de change réel?

Luis A.V. Catão

**C**OMMENT savoir si une monnaie est foncièrement sous-évaluée ou surévaluée? Cette question est au cœur même des relations économiques internationales et occupe une place essentielle dans de nombreux litiges commerciaux et dans le nouveau processus de surveillance du FMI.

George Soros connaissait la réponse quand — en 1992 — il se lança avec succès dans une spéculation contre la livre sterling à hauteur de 1 milliard de dollars EU. Cette opération devait marquer le début d'une nouvelle vague de spéculation monétaire de grande envergure. Sous les attaques de Soros et des autres spéculateurs qui étaient convaincus de la surévaluation de la livre, la monnaie britannique s'effondra. Le Royaume-Uni fut alors contraint de prendre la décision spectaculaire de sortir du Mécanisme de change européen (MCE), le précurseur de la monnaie commune européenne, l'euro, qu'il ne réintégra jamais.

Au cours des années suivantes cependant, Soros et les autres spéculateurs n'ont pas souvent réédité leur exploit. Les économistes professionnels ne disposent pas d'une méthode permettant de déterminer à coup sûr si un taux est correctement évalué. On peut s'étonner d'une telle lacune étant donné que le taux de change représente un chiffre clé de l'économie et qu'il existe déjà un indice qui peut servir à résoudre le problème et pour lequel on dispose de nombreuses données : le *taux de change réel* (TCR).

## La vérité des prix

La plupart des gens ont une idée de ce qu'un *taux de change nominal* représente, à savoir la valeur d'une monnaie exprimée dans une autre. On le définit communément comme le prix d'une monnaie étrangère dans un pays donné. Donc, si un détenteur de billets verts doit dépenser 1,36 dollar pour acheter un euro, cela signifie que le taux nominal sera de 0,735 pour le détenteur d'euros. Toutefois le taux de change nominal n'explique pas tout. L'individu, ou l'entreprise, qui achète une monnaie étrangère s'intéresse à ce qu'il peut acheter avec cette dernière. Est-il plus avantageux de payer en dollars ou en euros? C'est ici qu'intervient le TCR. Ce taux sert en effet à mesurer la valeur des produits d'un certain pays par rapport à ceux d'un pays, d'un groupe de pays, ou du reste du monde, en fonction du taux de change nominal en vigueur.

On peut prendre l'exemple d'un seul produit pour évaluer le taux de change réel entre deux pays, à savoir le Big Mac, le hamburger de McDonald en vente dans de nombreux pays sous une forme pratiquement identique. Si le taux de change réel est de 1,

le hamburger aura le même prix qu'aux États-Unis dans un autre pays, en Allemagne par exemple, si le prix est exprimé dans une monnaie commune. Ce serait le cas si le Big Mac coûtait 1,36 dollar EU aux États-Unis et 1 euro en Allemagne. Dans cette hypothèse d'un monde à produit unique (dans lequel les prix et les taux de change sont égaux), les parités de pouvoir d'achat (PPA) sont les mêmes pour le dollar et l'euro et le TCR est de 1 (voir encadré). Dans ce cas les économistes parlent de PPA absolue.

Supposons en revanche que le hamburger se vende 1,2 euro en Allemagne. On aurait alors un prix supérieur de 20 % dans la zone euro, ce qui semblerait indiquer que l'euro est surévalué de 20 % par rapport au dollar. Si le taux de change réel dérape, ce qui est le cas quand le hamburger coûte 1,2 euro, des pressions s'exercent pour un réajustement du taux nominal, car le même produit coûte moins cher dans un pays que dans l'autre. Il devient donc avantageux d'acheter des dollars, de les utiliser pour acquérir des Big Macs aux États-Unis pour l'équivalent de 1 euro, et de les vendre ensuite en Allemagne pour 1,2 euro. La pratique consistant à tirer parti de telles différences de prix s'appelle arbitrage. À mesure que les arbitragistes achèteront des dollars pour acquérir des Big Macs et les vendre en Allemagne, la demande de dollars augmentera et son taux de change nominal fera de même, jusqu'à ce qu'on retrouve le même prix en Allemagne qu'aux États-Unis, et que le TCR revienne à son niveau précédent de 1.

Dans la réalité, de nombreux facteurs viennent compliquer les simples comparaisons de prix — par exemple les coûts de transport et les barrières commerciales. Toutefois le principe essentiel est que les écarts de TCR exercent des pressions sur les monnaies et les obligent à évoluer. Pour les monnaies surévaluées, la pression se fait dans le sens d'une dépréciation et, pour les monnaies sous-évaluées, dans le sens d'une appréciation. Les choses peuvent se compliquer, surtout si des facteurs comme les politiques publiques viennent entraver le processus normal de rééquilibrage des taux de change, problème fréquemment soulevé lors des litiges commerciaux.

## Surévalué ou sous-évalué?

Ne peut-on pas comparer les pouvoirs d'achat respectifs de pays qui ne vendent pas qu'un seul produit? Pour ce faire, les économistes mesurent en général le taux de change réel par rapport à un large panier de produits. Le prix d'un tel panier étant le plus souvent exprimé par un indice — comme l'indice des prix à la consommation (IPC), qui recouvre à la fois les produits et les services —,

on mesure donc habituellement le TCR par un indice, qui peut être calé sur une période déterminée. En reprenant l'exemple dollar-euro, si l'indice du TCR est de 1,2, la moyenne des prix à la consommation en Europe est de 20 % supérieure à celle des États-Unis par rapport à la période choisie. Les indices ne servent pas à évaluer les prix dans l'absolu (comme le prix du Big Mac), mais l'évolution des prix globaux par rapport à une année de base (si l'indice est de 100 en 2000 et de 120 en 2007, par exemple, les prix sont en moyenne de 20 % plus élevés qu'en 2000). Dans ce cas, quand les indices de TCR entre les pays n'évoluent pas avec le temps, on parle de PPA relative.

Les indices de TCR entre deux pays peuvent être importants. Le problème du déficit commercial massif des États-Unis par rapport à la Chine a pris une dimension politique et économique, et l'on discute sur la question de savoir si le phénomène est dû à un désalignement fondamental des taux de change.

Dans leur majorité cependant, les économistes et les responsables politiques préfèrent utiliser le *taux de change effectif réel* (TCER) pour mesurer l'alignement d'une monnaie. Le TCER est la moyenne des TCR bilatéraux entre le pays et chacun de ses partenaires commerciaux, pondérée par les parts de marché respectives de chaque partenaire. Comme le TCER n'est qu'une moyenne, celui d'un pays peut se maintenir en «équilibre» (ne montrer aucun désalignement d'ensemble) même en cas de surévaluation de sa monnaie par rapport à celle d'un ou plusieurs de ses partenaires commerciaux. Il faut pour cela que cette même monnaie reste sous-évaluée relativement à celle d'autres partenaires commerciaux.

Afin d'identifier les désalignements éventuels des taux, et le cas échéant d'en prendre la mesure, on peut obtenir une évaluation approximative en utilisant des séries de TCER. Que la PPA soit absolue ou relative, on ne devrait enregistrer aucune évolution des TCER avec le temps, tant que les monnaies se maintiennent en équilibre. Toutefois, les modes de consommation évoluent souvent plus rapidement que les paniers de produits conçus par les statisticiens, et il en va de même pour les politiques commerciales, les tarifs douaniers et les coûts de transport. En conséquence, les écarts de TCER ne prouvent pas nécessairement qu'il existe un désalignement fondamental.

Pourtant l'on assiste bien à une intensification des fluctuations de TCER, et ce malgré une baisse conséquente des coûts de transport et des tarifs au cours du siècle dernier et une uniformisation accrue des paniers nationaux de produits. Au siècle dernier, les fluctuations des TCER se maintenaient, pour les économies avancées, dans une

fourchette de 30 %. Or, pendant les années 80 aux États-Unis le TCER a connu des variations atteignant 80 %! D'autres pays ont connu des expériences similaires.

### Une tâche difficile

Pourtant il ne faudrait pas systématiquement interpréter toutes les fluctuations importantes comme des signes de désalignement. Certains ajustements de TCER se font sans heurts. Cela laisse entendre que d'autres facteurs que les coûts de transport, les préférences des consommateurs et les tarifs jouent un grand rôle pour faire varier le TCER d'une monnaie correctement alignée.

On considère que l'un de ces facteurs tient aux progrès technologiques qui augmentent la productivité dans la production des biens faisant communément l'objet d'échanges, appelés biens échangeables. L'augmentation de la productivité entraîne une baisse des coûts de production. En conséquence le prix des biens échangeables baisse dans le pays qui a la meilleure productivité, ce qui fait diminuer leur prix dans les autres pays sous l'effet de la concurrence internationale. Toutefois, les biens ne sont pas tous échangeables. Les prix de biens non échangeables comme le logement et un grand nombre de services à la personne ne font l'objet que d'une concurrence minimale sur le marché international. Les prix des biens échangeables ont donc tendance à baisser par rapport à ceux des biens non échangeables. Dans la mesure où les biens non échangeables pèsent lourd dans le panier national de produits, l'indice des prix à la consommation augmente par rapport à celui du panier international de produits; le TCER du pays concerné tend donc à s'apprécier. On désigne souvent ce mécanisme sous le titre de «l'effet Balassa-Samuelson». La théorie et les données disponibles confirment que l'on peut attribuer la plupart des variations de TCER entre pays aux fluctuations de prix des biens non échangeables par rapport à ceux des biens échangeables, particulièrement dans les pays en développement.

On peut aussi expliquer en partie les disparités entre les TCER de divers pays par les modifications continues des termes de l'échange (comme les producteurs de pétrole en font souvent l'expérience), les divergences en matière de politique budgétaire et tarifaire ainsi que les différences de développement du secteur financier. Le FMI et les analystes économiques tiennent compte de ces paramètres et de leurs effets sur les taux de change réels pour calculer le «point d'équilibre» autour duquel le TCER doit se maintenir pour qu'il n'y ait pas désalignement.

Calculer le point d'équilibre du TCER n'est pas toujours facile parce que les prix sont assez rigides dans le court terme, ce qui n'est pas le cas pour le taux de change nominal (en tout cas dans les pays où les taux sont déterminés par le marché). Donc les TCER manifestent généralement une grande volatilité à court terme face à des informations et à des transactions très médiatisées et il n'est pas étonnant que beaucoup d'intervenants et de responsables politiques commettent des erreurs parfois catastrophiques. Cela peut entraîner des réalignements massifs aux conséquences désastreuses, comme la crise du MCE en 1992. En dépit de leurs imperfections, les TCER ont souvent signalé des surévaluations importantes de taux de change avant que survienne une crise financière. Il est donc essentiel pour le FMI et d'autres institutions de suivre les TCR au niveau bilatéral et les TCER au niveau multilatéral. ■

*Luis A. V. Catão est économiste principal au Département des études du FMI.*

### Qu'est-ce que le taux de change réel?

Le TCR entre deux monnaies est calculé en multipliant le taux de change nominal (le coût d'achat d'un euro en dollars par exemple) par le ratio des prix entre les deux pays. L'équation de base est  $TCR = tP^*/P$ , où dans notre exemple ci-dessus,  $t$  est le taux de change nominal dollar-euro,  $P^*$  le prix moyen d'un produit dans la zone euro, et  $P$  le prix moyen du même produit aux États-Unis.

Si on considère l'exemple du Big Mac,  $t = 1,36$ . Si le prix en Allemagne est de 2,5 euros et aux États-Unis de 3,40 dollars, on obtient  $(1,36) \times (2,5) \div 3,40$ , ce qui donne un TCR de 1. Mais si le prix en Allemagne est de 3 euros et aux États-Unis de 3,40 dollars EU, le TCR est alors de  $1,36 \times 3 \div 3,40 = 1,2$ .