

### 3.2.3. L'ancrage dans le long terme

[Paragraphe au format pdf](#) 

#### L'effet de Fisher

Dans quelle mesure les résultats dégagés au paragraphe précédent restent valables sur la longue période ? Autrement dit, quel est le lien existant entre l'évolution à court terme et l'évolution à long terme de la variable cambiale ? Généralement, les investisseurs tiennent compte dans leurs prévisions des cours des changes du différentiel d'inflation futur, (écart entre l'inflation locale et l'inflation étrangère anticipées), donc de la PPA. Ce différentiel est donc lui aussi une anticipation. Nous avons donc :

$$\frac{{}_tE_{t+1} - E_t}{E_t} = t\left(\frac{\Delta P}{P}\right) - t\left(\frac{\Delta P^*}{P^*}\right)$$

avec

$t\left(\frac{\Delta P}{P}\right)$ , inflation anticipée pour l'économie locale

$t\left(\frac{\Delta P^*}{P^*}\right)$ , inflation anticipée pour le reste du monde

La condition de la PINC nous enseigne que :

$$\frac{{}_tE_{t+1} - E_t}{E_t} = i_t - i_t^*$$

Nous obtenons en définitive :

$$(3.9) \quad i_t - t\left(\frac{\Delta P}{P}\right) = i_t^* - t\left(\frac{\Delta P^*}{P^*}\right) \Leftrightarrow r_t = r_t^*$$

Le différentiel d'intérêt est égal au différentiel d'inflation anticipé. Sur le long terme, la prime de risque tend à disparaître, ce qui favorise une convergence des taux d'intérêt réels des différents pays ( $r_t = r_t^*$ ). C'est l'équation internationale de Fisher ou encore effet de Fisher (expression (3.9))<sup>1</sup>. Elle suggère que dans le long terme, les effets des arbitrages financiers s'estompent puisque les rentabilités réelles des investissements s'égalisent au plan international. Elle nous montre également que, toutes choses égales par ailleurs, une accélération dans le taux d'inflation attendu d'un pays causera in fine une augmentation égale dans le taux d'intérêt. La liaison de la PINC avec la PPA via l'effet de Fisher donne un cadre général d'analyse de l'évolution à court terme et à long terme du change : c'est l'approche monétaire du change.

#### L'approche monétaire du change

Le modèle monétaire du change (encore dénommé théorie monétaire de la balance des paiements) est ancien. Déjà au XVIII<sup>e</sup> siècle, Hume reproche aux mercantilistes d'ériger l'excédent commercial en objectif de politique économique. Selon lui, un excédent extérieur ne saurait durer car il signifie des entrées de métaux précieux, qui gonflent la masse monétaire. L'inflation qui en résulte dégrade alors la compétitivité jusqu'à disparition du déséquilibre.

Cette approche est reprise par Cassel (1921), qui fait le lien avec la PPA. Selon lui, la PPA n'est pas la conséquence de la loi du prix unique appliquée à chaque produit individuellement ; elle s'interprète directement comme l'égalité de pouvoir d'achat entre deux monnaies : une monnaie sous-évaluée par rapport à

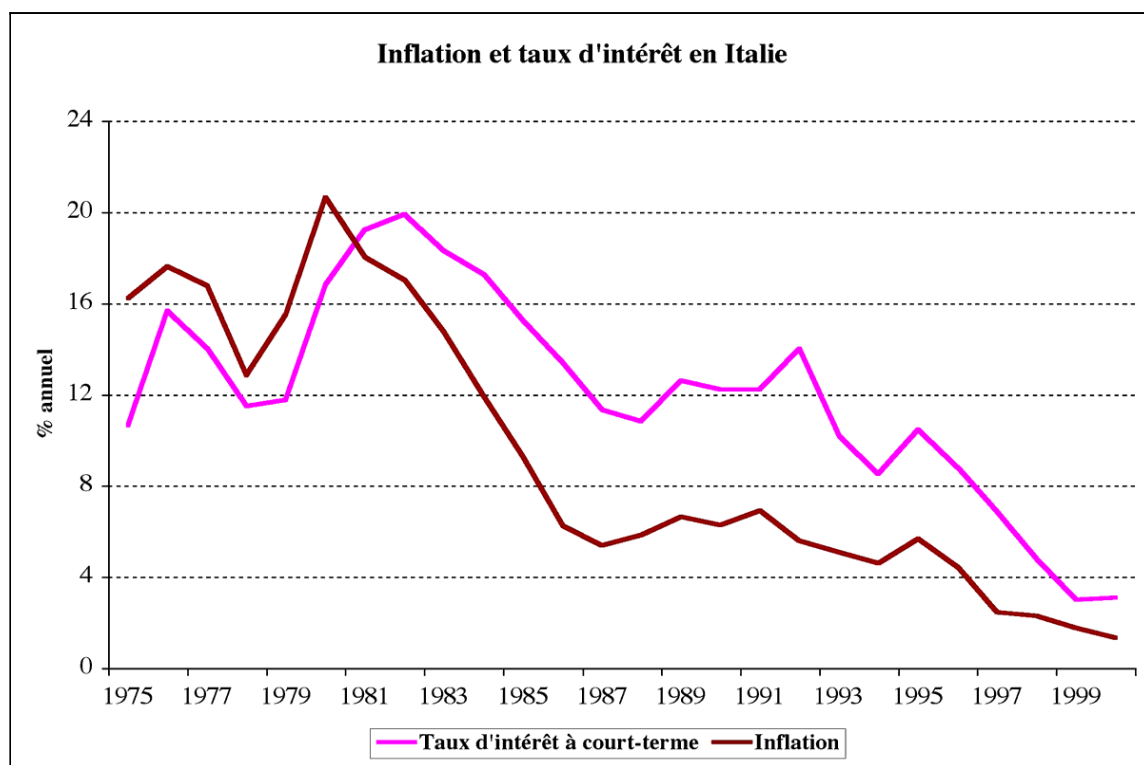
la PPA est plus demandée que ses concurrentes, car elle permet d'acquérir davantage de biens. Son prix augmente progressivement et la PPA est rétablie au bout d'un certain délai. Après un relatif oubli pendant quarante ans, le modèle monétaire connaît un nouvel essor au début des années 70 avec Frenkel (1976) et Johnson (1977). L'agonie du système de Bretton Woods laisse croire qu'un retour aux changes flexibles va rendre aux autorités de chaque pays l'usage de la politique monétaire sans risque de perturbation sur le fonctionnement des économies étrangères.

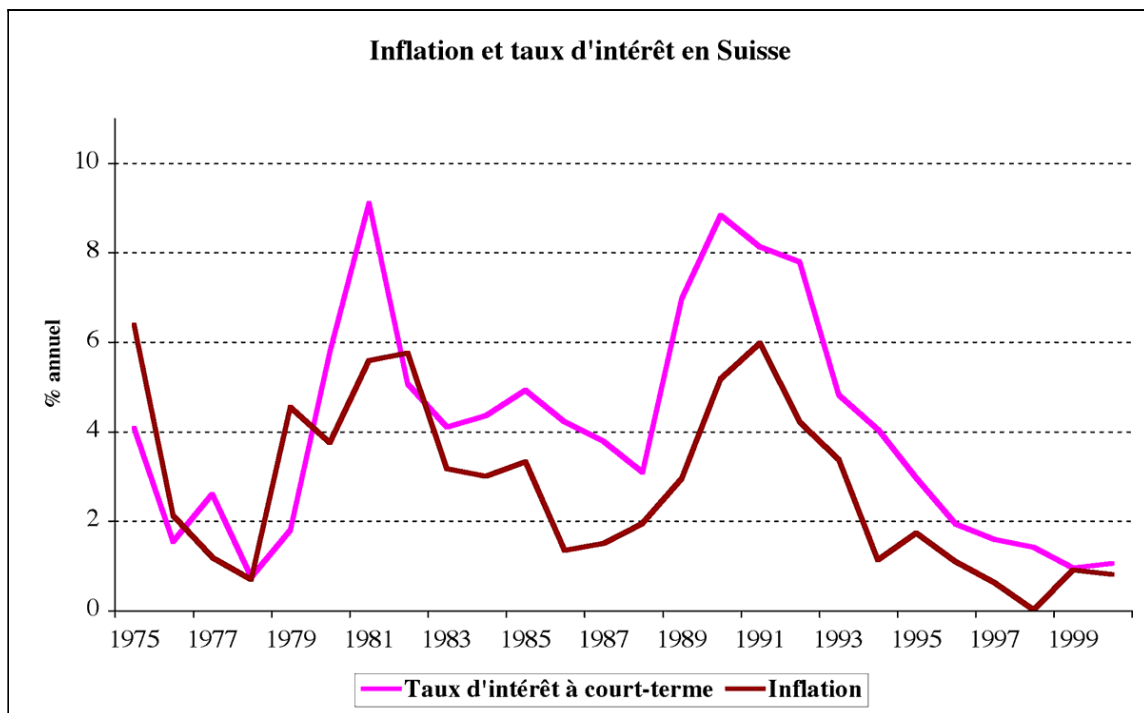
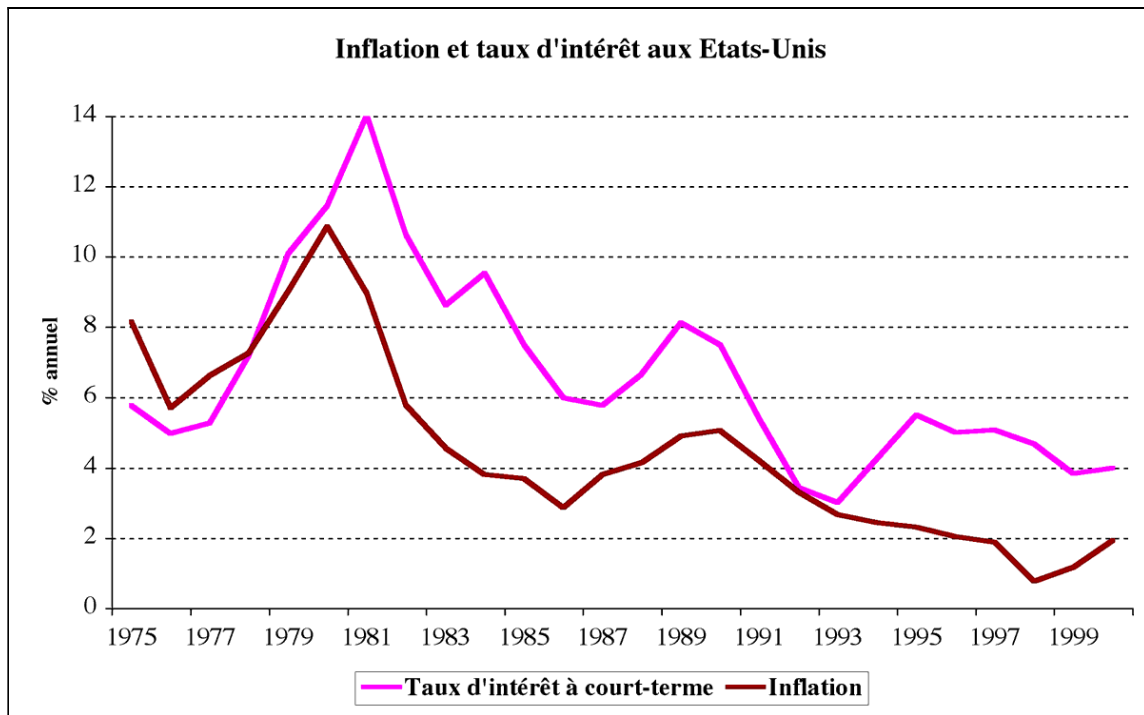
Le modèle monétaire est construit autour d'un principe : l'évolution relative entre pays des masses monétaire est la principale variable explicative des taux de change. Il suppose vérifiée la PPA, la stabilité de la demande de monnaie et la parité des taux d'intérêt non couverts (PINC). Cette dernière hypothèse est cruciale car elle revient à admettre que les divers actifs financiers sont parfaitement substituables et que les marchés des capitaux sont totalement intégrés.

Le modèle monétaire prédit qu'une hausse (baisse) relative de la masse monétaire par rapport au reste du monde engendre une dépréciation (appréciation) du change par un ajustement à la hausse (à la baisse) des prix domestiques. De même, une hausse (baisse) du taux d'intérêt national déprécie la monnaie car cette hausse (baisse) trahit des anticipations de dépréciation (appréciation). Cette prédiction semble correcte sur le long terme, mais elle est beaucoup plus contestable sur le court terme, en raison de la probable rigidité des prix.<sup>2</sup> Cette difficulté est surmontée en 1976 par R. Dornbusch avec [l'analyse du surajustement du change](#).

## La vérification empirique de l'effet de Fisher

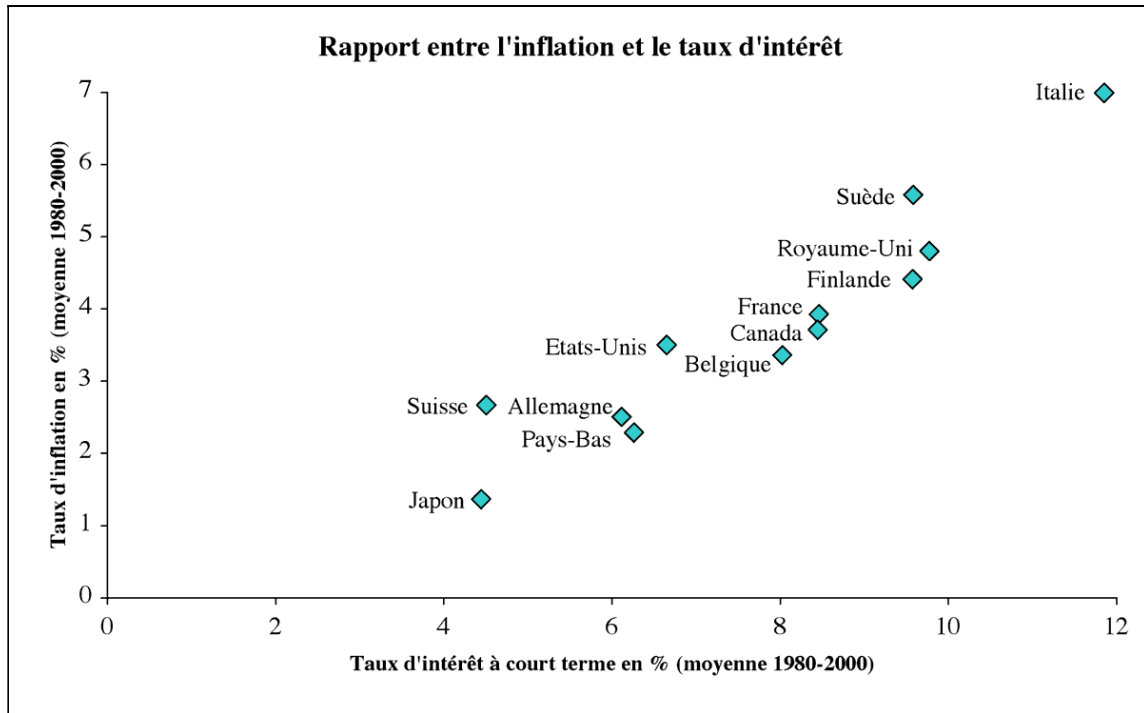
Les trois graphiques suivants présentent sur la période 1975-2000 le taux d'inflation et le taux d'intérêt à court terme (moyenne sur un an) pour trois pays qui ont connu des expériences inflationnistes différentes : l'Italie, les Etats-Unis et la Suisse.





Source : données OCDE

Dans chaque pays, les taux d'intérêt tendent à s'accroître après des poussées inflationnistes au fur et à mesure que les prix s'ajustent et que les individus apprennent à attendre une inflation plus forte dans l'avenir. Les ralentissements de l'inflation provoquent pareillement des baisses des taux d'intérêt. Notons que la Suisse, où l'inflation est en moyenne plus faible qu'aux Etats-Unis, dispose d'un taux d'intérêt moyen plus faible. Au contraire, l'Italie, où l'inflation est en moyenne plus élevée, dispose d'un taux d'intérêt moyen plus élevé. Si l'on prend un ensemble plus large de pays développés et que l'on estime pour chacun les taux moyens de l'inflation et de l'intérêt sur la période 1980-2000, la relation sur la longue période entre taux d'intérêt et inflation est confirmée.



Source : données OCDE

Notons que l'effet de Fisher n'explique pas complètement la relation entre l'inflation et le taux d'intérêt. D'une part, parce que sur la courte période, la rigidité des prix et les primes de risque sur les actifs peuvent engendrer une divergence temporaire dans l'évolution prévue du taux ; d'autre part, parce que les banques centrales agissent sur le taux de l'intérêt pour infléchir la conjoncture.

La vérification de l'effet de Fisher ne doit pas être confondue avec celle de la PPA. En règle générale, la PPA au sens strict se vérifie assez mal. La prise en compte des chocs réels permet cependant d'obtenir un taux de change PPA ajusté plus conforme aux évolutions de la variable cambiale, au moins pour plusieurs pays développés.

1. Cet effet est ainsi nommé d'après Irving Fisher, un des grands économistes américains du début du XXe siècle.
2. La rigidité des prix n'est pas la seule raison. A court terme, le risque intervient dans les arbitrages, ce qui peut faire temporairement évoluer la variable cambiale dans un sens non prévu par l'approche monétaire. Dans ce cas, [l'approche en termes de portefeuille](#) se révèle plus pertinente.