

### **3.2.4. Le surajustement du change**

[Paragraphe au format pdf](#) 

#### **Introduction**

Le modèle de détermination du cours du change de R. Dornbusch permet d'appréhender certaines évolutions observées de la variable cambiaire. En particulier, il ouvre la voie à une explication sur le court terme de la volatilité importante du cours du change et du [décalage observé entre le change PPA et le change nominal](#). Dans un monde où les autorités modifient fréquemment leurs politiques monétaire et budgétaire, on doit alors s'attendre à des modifications rapides et brutales du change nominal mais aussi du change réel. C'est la surréaction ou surajustement du taux de change.

#### **Une présentation schématique**

La présentation qui suit du surajustement du change est tirée de l'ouvrage de Burda et Wyplosz. Le raisonnement est mené sur la courte période, en sorte que l'on suppose le PIB constant. On envisage un système simplifié d'équilibre général de type IS-LM. L'économie vérifie simultanément l'équilibre interne et l'équilibre externe lorsqu'il y a équilibre simultané sur le marché de la monnaie et sur celui des biens et services.

#### **L'équilibre sur le marché de la monnaie**

L'écriture suivante donne la condition d'équilibre sur le marché monétaire :

$$(3.10) \quad \frac{M_t}{P_t} = L(Y, i_t)$$

$M_t$  est l'offre nominale de monnaie et  $P_t$  le niveau général des prix.  $Y$  est le PIB réel, supposé constant. Nous savons que la condition de la PINC relie le marché monétaire local au marché monétaire étranger :

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

Si  $M_t$ ,  $tE_{t+1}$  et  $i_t^*$  sont donnés, l'équilibre du marché monétaire ne dépend plus que de  $P_t$  et  $E_t$ . Nous savons que toute hausse des prix diminue l'offre réelle de monnaie (3.10) et que le retour du marché à l'équilibre suppose une hausse du taux d'intérêt nominal  $i_t$ . Si maintenant nous observons [la condition de la PINC](#), on note que pour  $tE_{t+1}$  et  $i_t^*$  donnés, une hausse de  $i_t$  équivaut à une baisse de  $E_t$ , c'est-à-dire une appréciation du taux de change courant et à une anticipation d'une dépréciation du taux de change futur.

En d'autres termes, la hausse des prix engendre une demande excédentaire de monnaie qui incite les résidents à emprunter à l'étranger, puisqu'ils ne trouvent pas assez de ressources financières sur le marché local. Les entrées nettes de capitaux induisent une appréciation. L'équilibre du marché monétaire local exige donc une relation inverse entre le taux de change courant  $E_t$  et l'indice général des prix  $P_t$ .

#### **L'équilibre sur le marché des biens et services**

Nous avons vu que sur le long terme, l'équilibre du marché des biens et services suppose vérifiée [la condition de la PPA](#) :

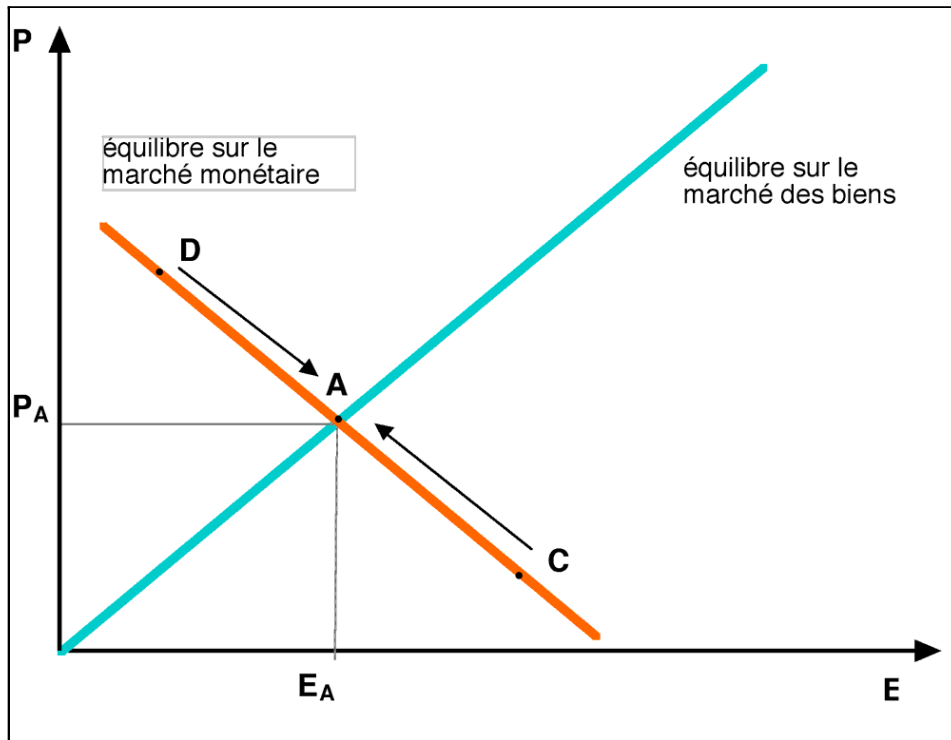
$$\frac{\Delta E_{PPA}}{E_{PPA}} = \frac{\Delta P}{P} - \frac{\Delta P^*}{P^*}$$

Si pour simplifier, l'on pose que les prix étrangers restent constants, alors la condition de la PPA impose que

le taux de change nominal et les prix intérieurs varient dans le même sens et dans les mêmes proportions.

### L'équilibre général de l'économie

Il est donné par l'équilibre simultané sur les deux marchés présenté par le graphique qui suit :



Cet équilibre n'est ni plus ni moins que celui déjà vu avec l'étude de la PPA pour analyser [l'impact d'un choc monétaire sur le taux de change](#). Cependant, ici, l'équilibre du marché monétaire est explicitement posé grâce à la condition de la PINC. Au point d'équilibre A, nous avons :

$$E_t = tE_{t+1}, \quad i_t = i_t^*$$

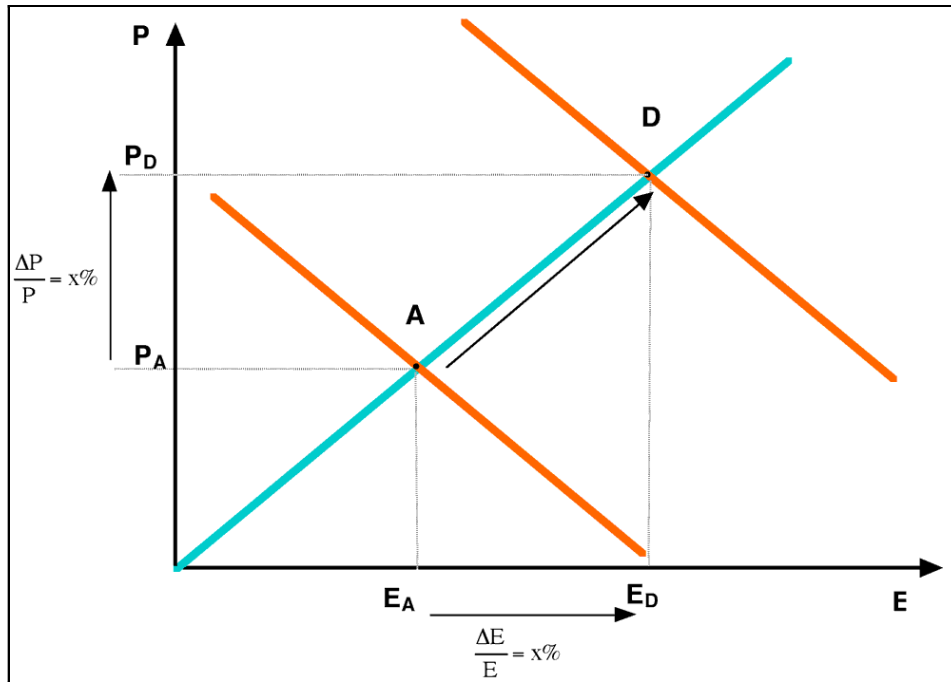
Toute déviation par rapport à cet équilibre ne peut donc être que temporaire. Prenons l'exemple de la situation correspondant au point C. Cet équilibre peut apparaître à court terme, mais il est instable sur le long terme. Le point C est un état de l'économie dans lequel le taux de change nominal est sous-évalué et le niveau des prix trop faible. Une telle situation engendre une demande excédentaire pour les biens locaux, devenus moins coûteux que les biens importés, une hausse des prix intérieurs et une appréciation de la monnaie locale. On passe alors de C à A. Le même raisonnement s'applique pour l'état de l'économie correspondant au point D (monnaie surévaluée et prix trop élevés).

### Le mécanisme de surréaction du change

Supposons que l'offre locale de monnaie augmente plus vite que l'offre étrangère. Le différentiel de croissance est de  $x\%$  et n'a pas été anticipé par les agents économiques. Deux cas sont alors envisageables : dans le premier cas, on conçoit que les prix locaux sont parfaitement flexibles, ce qui signifie que le marché des biens et services est toujours à l'équilibre ; dans le second cas, on suppose au contraire que les prix sont rigides et ne s'ajustent qu'au bout d'un certain laps de temps. Cette dernière hypothèse apparaît la plus vraisemblable.

#### La parfaite flexibilité des prix

Le choc monétaire va déplacer l'équilibre de l'économie du point A au point D

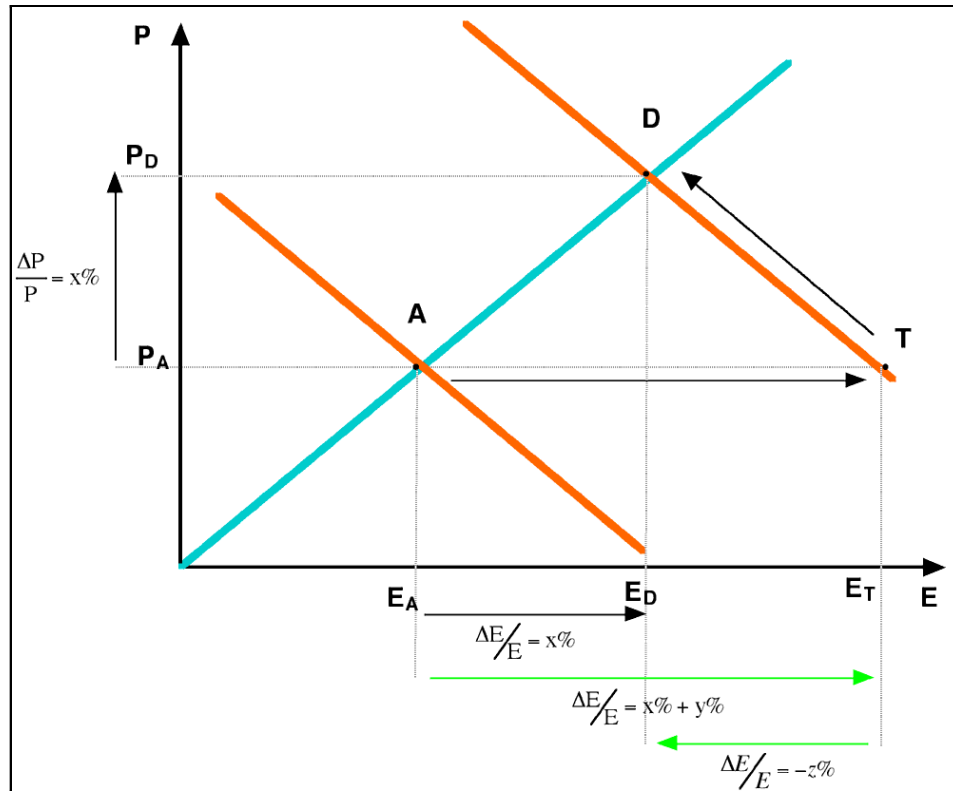


On retrouve ici le même résultat que celui déjà évoqué avec l'influence des chocs monétaires sur le change PPA. C'est celui qui est conforme à [l'approche monétaire des changes](#). La croissance plus forte de la masse monétaire locale provoque un déplacement parallèle de la droite d'équilibre du marché monétaire vers la partie supérieure droite du graphique. Le principe de neutralité de la monnaie sur le long terme implique que le taux de change et le niveau des prix augmentent eux aussi de  $x\%$ . Comme les prix sont flexibles, l'économie passe directement du point d'équilibre de long terme  $A$  au point d'équilibre de long terme  $D$ , caractérisé par un niveau général des prix plus élevé et une monnaie dépréciée par rapport à  $A$ . La flexibilité des prix étend donc la neutralité de la monnaie au court terme.

Notons que si le taux de change réel compatible avec l'équilibre externe ne change pas (pas de rotation de la droite d'équilibre du marché des biens), alors les mouvements à long terme du cours du change ne dépendent plus que des chocs monétaires.

### La rigidité des prix

A court terme, il est plus réaliste de considérer le niveau général des prix constant. Les prix sont donc rigides, ou du moins ils évoluent trop lentement pour résorber le déséquilibre du marché des biens. Dans ce cas, les déviations par rapport au taux de change réel d'équilibre et à la PPA ne vont se résorber, elles aussi, que lentement, même si sur le long terme les prix retrouvent leur flexibilité.



A court terme, l'équilibre du marché monétaire exige que l'économie passe immédiatement sur la nouvelle droite d'équilibre du marché monétaire, que les prix soient rigides ou flexibles. Comme les prix n'évoluent pas, c'est le taux de change nominal E qui doit s'ajuster pour assurer cet équilibre. Le point T correspond donc à ce nouvel équilibre de court terme. Sur le long terme, les prix s'ajustent à la hausse jusqu'à l'obtention de l'équilibre final D.

L'important est de noter qu'à court terme se produit un phénomène de surréaction ou surajustement du change nominal par rapport à sa valeur de long terme : E augmente de plus de x % (x % + y %). La hausse des prix entraîne par la suite une appréciation de la monnaie nationale (baisse de E de z %), qui ne compense que partiellement la dépréciation initiale. Evidemment, dans une situation où le différentiel de croissance de l'offre de monnaie serait négatif (déplacement vers le bas du graphique de l'équilibre monétaire), nous aurions, par un raisonnement identique, un surajustement avec au départ une forte appréciation suivie d'une dépréciation partielle.

### L'interprétation économique de la surréaction

L'augmentation de la masse monétaire provoque dans un premier temps une baisse du taux d'intérêt local i pour préserver l'équilibre du marché de la monnaie. Normalement, la condition de la PINC nécessite que cette baisse soit compensée par l'anticipation d'une appréciation. Cependant, sur le court terme, la dépréciation de la monnaie est trop forte. Dans un second temps, une appréciation de la monnaie va se produire, accompagnée d'une hausse progressive du taux d'intérêt.

Le surajustement démontre que même en présence d'anticipations rationnelles, des chocs monétaires peuvent provoquer l'apparition d'écarts persistants des changes nominaux par rapport à leur valeur d'équilibre PPA. On parle alors de distorsions ou de mésalignements des changes.

Pour plus de détails, Cf : Michael Burda et Charles Wyplosz, 1998, *Macroéconomie. Une perspective européenne*, De Boeck Université, p. 541-547.