

PARLEMENT EUROPEEN



*Direction générale de la recherche*

DOCUMENT DE TRAVAIL

**OPTIONS DE LA BCE  
EN MATIÈRE DE GESTION DES TAUX DE CHANGE**

*Série Affaires Economiques  
ECON 115 FR*

La présente publication est disponible en EN, FR et DE

Un résumé sera disponible dans toutes les langues de la Communauté.

La liste des publications les plus récentes de la série Affaires économiques figure à la fin du présent document.

**ÉDITEUR:** Parlement européen  
L-2929 Luxembourg

**AUTEURS:** Peter Bofinger  
Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg et CEPR

**RÉDACTEURS:** Ben Patterson  
Direction générale de la Recherche  
Division des Affaires économiques  
Tél.: (00352)4300-24114  
Fax: (00352)4300-27721  
E-mail: GPATTERSON  
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées dans le présent document de travail sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement européen.

Reproduction et traduction autorisées, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source, information préalable de l'éditeur et transmission d'un exemplaire à celui-ci.

Manuscrit achevé en septembre 1999.

PARLEMENT EUROPEEN



---

*Direction générale de la recherche*

DOCUMENT DE TRAVAIL

**OPTIONS DE LA BCE  
EN MATIÈRE DE GESTION DES TAUX DE CHANGE**

*Série Affaires Economiques*

*ECON 115 FR*  
*09/99*

## Synthèse

1. Lors de l'élaboration de sa « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité », la BCE ne s'est guère penchée sur la politique de taux de change. C'est ainsi que très peu de **dispositions conceptuelles** ont été prévues pour le cas d'une dépréciation ou d'une appréciation réelle massive de l'euro vis-à-vis du dollar. Cette lacune est surtout problématique lorsque l'on sait que le Traité considère que le domaine de la gestion des taux de change n'est pas du ressort exclusif de la BCE (article 111 du Traité). Il est donc d'ores et déjà nécessaire d'instaurer un cadre conceptuel clair afin d'éviter des conflits entre le **Conseil** et la BCE en cas de crise monétaire.
2. L'expérience des taux de change flexibles depuis 1973 montre qu'un tel système présente une forte tendance à l'instabilité. Les conclusions de toutes les études empiriques démontrent l'inexistence d'un rapport systématique entre ce que l'on appelle les **éléments fondamentaux**, tels que le taux d'inflation, la croissance du PIB réel et la balance du compte courant, et l'évolution des taux de change. Des politiques nationales axées sur la stabilité ne peuvent donc garantir la stabilité des taux de change. La situation déflationniste du Japon montre que même une économie présentant une faible proportion d'exportations et d'importations peut gravement pâtir d'un déséquilibre persistant des taux de change.
3. La BCE devrait donc être en mesure d'éviter des déséquilibres de grande ampleur du taux de change de l'euro par rapport au dollar. En particulier, la présente étude s'est attachée à déterminer si la BCE serait capable de limiter une **augmentation** du taux euro/dollar qui dépasserait le cap de 1,20 dollar en annonçant **publiquement** l'instauration d'un plafond pour ce taux.
4. Pour bon nombre d'observateurs, la **taille des marchés des changes**, qui enregistrent un chiffre d'affaires **quotidien** de 1.741 milliards de dollars, interdit à elle seule toute tentative des banques centrales d'influencer le niveau de certains taux de change à l'encontre des marchés. Toutefois, en raison du « principe du faiseur de marché », selon lequel le marché des changes est organisé, ces chiffres exagèrent fortement les changements sous-jacents dans les actifs détenus au niveau international. De plus, l'efficacité des interventions des banques centrales dépend dans une large mesure de l'optique dans laquelle on les applique. Si une banque centrale tente d'arrêter une **dépréciation** de sa devise, elle doit opérer sous la contrainte budgétaire d'une quantité précise de réserves de devises, ce qui rend l'opération très vulnérable face aux attaques spéculatives des marchés. Si une banque centrale veut contrer une **appréciation** de sa devise, elle peut acheter des actifs étrangers pour des actifs nationaux qu'elle peut fournir sans limite quantitative.
5. Les articles 105 et 111 du Traité accordent clairement la priorité à l'objectif de **stabilité des prix** pour toutes les actions de la BCE. Par conséquent, il convient d'analyser en profondeur l'impact des transactions du marché des changes sur les taux d'intérêt à court terme dans la zone euro. Grâce au nouvel instrument de **service de dépôt**, la BCE est à même de stériliser des quantités illimitées de liquidités de manière à permettre que la base monétaire nationale et donc les taux d'intérêt nationaux à court terme échappent complètement aux effets des interventions. Ces interventions stérilisées confèrent donc une plus grande liberté à la BCE, qui peut poursuivre une politique axée sur la stabilité dans la zone euro tout en évitant à l'euro une appréciation réelle de grande envergure.

6. La littérature traitant de l'**efficacité** des interventions stérilisées n'est pas très concluante. Elle se base sur des interventions assez timides, opérées sur une assez petite échelle et dans le secret pour la plupart, par la Bundesbank, la Fed et la Banque du Japon au cours des 25 dernières années. Cette littérature néglige totalement l'élément important que constitue la différence entre les interventions visant à contrer une appréciation ou une dépréciation de la monnaie nationale. Elle ne s'avère donc pas très appropriée pour illustrer l'approche d'un plafond applicable au taux euro/dollar annoncé publiquement.
7. Pour pouvoir maintenir une politique d'intervention, il importe de limiter les **coûts** des interventions stérilisées. Dans le cas d'une intervention visant à contrer une appréciation de l'euro, ces coûts dépendent de trois facteurs: les taux du marché monétaire national et étranger, et les bénéfices ou pertes d'estimation sur les actifs étrangers acquis lors des interventions. Pour l'instant, les taux d'intérêt sont plus bas dans la zone euro qu'aux États-Unis. Par conséquent, si la BCE devait acheter de grandes quantités d'actifs en dollars (à rendement plus élevé) et simultanément augmenter le volume de son service de dépôt (à rendement plus bas), elle enregistrerait un profit. Si l'on empêche le dollar de se déprécier, aucune perte d'estimation n'est encourue. Dans l'hypothèse où les taux d'intérêt de la zone euro seraient supérieurs aux taux en dollars, la BCE devrait ajuster son objectif de taux de change en fonction du différentiel entre les taux d'intérêt. En orchestrant une légère appréciation du dollar, elle compenserait la perte causée par le différentiel entre les taux d'intérêt.
8. Le cadre que propose le présent document concerne essentiellement une politique d'intervention unilatérale de la BCE visant à empêcher une appréciation excessive de l'euro vis-à-vis du dollar. Les possibilités dont dispose la BCE pour contrer une dépréciation de l'euro sont beaucoup plus limitées. Le principe logique des interventions stérilisées pourrait toutefois s'appliquer à un **accord bilatéral** entre les États-Unis et la zone euro. Un tel accord permettrait à la BCE de fixer et de défendre une limite supérieure, mettons à 1,20 dollar par euro, et à la Fed d'en faire autant pour une limite inférieure, qui pourrait être fixée à 1,00 dollar par euro. Comme les deux banques centrales n'interviendraient que dans le cas d'une appréciation de leur devise respective, elles seraient toujours en mesure de défendre leurs objectifs de taux de change contre les attaques spéculatives des marchés. Ici aussi, les marges devraient être ajustées en fonction du différentiel entre les taux d'intérêt en vigueur. L'expérience enregistrée depuis 1973 indique qu'une telle situation aurait suscité une évolution très raisonnable des taux d'intérêt. Par comparaison avec la situation du début des années 1970, une coopération de ce type sur le plan de la gestion des taux de change offrirait aux deux banques centrales l'avantage de pouvoir mener une politique monétaire claire axée sur la stabilité dans leur zone respective.

## Table de matières

<b>1. INTRODUCTION</b> .....	<b>1</b>
<b>2. L'APPROCHE DE LA POLITIQUE DE TAUX DE CHANGE DE LA BCE</b> .....	<b>3</b>
LE DOCUMENT DETAILLANT LA « STRATEGIE DE POLITIQUE MONETAIRE AXEE SUR LA STABILITE » DE LA BCE N'ABORDE LA POLITIQUE DE TAUX DE CHANGE QUE DANS DEUX PHRASES:.....	3
<b>3. EST-IL VRAIMENT NECESSAIRE D'INTERVENIR SUR LE MARCHE DES CHANGES?</b> .....	<b>5</b>
<i>3.1 TAUX DE CHANGE FLEXIBLES ET ELEMENTS MACROECONOMIQUES FONDAMENTAUX</i> .....	5
<i>3.2 LES FLUCTUATIONS DU TAUX DE CHANGE ONT-ILS ENCORE DE L'IMPORTANCE POUR LA ZONE EURO?</i> .....	7
<i>3.3 UNE STRATEGIE D'INTERVENTION AMBITIEUSE</i> .....	9
<b>4. OBJECTIFS DE CHANGE A LA BCE: DOMAINES D'APPLICATION ET LIMITES</b> .....	<b>11</b>
<i>4.1 TAILLE DES MARCHES DES CHANGES</i> .....	11
<i>4.2 DEUX OPTIQUES POUR LA POLITIQUE D'INTERVENTION</i> .....	12
<i>4.3 INTERVENTION SUR LE MARCHE DES CHANGES ET POLITIQUE MONETAIRE NATIONALE</i> .....	13
<i>4.4 COUTS DES INTERVENTIONS STERILISEES</i> .....	16
<i>4.5 EFFICACITE DES INTERVENTIONS STERILISEES</i> .....	18
<b>5. ACCORDS BILATERAUX EN MATIERE DE POLITIQUE D'INTERVENTION</b> .....	<b>19</b>
<b>6. RESUME</b> .....	<b>23</b>
<b>REFERENCES</b> .....	<b>25</b>



## 1. Introduction

Malgré les débats houleux dont fait l'objet depuis quelques mois la politique monétaire globale de la BCE, les discussions théoriques et politiques ont jusqu'à présent négligé presque complètement le concept d'une politique de taux de change pour la BCE. Lors de l'élaboration de sa « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité », la BCE n'a pas non plus fait grand cas de cette importante question. Ainsi, très peu de dispositions conceptuelles ont été prévues pour le cas tout à fait possible d'une forte appréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar.

Le présent document suggère un cadre possible pour la politique de taux de change de la BCE. Il vise surtout le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar mais les principaux arguments avancés peuvent également s'appliquer au taux de change d'autres devises, en particulier la livre sterling et le yen. Ce document est structuré comme suit: après une brève description des opinions de la BCE sur la politique des taux de change, nous verrons en quoi il est important de cibler le taux de change de l'euro en dollars. Le chapitre 4 examinera quant à lui deux questions clés en matière de politique d'intervention:

- Les banques centrales sont-elles capables de défendre les objectifs de change contre les pressions des marchés des changes?
- Est-il possible de combiner une intervention de change massive avec une politique monétaire axée sur la stabilité?

Pour le cas d'une forte dépréciation du dollar, le présent document propose un cadre qui permet de fixer une limite supérieure effective pour le taux de change du dollar sans menacer la stabilité des prix dans la zone euro. C'est possible si l'on utilise la technique des « interventions stérilisées ». Grâce à cet instrument, la BCE bénéficie d'une plus grande liberté dans sa politique monétaire et de taux de change: tout en maintenant la stabilité des prix, elle peut ainsi éviter l'incidence négative d'une forte appréciation de l'euro sur les profits, la croissance et l'emploi dans la zone euro. La stratégie détaillée dans le présent document peut donc aider la BCE à se conformer aux exigences de l'article 105 du Traité, qui l'oblige à soutenir d'autres objectifs macroéconomiques pour autant que cette politique soit compatible avec l'objectif de stabilité des prix.<sup>1</sup> Le chapitre 5 montrera comment ce cadre pourrait s'étendre à un taux de change bilatéral de type Cupertino avec les États-Unis.

Étant axé sur le taux de change du dollar, le présent document n'aborde pas certaines autres grandes questions relatives à la politique de taux de change de la BCE, en particulier les relations sur le plan des taux de change avec les pays de l'UE qui ne participent pas encore à l'UEM, les pays ayant demandé leur adhésion, les pays d'Europe de l'Est et ceux de la CEI. Se bornant à utiliser les calculs disponibles dans la littérature concernée, le présent document ne tente pas davantage d'estimer un taux d'équilibre dollar/euro.

---

<sup>1</sup> Article 105 (1) : « L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté tels que définis à l'article 2. »



## 2. L'approche de la politique de taux de change de la BCE

Le document détaillant la « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité »<sup>2</sup> de la BCE n'aborde la politique de taux de change que dans deux phrases:

« Dans les circonstances actuelles, où l'on ne constate la présence ni d'un accord formel de taux de change ni d'une orientation générale, le taux de change de l'euro résulte des politiques monétaires et autres, tant actuelles que prévues, à la fois dans la zone euro et ailleurs, et de la perception de ces politiques par les participants du marché. Le fait que la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème ne contient pas d'objectif de taux de change pour l'euro facilite la tâche de focalisation sur le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. » (BCE 1999, p. 42)

La stratégie générale de la BCE consiste ainsi à exclure « tout objectif implicite ou explicite de taux de change pour l'euro » (Duisenberg 1999, p.1). Par conséquent, la BCE a adopté une politique d'« omission bienveillante » au cours de la phase de dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar pendant les sept premiers mois de 1999.<sup>3</sup>

Les discours du Président Duisenberg et des membres de son Conseil des gouverneurs<sup>4</sup> ont rendu les raisons de cette approche un peu plus explicites:

- « (...) la prise en compte d'un tel objectif de taux de change dans les décisions de politique monétaire pourrait à l'occasion entrer en conflit avec l'objectif de stabilité des prix. » (Duisenberg 1999, p. 1)
- « (...) la poursuite en toute transparence de politiques macroéconomiques axées sur la stabilité constitue la meilleure contribution que peuvent apporter les décideurs pour favoriser la stabilité des taux de change. En d'autres termes, les déséquilibres et la volatilité excessive devraient pouvoir être contenus si l'on s'attaque à leurs causes sous-jacentes. » (Duisenberg 1999, p. 1)
- « (...) dans ce monde caractérisé par des marchés financiers internationaux intégrés et à forte liquidité, on peut s'interroger sur la faisabilité du soutien ou du ciblage des taux de change. » (Duisenberg 1999, p. 2)

En d'autres termes, la stratégie de taux de change de la BCE se base sur la supposition selon laquelle l'adoption par la BCE d'une gestion explicite ou implicite des taux de change n'est en général ni faisable ni nécessaire. De plus, la BCE estime qu'une politique d'intervention sur le marché des changes comporte des risques pour la stabilité des prix. Toutefois, contrairement à ces déclarations relativement claires, le Président Duisenberg n'écarte pas totalement la

---

<sup>2</sup> Voir BCE (1999). Pour une analyse et un examen complets de cette stratégie, voir Bofinger (1999).

<sup>3</sup> Les réserves de change de l'Eurosystème ont même augmenté pendant cette période, passant de 230 milliards d'euros au 1<sup>er</sup> janvier 1999 à 245 milliards d'euros au 30 juillet 1999. L'intervention quantitative la plus importante a été enregistrée entre le 21 et le 28 mai 1999, la diminution des réserves de change atteignant alors 3 milliards d'euros.

<sup>4</sup> Voir également Issing (1999).

possibilité que des fluctuations des taux de change puissent déboucher sur de graves problèmes économiques pour la zone euro:

« Des déséquilibres manifestes dans les taux de change, même s'ils sont difficiles à identifier, constitueraient un sujet de préoccupation pour l'Eurosystème. S'ils devaient se prolonger, ils pourraient affecter les prévisions d'inflation et altérer l'activité économique car ils entraveraient l'efficacité des affectations de ressources financières. »<sup>5</sup> (Duisenberg 1999, p. 2)

Mais cette déclaration ne précise pas ce que la BCE entend par des déséquilibres de taux de change « prolongés » et « manifestes », ni comment la banque réagirait à l'apparition éventuelle de tels déséquilibres. Cette lacune est surtout problématique lorsque l'on sait que le Traité considère que le domaine de la gestion des taux de change n'est pas du ressort exclusif de la BCE. L'article 111 (2) du Traité, l'ancien article 109 (2), stipule ce qui suit:

« En l'absence d'un système de taux de change lié à une ou plusieurs devises extracommunautaires tel que mentionné à l'alinéa 1, le Conseil, agissant à la majorité qualifiée soit sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, soit sur recommandation de la BCE, pourrait formuler des orientations générales pour une politique de taux de change liée à ces devises. Ces orientations générales ne pourront porter préjudice à l'objectif principal du SEBC de maintien de la stabilité des prix. »

Étant donné ce rôle important accordé par le Traité, il est quelque peu étonnant de constater que le rapport entre la gestion des taux de change et le maintien de la stabilité des prix n'ait pas encore été débattu de façon systématique. Une clarification rapide de ces questions s'avère nécessaire, surtout si l'on veut éviter l'apparition de conflits entre le Conseil et la BCE si une période d'instabilité des taux de change devait s'amorcer.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Bien entendu, en plus des ressources financières, celles des secteurs réels se voient également affectées de façon inefficace en cas de déséquilibres importants.

<sup>6</sup> Le 19 avril 1999, au cours de l'audition à la Sous-commission des Affaires monétaires du Parlement européen, le Président Duisenberg a déclaré: « En décembre 1997, le Conseil européen à Luxembourg a décidé et annoncé que des orientations générales en matière de taux de change ne seraient émises que dans des circonstances exceptionnelles telles que des déséquilibres importants entre les devises. » Cette déclaration ne définit cependant pas ce que sont ces « déséquilibres importants ».

### 3. Est-il vraiment nécessaire d'intervenir sur le marché des changes?

Pour permettre l'examen de la politique de taux de change de la BCE, il est nécessaire de débattre brièvement de la base théorique et de la preuve empirique de taux de change flexibles. Il convient en outre d'analyser l'impact que pourraient avoir sur la zone euro des déséquilibres importants des taux de change.

#### *3.1 Taux de change flexibles et éléments macroéconomiques fondamentaux*

Le point de départ théorique d'un examen de la stratégie de taux de change de la BCE consiste à savoir comment les taux de change se fixent dans un système de taux flottants. Selon bon nombre d'économistes, un taux de change résulte principalement de l'action de facteurs macroéconomiques sous-jacents. Ces facteurs, que nous appelons éléments fondamentaux, sont surtout les taux d'inflation, les taux d'intérêt, les balances du compte courant, les déficits fiscaux, les taux de croissance du PIB réel ou la masse monétaire. Le taux de change est donc essentiellement considéré comme une force stabilisatrice dans l'économie mondiale. Ce point de vue constituait la principale base théorique des partisans des taux de change flexibles dans les années 1960:

« Des taux de change flexibles permettraient à chaque pays de poursuivre la combinaison d'objectifs en matière de chômage et de tendance des prix qu'il préfère, combinaison conforme à son équilibre interne, celui-ci étant assuré par l'appréciation des devises des pays « à stabilité des prix » par rapport aux devises des pays « à plein emploi ». » (Johnson 1972, p. 210)

Certains économistes estiment toutefois que les taux de change flexibles ne subissent qu'une influence minimale des « éléments fondamentaux » et peuvent donc devenir une véritable source d'instabilité macroéconomique:

« Si le marché des changes se comportait selon les descriptions des manuels d'économie, avec des attentes rationnelles omniprésentes comme force agissante, il serait en effet difficile d'imaginer pourquoi chacun ne voudrait pas permettre le flottement des taux de change (tout au moins pour les pays qui ne réunissent pas les conditions pour faire partie d'une zone optimale de devises). (...) Le rejet du flottement se base sur le fait que les marchés d'actifs en général et les marchés des changes en particulier sont dominés par des effets d'entraînement davantage que par des attentes rationnelles. » (Williamson 1999, p. 1)

À l'évidence, le Président Duisenberg préfère le premier point de vue sur les taux de change flexibles:

« (...) des taux de change stables de l'euro bénéficient au mieux de politiques axées sur la stabilité compatibles avec les éléments économiques fondamentaux. » (Duisenberg 1999, p. 2)

L'aspect le plus gênant de ce point de vue, qui du reste est partagé par la plupart des responsables de banques centrales (Tietmeyer 1999), est son inadéquation avec la réalité. Ces 25 dernières années ont vu la publication d'innombrables études économiques sur les éléments fondamentaux de taux de change flexibles. La grande majorité de ces études ont

conclu sans équivoque que les « éléments fondamentaux », peu importe leur définition, n'ont pas une incidence systématique sur le taux de change dans un système flottant, tout au moins sur des périodes ne dépassant pas quatre ou cinq ans. Isard (1995, p. 138) résume cette conclusion en ces termes :

« En bref, ni les relations comportementales suggérées par la théorie, ni les informations obtenues par autorégression n'ont fourni de modèle permettant une prévision dépassant de beaucoup la simple variation aléatoire. De plus, même si ce modèle de variation aléatoire s'est révélé au moins aussi performant que les autres modèles, ses prévisions sont restées médiocres. »

En d'autres termes, la meilleure façon de prévoir le taux de change qui sera en vigueur demain, dans un mois ou un an, consiste simplement à prendre le taux de change d'aujourd'hui. Bien que cette méthode dite de la « variation aléatoire »<sup>7</sup> soit loin d'être parfaite, elle est au moins aussi valable que tout autre modèle sophistiqué basé sur des « éléments fondamentaux » ou d'autres facteurs.

Cette conclusion indique également qu'il était très opportun d'expliquer par des différentiels de PIB réel la faiblesse qu'a connue l'euro face au dollar jusqu'en juillet 1999.<sup>8</sup> Comme le graphique 1 le montre pour la période de 1982 à 1999, il n'existe absolument aucune relation systématique entre le différentiel de croissance du PIB réel et le taux de change DEM/USD. Cette constatation ressort encore plus vivement au vu de la période de 1990 à 1993, au cours de laquelle le différentiel de croissance (le PIB réel des États-Unis moins le PIB réel de l'Allemagne) est passé de -5,9 à +3,5, alors que le taux de change, évoluant dans une marge située entre 1,55 et 1,65 mark par dollar, est resté remarquablement stable.

Le cadre théorique sur lequel la BCE semble baser sa politique de taux de change n'est donc pas très soutenu par des preuves empiriques.<sup>9</sup> Des éléments fondamentaux stables constituent une condition nécessaire mais pas suffisante pour la stabilité des taux de change. Cela signifie qu'une forte appréciation ou dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar ne peut être exclue, même si les États-Unis et la zone euro mènent des politiques axées sur la stabilité. Un regard

---

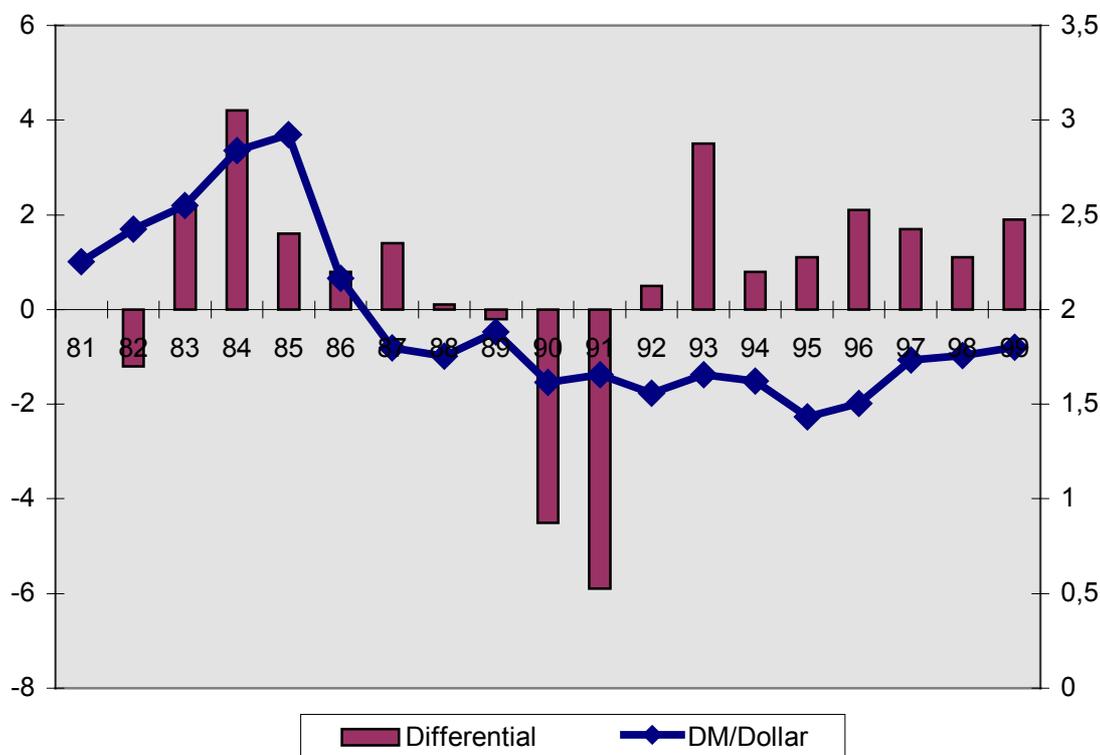
<sup>7</sup> Voir aussi Williamson (1999, p. 2) : « Il reste vrai qu'une variation aléatoire donne de meilleurs résultats que n'importe quel modèle structurel de détermination du taux de change pour des périodes de moins d'un an, mais de nouveaux éléments fiables portent à croire qu'un taux flottant s'inversera lentement vers la parité relative du pouvoir d'achat (PPA), la moitié de l'ajustement devant être atteinte en un peu moins de 5 ans (...) ». Toutefois, comme le taux de change est également un déterminant majeur du taux d'inflation, on ignore si le taux de change s'ajuste en fonction du taux d'inflation ou vice versa.

<sup>8</sup> Voir notamment Duisenberg (1999) : « Il s'avère en conséquence que l'évolution récente du taux de change de l'euro reflète surtout la bonne santé imprévue de l'économie américaine. »

<sup>9</sup> Cette constatation s'applique également à l'expérience des taux flottants de l'entre-deux-guerres qui a été scrupuleusement analysée par Nurkse (1944, p. 211) : « L'expérience française de 1922-26 illustre bien les risques de telles évolutions cumulatives et à aggravation spontanée dans un régime de taux de change fluctuant librement. Dans de telles circonstances, les taux de change sont appelés à devenir hautement instables et l'influence de facteurs psychologiques peut parfois se révéler dominante. Les économistes français ont été si impressionnés par cette expérience qu'ils ont conçu une « théorie psychologique » spéciale en matière de fluctuation des changes, qui insiste sur le caractère incertain des taux de change lorsqu'on les laisse se fixer eux-mêmes sur un marché ballotté par des anticipations spéculatives. » (...) « Les évolutions à aggravation spontanée de ce type, au lieu de promouvoir l'ajustement dans la balance des paiements, ont tendance à intensifier tout déséquilibre initial et à produire des conditions d'instabilité que l'on pourrait qualifier d'« explosives » ».

vers le passé, somme toute assez proche, nous fournit deux grands exemples de grands « déséquilibres » dans les relations entre les trois principales monnaies de réserve:

**Graphique 1: Différentiel de croissance du PIB et taux DEM/dollar**



- Entre le 7 janvier 1980 et le 25 février 1985, le mark allemand a connu une dépréciation vis-à-vis du dollar. On est passé de 1,7080 mark à 3,4525 marks par dollar.
- Entre le 27 avril 1990 et le 19 avril 1995, le dollar a connu une dépréciation vis-à-vis du yen. On est passé de 158,9 yens à 81,12 yens par dollar.

Dans les deux cas, le pays dont la devise subissait la dépréciation (l'Allemagne dans les années 1980 et les États-Unis dans les années 1990) menait à l'évidence une « politique axée sur la stabilité ». Bien sûr, au début des années 1980, les politiques macroéconomiques américaines étaient trop laxistes et l'économie japonaise souffrait des retombées de l'éclatement de la bulle spéculative dont avaient l'objet les prix des actifs au début des années 1990. Toutefois, dans les deux cas, la situation aurait nécessité une dépréciation et non une appréciation extrême des devises respectives.

### **3.2 Les fluctuations du taux de change ont-ils encore de l'importance pour la zone euro?**

Un des principaux avantages de l'Union monétaire européenne est qu'elle rend la zone euro moins vulnérable face à l'instabilité générale des taux de change. La part en PIB des échanges de la zone euro avec d'autres pays se situe pour l'instant à environ 13% et est inférieure à la

moitié du chiffre agrégé pour les onze pays avant l'UEM. Ce rapport est comparable aux chiffres enregistrés aux États-Unis (10%) et au Japon (9%). Si les quatre pays européens restants se joignent à l'UEM, la part du commerce extérieur tombera à 10%. (AMUE 1999)

Cette part relativement faible de commerce hors UEM ne signifie cependant pas que la politique monétaire de la BCE puisse négliger les fluctuations importantes du taux de change:

« (...) par ses effets sur l'activité économique et les prix, le taux de change affecte les perspectives de stabilité des prix et joue donc encore un rôle incontestablement important dans la politique monétaire de l'Eurosystème. » (Duisenberg 1999, p. 1)

Les graves problèmes économiques du Japon constituent l'exemple le plus patent de la vulnérabilité d'une économie, même relativement fermée, face à un déséquilibre considérable et persistant de sa devise:

« Des pressions incessantes, tant implicites qu'explicites, de la part des États-Unis pour obtenir une appréciation du yen en le faisant passer de 360 yens par dollar en 1971 à exactement 80 en 1995, sont la cause historique de la psychologie déflationniste du Japon aujourd'hui. » (McKinnon 1999, p. 77).<sup>10</sup>

Pour cette raison, dans un régime de taux de change flexibles, même un renversement de la relation de cause à effet est possible, de telle sorte que les « éléments fondamentaux » sont déterminés par les évolutions du taux de change.<sup>11</sup> La déflation au Japon peut être attribuée à l'appréciation extrême de sa devise. Cette appréciation a forcé les entreprises japonaises qui voulaient garder une certaine compétitivité vis-à-vis des producteurs étrangers à réduire considérablement leurs prix et/ou marges bénéficiaires, voire à subir des pertes.

Dans l'état actuel de l'économie mondiale, le principal risque est celui d'une dépréciation majeure du dollar vis-à-vis du yen et de l'euro. Selon les conclusions des estimations du FMI (1999, p. 41), le déficit sous-jacent du compte courant<sup>12</sup> des États-Unis se situe actuellement à 3,3% de leur PIB. Cette situation débouchera sur une croissance des dettes extérieures des États-Unis qui devraient passer, selon les estimations du FMI, d'environ 20% du PIB en 1999 à un peu moins de 30% en 2004. Cette quantité élevée et croissante de dettes américaines détenues par des étrangers, principalement des investisseurs japonais, va rendre le billet vert de plus en plus vulnérable face à des chocs de tous types.

Ce contexte fait ressortir en particulier le problème de l'« effet de courbe en J », basé sur l'observation selon laquelle les effets d'une dépréciation se concrétisent plus rapidement en termes de prix qu'en termes de quantité. Une forte dépréciation du dollar aurait ainsi pour effet d'augmenter temporairement le déficit commercial américain – puisque les importations deviendraient plus chères – effet qui pourrait induire une dépréciation encore plus forte. Bien

<sup>10</sup> Pour une analyse plus détaillée, voir McKinnon et Ohno (1997).

<sup>11</sup> La littérature oublie très souvent ce renversement de la relation de cause à effet. Voir, par exemple, Eijffinger et Verhagen (1997, p. 27) dont la conclusion est que « les interventions stérilisées ne peuvent systématiquement affecter le taux de change (...). Ce résultat découle de (...) l'incapacité de la banque centrale à poursuivre de façon systématique un objectif qui diffère de la tendance fondamentale sous-jacente (...) ».

<sup>12</sup> Le FMI définit le déficit sous-jacent du compte courant « comme les balances qui domineraient si tous les pays produisaient à plein régime, cela après les effets tardifs des fluctuations passées des taux de change. Ces balances sont celles qui domineraient à moyen et à long terme, aux taux de change actuels et compte tenu d'écart de production nuls. » (FMI 1999, p. 40)

sûr, après un certain temps, le volume des exportations américaines augmenterait et celui des importations diminuerait mais, dans la période intermédiaire, un tel traumatisme du taux de change entraînerait des conséquences très néfastes pour l'économie mondiale.

Un retour du taux dollar-euro à environ 1,20 dollar par euro peut être considéré comme une évolution vers ce que l'on s'accorde à qualifier de « taux d'équilibre » (tableau 1). Un tel taux est bien sûr extrêmement difficile à identifier, surtout après le changement de régime de l'UEM. Une dépréciation dépassant ce niveau pourrait toutefois se révéler très dangereuse pour l'économie mondiale. Aux États-Unis, une forte dépréciation du dollar entraînerait une hausse de l'inflation, situation qui nécessiterait une politique de taux d'intérêt encore plus restrictive. Par conséquent, l'économie américaine serait entraînée dans une forte récession. Dans la zone euro et au Japon, une appréciation majeure de la devise affaiblirait la reprise économique encore quelque peu anémique. Dans l'ensemble, une dépréciation incontrôlée du dollar déboucherait donc sur une récession mondiale considérable.

**Table 1: Estimations pour le taux de change d'équilibre euro/dollar**

Parité du pouvoir d'achat (OCDE)	1,05
Tendance PPA (Warburg Dillon Read)	1,15
Taux de change d'équilibre de base (Institut d'économie internationale)	1,15-1,40
Parité du pouvoir d'achat (Deutsche Bank)	1,16
Modèle du prix peu flexible (Deutsche Bank)	1,16
Taux d'intérêt réel et M1 (Deutsche Bank)	1,16
Croissance monétaire nominale (Deutsche Bank)	1,15

*Source: BIS (1999), Deutsche Bank Research (1999), Wren-Lewis (1999)*

### **3.3 Une stratégie d'intervention ambitieuse**

Il semble donc utile que la BCE définisse en temps utile un cadre global pour sa politique de taux de change. Dans cette optique, nous proposerons et analyserons une stratégie d'intervention d'une portée très large. Nous partons du principe que la BCE tente de mettre fin à l'appréciation de l'euro en annonçant publiquement une limite supérieure pour son taux de change par rapport au dollar. Cela implique que la BCE est désireuse et capable d'intervenir sans limite sur le marché des changes.

Cette approche s'appuie à la fois sur la « **possibilité d'équilibre du portefeuille** » et la « **possibilité de signalisation** » en matière d'interventions.<sup>13</sup> Selon la possibilité d'équilibre du portefeuille, le taux de change se stabilise lorsque la banque centrale est désireuse de s'adapter aux ajustements de portefeuilles du secteur privé en achetant ou en vendant des devises. Selon la possibilité de signalisation, les prévisions en matière de taux de change peuvent se stabiliser lorsque la banque centrale fournit au marché des informations sur sa future politique monétaire ou sur ses objectifs de taux de change. L'effet de la possibilité de

<sup>13</sup> Voir Eijffinger et Verhagen (1997, p. 2).

signalisation dépend de la crédibilité de l'objectif de taux de change annoncé. Si cette crédibilité est très bonne, il est possible de limiter fortement les interventions quantitativement parlant.

Se focaliser sur une stratégie de taux de change assez ambitieuse présente l'avantage de permettre une identification très claire des principaux problèmes des interventions de la BCE sur le marché des changes. Si nécessaire, des stratégies moins globales peuvent être conçues.

## 4. Objectifs de change à la BCE: domaines d'application et limites

Toute proposition de politique active de taux de change pour la BCE se heurte à deux questions épineuses:

- La BCE est-elle vraiment en mesure de défendre un objectif de taux de change contre les pressions potentiellement très fortes des marchés des changes?
- Cette gestion des taux de change est-elle compatible avec l'objectif principal de la BCE, à savoir la sauvegarde de la stabilité des prix dans la zone euro?

La seconde question est également très importante pour la définition du rôle du Conseil dans la gestion des taux de change de la BCE.

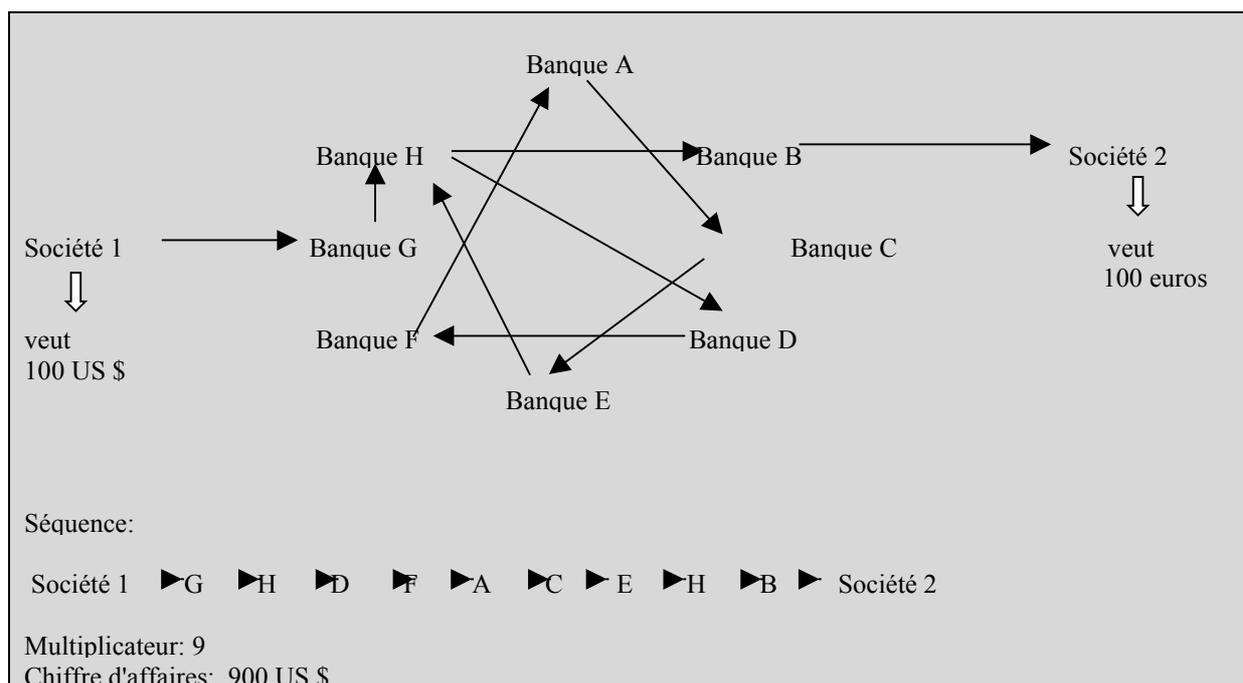
### 4.1 Taille des marchés des changes

Pour bon nombre d'observateurs, la taille des marchés des changes exclut à elle seule toute gestion systématique des taux de change, même par la banque centrale d'une grande zone monétaire.<sup>14</sup> Selon des calculs de la Banque des règlements internationaux (1999, p. 117), le chiffre d'affaires **quotidien** moyen<sup>15</sup> observé en 1998 sur les marchés des changes par rapport au dollar était de 1.741 milliards de dollars. Ce chiffre semble bien impressionnant, même si l'on tient compte du fait que ces données font état du chiffre d'affaires pour lequel une devise donnée apparaît d'un côté d'une transaction et que, par conséquent, chaque transaction est comptabilisée deux fois. Si l'on compare ce chiffre aux réserves d'or et de devises de l'Eurosysteme dans son ensemble, qui atteignent environ 350 milliards d'euros, les armes de la BCE semblent dérisoires pour contrer les attaques des marchés des changes.

Pour bien comprendre ces valeurs de chiffre d'affaires, il importe cependant de savoir comment sont organisés les marchés des changes. Une de leurs principales caractéristiques est le principe du « **faiseur de marché** », selon lequel tous les participants du marché interbancaire des changes sont disposés à acheter et à vendre des devises sans restriction à tout moment, qu'ils aient ou non besoin de positions supplémentaires en monnaies étrangères ou nationales. Comme chaque participant peut immédiatement se défaire d'une position qu'il ne souhaite pas conserver, il ne court qu'un risque limité de devenir un faiseur de marché. Cette organisation du marché des changes a pour effet de faire exploser le chiffre d'affaires total. Comme l'indique l'exemple du graphique 2, l'ordre d'une entreprise allemande qui veut vendre 100 euros contre des dollars peut entraîner de nombreuses transactions intermédiaires entre les faiseurs de marché jusqu'à ce que la position concernée atteigne une banque qui a besoin de dépôts en euros pour son client.

<sup>14</sup> Voir par exemple Eijffinger et Verhagen (1997, p. 2): « Il n'est toutefois pas probable que les banques centrales puissent induire un déséquilibre significatif dans les portefeuilles des investisseurs car la quantité de réserves officielles est écrasée par la masse du chiffre d'affaires quotidien enregistré par les marchés des changes. »

<sup>15</sup> Net de double comptage local inter-négociants.

**Graphique 2: Principe du faiseur de marché**

En raison de la vitesse avec laquelle les transactions intermédiaires sont effectuées, le multiplicateur entre une transaction externe et les transactions internes peut être très élevé. De même, toute intervention sur les changes pratiquée par une banque centrale aura un effet multiplicateur considérable.<sup>16</sup> Cela n'a donc guère de sens de comparer la quantité de réserves de devises avec le chiffre d'affaires quotidien enregistré par les marchés des changes.

#### 4.2 Deux optiques pour la politique d'intervention

Néanmoins, même si l'on tient compte de la logique spécifique des marchés des changes, on ne peut exclure le fait que la BCE finirait tôt ou tard par épuiser ses réserves. Pour pouvoir évaluer l'efficacité d'une intervention sur le marché des changes, il importe également de savoir dans quelle optique l'intervention est menée:

- Dans un contexte de **dépréciation** de sa devise, une banque centrale peut tenter de défendre un certain niveau de cette devise. Ce type d'action de défense contre les pressions du marché doit s'exécuter sous la contrainte budgétaire d'une quantité donnée de réserves de devises (ainsi que de lignes de crédit existantes auprès d'autres banques centrales et d'institutions internationales). Dans une telle situation, une banque centrale est

<sup>16</sup> Voir Vitale (1997): « Dans la semaine du 3 au 7 août 1992, dont certains événements n'ont pas été mentionnés dans la presse, le volume quotidien moyen des transactions avec les clients de Merrill Lynch en marks allemands pour des dollars a tourné autour du milliard de dollars, alors que la taille moyenne de ces transactions était habituellement d'environ 4 millions de dollars. Ces chiffres montrent que, avec un ordre de marché relativement minime, la banque centrale peut affecter les cours d'un faiseur de marché unique. Ensuite, si ce faiseur de marché a la réputation de recevoir des ordres de marché de la banque centrale, les transactions inter-négociants répercuteront cet effet sur les cours d'autres négociants. »

donc toujours exposée au risque de ne plus pouvoir mener sa politique de taux de change, faute de « munitions ». Les marchés des changes étant capables d'anticiper une telle situation, la banque centrale devient vulnérable face aux « attaques spéculatives » qui tendent à accélérer l'épuisement de ses réserves.

- La situation est entièrement différente si une banque centrale tente de limiter une **appréciation** de sa devise. Dans ce cas, la banque centrale achète des devises contre des dépôts de banque centrale (libellés dans sa propre devise) qu'elle peut fournir sans limite quantitative. Comme il n'y a en principe pas de contrainte budgétaire, les attaques spéculatives des marchés ne constituent plus une réelle menace.

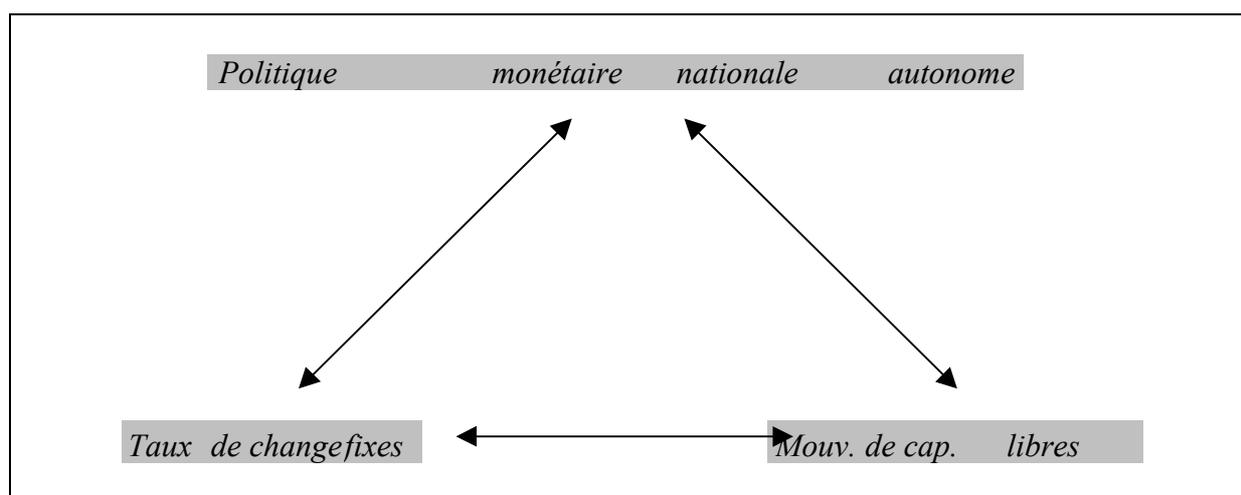
Ainsi, du point de vue de la BCE, la situation est entièrement différente selon qu'elle tente de défendre l'euro en phase d'appréciation ou de dépréciation. Dans la situation qui a prévalu lors des sept premiers mois de 1999, il aurait été beaucoup plus difficile de stabiliser le taux euro/dollar que dans la situation toujours hypothétique d'une forte dépréciation du dollar.

#### 4.3 Intervention sur le marché des changes et politique monétaire nationale

Le seul fait que la BCE puisse empêcher le dollar de se déprécier par rapport à l'euro ne signifie cependant pas qu'une telle politique est souhaitable. Compte tenu de la mission principale de maintien de la stabilité des prix de la BCE, il importe d'analyser la façon dont cette politique d'intervention influence le niveau des prix dans la zone euro.

Pour de nombreux économistes ainsi que pour la BCE, une politique d'intervention active est incompatible avec une politique monétaire autonome. Ce point de vue est représenté par ce que l'on nomme le « **triangle de l'incompatibilité** », principe selon lequel il est impossible de combiner des taux de change fixes avec des mouvements de capitaux libres et des politiques monétaires autonomes (graphique 3) .

**Graphique 3: Triangle de l'incompatibilité**



À première vue, ce principe semble très convaincant car les interventions sur le marché des changes ont un impact direct sur la base monétaire, à savoir la somme des devises en circulation et des réserves des banques commerciales détenues dans les banques centrales.

- Si la BCE achète des devises d'une banque commerciale, elle en crédite l'équivalent au compte qu'a cette banque à la BCE.<sup>17</sup> Suite à cela, la base monétaire de la zone euro augmente.
- Si la BCE vend des devises d'une banque commerciale, elle en débite l'équivalent du compte qu'a cette banque à la BCE. Suite à cela, la base monétaire de la zone euro diminue.

La base monétaire pouvant être considérée comme le principal facteur d'entrée du processus national d'offre monétaire (ou d'offre de crédit)<sup>18</sup>, de tels changements induits par des interventions apportés à la base monétaire pourraient avoir des conséquences d'une portée considérable sur l'économie de la zone euro. Par exemple, une tentative de limiter une appréciation pourrait être associée à une augmentation de la base monétaire nationale. Prise isolément, une telle politique d'intervention aurait effectivement des conséquences inflationnistes.

En pratique, toutefois, la plupart des banques centrales essaient de neutraliser, de « **stériliser** », les effets des interventions sur la base monétaire dans le but de maintenir la constance des taux du marché monétaire national. Cela peut se faire:

- dans le cas d'une **augmentation** de la base monétaire: en réduisant les crédits que la banque centrale offre aux banques commerciales et/ou en offrant aux banques commerciales des dépôts portant intérêts auprès de la banque centrale, dépôts qui ne peuvent servir à des extensions de crédits nationaux. À cet effet, la BCE dispose d'un nouvel instrument de « service de dépôt ». En cas d'interventions massives, le taux d'intérêt du service de dépôt déterminera les taux du marché monétaire de la zone euro.
- dans le cas d'une **diminution** de la base monétaire: en offrant des crédits supplémentaires aux banques commerciales. Si une banque centrale opère au moyen de facilités de refinancement (dans le cas de la BCE, des « facilités de prêt marginal »), cette compensation est offerte automatiquement.

Il importe de remarquer que le présent document définit la **stérilisation** comme une politique qui laisse inchangé le taux du marché monétaire national.<sup>19</sup> Cette définition concorde avec le point de vue largement répandu selon lequel les taux nationaux à court terme constituent le principal objectif opérationnel de la politique monétaire et, par conséquent, le levier décisif pour l'ensemble du processus de transmission de la politique monétaire.<sup>20</sup> Avec une telle définition de la stérilisation, il est possible d'assister à un changement des masses monétaires en euros et en dollars. Par exemple, dans le cas d'un mouvement spéculatif en euros, les investisseurs internationaux détiendraient davantage de dépôts à court terme en euros et

---

<sup>17</sup> Ceci n'est pas tout à fait exact car les banques commerciales de la zone euro ont leurs comptes auprès de banques centrales nationales et pas directement à la BCE.

<sup>18</sup> Voir Bofinger et. al (1999).

<sup>19</sup> On trouve une définition alternative dans Dominguez et Frankel (1993, p. 1356): « La littérature académique se fonde sur la distinction entre les opérations d'intervention qui sont stérilisées et celles auxquelles on permet d'affecter l'offre monétaire. »

<sup>20</sup> Voir par exemple le chapitre 10 dans Walsh (1998).

moins de dépôts en dollars (ils pourraient même avoir contracté des dettes à court terme en dollars). Ces changements au niveau des masses monétaires n'auraient pas d'effet sur l'économie nationale car les actifs ne seraient détenus qu'à des fins spéculatives.

L'expérience de la **Deutsche Bundesbank** montre qu'une grande banque centrale peut stériliser des volumes d'intervention pouvant être très importants. Durant les périodes de crise du MTC en automne 1992 et en été 1993, la Bundesbank a stérilisé des montants équivalant à 92 milliards de DEM (septembre 1992) et 60 milliards de DEM (juillet 1993, plus de la moitié de ce dernier montant ayant été stérilisée dans la seule journée du 30 juillet 1993). Par conséquent, malgré ces interventions massives, les taux à court terme ont pu être maintenus en permanence aux niveaux fixés par le taux des prises en pension et le taux d'escompte de la Bundesbank.<sup>21</sup>

Dans le cas d'une intervention de la BCE visant à empêcher une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, la BCE dispose, avec son service de dépôt, d'un instrument lui permettant de garder en permanence les taux du marché monétaire national au niveau précis requis pour le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. Comme ce service n'est assorti d'aucune limite, de telles interventions ne peuvent affecter les conditions monétaires de la zone euro. Tout cela nous mène à la conclusion suivante: les interventions sur les marchés des changes visant à empêcher une appréciation excessive de l'euro ne menacent pas l'objectif de stabilité des prix dans la zone euro.

Le mécanisme des interventions stérilisées est illustré par les tableaux 2 et 3, dans le cadre d'un bilan de la BCE très simplifié. On part de l'hypothèse que le montant des interventions (4.000 euros) est supérieur aux crédits que la BCE offre aux banques commerciales (1.000 euros). Par suite de la stérilisation, ces crédits tombent à zéro et les liquidités excédentaires doivent être déposées au moyen du service de dépôt. Notons bien que la base monétaire et, partant, les taux du marché monétaire national restent tout à fait inchangés.

**Tableau 2: Bilan BCE simplifié avant interventions stérilisées**

Réserves de devises	1.000	Réserves des banques commerciales	500
Crédits à des banques nationales	1.000	Devises en circulation	1.500

**Tableau 3: Bilan BCE simplifié après interventions stérilisées (4.000 euros)**

Réserves de devises	5.000	Réserves des banques commerciales	500
Crédits à des banques nationales		Devises en circulation	1.500
		Service de dépôt	3.000

On peut donc conclure que la BCE est toujours à même d'empêcher une **appréciation** de l'euro vis-à-vis du dollar, même en cas de très fortes pressions du marché:

- Comme la BCE achète des actifs en dollars et fournit des dépôts de banques centrales en euros, elle n'a aucune contrainte budgétaire pour ses interventions.

<sup>21</sup> Voir Deutsche Bundesbank (1993a, p. 23) et Deutsche Bundesbank (1993b, p. 17).

- Grâce à son service de dépôt (illimité), la BCE peut toujours déposer les liquidités excédentaires créées par de telles interventions. Le taux d'intérêt du service de dépôt permet de déterminer les taux des marchés monétaires dans la zone euro indépendamment de la politique d'intervention.

Dans cette situation spécifique, les interventions stérilisées donnent à la BCE encore plus de liberté au niveau de sa politique. La BCE peut cibler le taux d'intérêt national en même temps qu'une limite supérieure applicable au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. Dans le cas d'une **dépréciation** de l'euro, la politique d'intervention de la BCE se révélerait nettement plus difficile à appliquer car elle est limitée par une quantité précise de réserves de devises. Au départ, la crédibilité de telles interventions est donc beaucoup plus faible.

Il est important de remarquer que, dans ce cadre, la « possibilité de signalisation » des interventions stérilisées, souvent envisagée par la littérature, n'est pas pertinente:

« Selon cette « hypothèse de signalisation », les transactions effectuées sur le marché des changes par la banque centrale peuvent servir d'indicateur pour signaler les futurs changements de politique monétaire. » (Vitale 1997, p. 2)

Les interventions stérilisées permettant de mener une politique monétaire nationale indépendamment de la politique de taux de change, elles ne peuvent avoir un effet de signalisation que pour le futur taux de change, et non pour les futures actions de la politique monétaire nationale menée par la banque centrale. Toutefois, si l'on conçoit l'effet de signalisation comme un indicateur du futur taux de change (Dominguez et Frankel 1993, p. 1356), la stratégie des interventions stérilisées peut produire des effets considérables si elle est appliquée à une situation où la monnaie nationale est en phase d'appréciation. Dans ce cas, la BCE pourrait démontrer avec crédibilité sa capacité à absorber des quantités illimitées d'actifs étrangers par le biais de la possibilité de portefeuille. Grâce à la force de l'effet de signalisation envisagé, on ne devra probablement recourir qu'à de rares d'interventions au moyen de la possibilité de portefeuille.

#### *4.4 Coûts des interventions stérilisées*

Les interventions stérilisées ne sont malheureusement pas gratuites. Leurs coûts, qui produisent des effets directs sur les bénéfices d'une banque centrale, sont déterminés par trois facteurs:<sup>22</sup>

- Le **taux d'intérêt des actifs étrangers** que la banque centrale achète dans le cadre de l'intervention. Comme les banques centrales investissent habituellement leurs réserves sous une forme très liquide, ce taux d'intérêt correspondra plus ou moins au taux du marché monétaire étranger.
- Le **taux d'intérêt du service de dépôt** dans lequel les banques commerciales nationales investissent leurs liquidités excédentaires. Le taux d'intérêt du service de dépôt servant à cibler le taux du marché monétaire national, ces deux taux sont très proches ou identiques.

<sup>22</sup> Une définition différente des coûts des interventions stérilisées est fournie par Eijffinger et Verhagen (1997, p. 6): « Ces coûts peuvent s'expliquer par les coûts des transactions et par le fait que la banque centrale peut subir une perte sur ses achats (ou ventes) de devises étrangères si ceux-ci ne parviennent pas à empêcher l'appréciation (ou la dépréciation) de la monnaie nationale ». De toute évidence, cette définition est inadéquate.

- Les **pertes ou bénéfices d'estimation** causés par l'appréciation ou la dépréciation du taux de change des actifs que la banque centrale achète dans le cadre de ses interventions.

Les considérations suivantes sont centrées sur la situation d'une banque centrale qui achète des devises étrangères dans le but d'éviter une appréciation excessive de sa devise.

Il est évident que le différentiel de taux d'intérêt entre les taux du marché national et étranger constitue un déterminant majeur des coûts ou des bénéfices d'une intervention stérilisée. Il convient de distinguer les deux cas suivants:

Si le taux du marché monétaire national est **inférieur** au taux étranger, la banque centrale concernée bénéficie de l'intervention stérilisée. Les revenus d'intérêt que lui procurent ses actifs étrangers sont supérieurs aux coûts des intérêts du service de dépôt. Tant que le taux de change reste constant, il n'est pas nécessaire de se préoccuper des bénéfices ou pertes d'estimation. Dans un avenir proche, l'instauration par la BCE d'une politique d'intervention qui fixerait une limite supérieure applicable au taux en dollars de l'euro se ferait dans ce contexte, qui est des plus positifs. Comme la BCE pourrait toujours empêcher une dépréciation du dollar, le risque de pertes d'estimation serait très réduit. En outre, si son intervention devait déboucher sur une appréciation du dollar, la BCE réaliserait même des bénéfices d'estimation.

La situation se complique un peu si le taux d'intérêt national est **supérieur** au taux étranger: une intervention stérilisée serait alors associée à des pertes permanentes pour la banque centrale. Par le passé, bon nombre de banques centrales, par exemple la Banque nationale tchèque jusqu'à la crise de la koruna en mai 1997, ont été confrontées à ce problème. De tels coûts ne pouvant être supportés sans limite, les interventions stérilisées sont à nouveau confrontées à une contrainte budgétaire. Comme dans le cas d'une contrainte budgétaire limitant les quantités de réserves, cette contrainte pourrait rendre une politique d'intervention vulnérable face aux attaques spéculatives.

La solution à ce problème est relativement simple car la perte en taux d'intérêt peut toujours être compensée par un bénéfice d'estimation. Pour cela, il est nécessaire que la banque centrale cible le taux de change de telle façon que la monnaie nationale soit dépréciée par rapport à la devise étrangère conformément au différentiel de taux d'intérêt en vigueur. La logique de cette stratégie trouve une illustration dans la situation qui a prévalu au cours du premier semestre de 1999. Supposons que la Fed ait tenté d'empêcher une dépréciation de l'euro par rapport au dollar par une intervention stérilisée fixant une limite de \$1,00 par €1,00.<sup>23</sup> Avec un différentiel de taux d'intérêt de 1,75% à 2,25% en faveur du dollar, la Fed aurait subi des pertes. Celles-ci auraient pu être évitées en ajustant l'objectif de taux de change de manière telle qu'il permette une dépréciation du dollar par rapport à l'euro qui correspondrait exactement au différentiel de taux d'intérêt. Par exemple, avec une limite supposée de \$1,00 par €1,00, la Fed aurait dû annoncer qu'elle ajusterait cette limite après un an à environ \$1,02. Une telle évolution du taux de change aurait été possible car une banque centrale est toujours en mesure de déprécier sa propre devise au moyen d'interventions stérilisées. Par conséquent, une intervention stérilisée peut ne pas entraîner de coûts, mais peut également ne pas produire de bénéfices, si une banque centrale cible le taux de change selon une évolution qui est déterminée par le différentiel de taux d'intérêt en vigueur.

<sup>23</sup> Du point de vue de la Fed, cela aurait également été une **limite** supérieure. Avec une limite de 1,00 euro par dollar, cette politique aurait permis d'empêcher les taux de descendre **sous** la barre de 1,00 dollar par euro, ce qui, du point de vue du dollar, correspond à des taux de **plus** de 1,00 euro par dollar.

Une telle règle ne serait pas nécessaire pour le premier cas, caractérisé par des taux nationaux supérieurs aux taux étrangers, mais elle paraît toutefois souhaitable. Supposons que la BCE fixe sa limite supérieure d'intervention à 1,25 dollar par euro. Si cet objectif est considéré comme crédible pour une période plus longue, des taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis que dans la zone euro auraient pour effet d'entraîner le taux au comptant en dessous de cette limite à concurrence exacte du différentiel de taux d'intérêt.<sup>24</sup> En tenant compte du différentiel de taux d'intérêt actuel d'environ 2,75 points de base, le taux au comptant serait de 1,2165 dollar. La limite effective serait donc inférieure au niveau ciblé. Pour éviter cette situation, la BCE devrait annoncer un ajustement à terme de sa limite supérieure en fonction du différentiel de taux d'intérêt.

#### ***4.5 Efficacité des interventions stérilisées***

L'analyse du présent document montre qu'il est impossible d'effectuer une estimation générale de l'efficacité des interventions stérilisées. Une différence importante sépare le cas d'une banque centrale qui tente de défendre une limite supérieure (en évitant une appréciation de sa devise) de celui d'une banque centrale qui tâche de défendre une limite inférieure (en évitant une dépréciation). Toute tentative de s'opposer à une dévaluation est menacée par la contrainte budgétaire d'une quantité donnée de réserves, porteuse de propriétés de signalisation négatives. Il en va tout à fait autrement dans le cas d'une appréciation de la monnaie nationale car l'effet de signalisation est alors très vif et diminue la nécessité d'acheter de plus grandes quantités de la devise étrangère.

Cette estimation n'est pas tout à fait compatible avec la littérature antérieure traitant des interventions stérilisées, résumée comme suit par Dominguez et Frenkel (1993, p. 1356):

« Jusqu'il y a peu, on constatait un degré inhabituel de consensus parmi les économistes qui s'accordaient pour dire que les interventions des banques centrales sur le marché des changes ne permettaient pas la mise en œuvre d'un instrument efficace ou durable pour influencer le taux de change, du moins pas indépendamment de la politique monétaire. »

Toutefois, ce point de vue n'a pas seulement été débattu dans des publications plus récentes (par exemple, Dominguez et Frenkel 1993, Vitali 1997, Fatum and Huttchison 1999). Il est également basé sur la manière spécifique dont de telles interventions avaient été menées. Au lieu d'occasionner des annonces publiques d'objectifs de taux de change, la plupart de ces interventions avaient été menées de façon plus ou moins secrète, ce qui a empêché tout effet de signalisation.<sup>25</sup> De plus, les banques centrales n'avaient accepté de n'intervenir qu'en engageant des montants assez peu élevés.<sup>26</sup> La littérature souffre également du fait qu'elle ne distingue pas les interventions opérées en situation de dépréciation de celles effectuées dans une phase d'appréciation de la monnaie nationale.

<sup>24</sup> Cette situation est due à la logique de la « théorie de la parité d'intérêt à découvert ». Selon cette théorie, la différence entre le taux de change prévu et réel (divisée par le taux au comptant) est égale à la différence entre le taux d'intérêt national et étranger.

<sup>25</sup> Dominguez (1998, p. 161) arrive à la conclusion suivante: « Les interventions déclarées publiquement du milieu des années 1980 semblent avoir réduit la volatilité des taux de change (...) »

<sup>26</sup> Voir Dominguez et Frenkel (1993, p. 1357): « (...) l'opération d'intervention coordonnée pour soutenir le dollar menée dans la période de janvier 1985 à décembre 1988 atteignait en moyenne 278,5 millions de dollars, tandis que la vente coordonnée de dollars atteignait en moyenne 373,2 millions de dollars. »

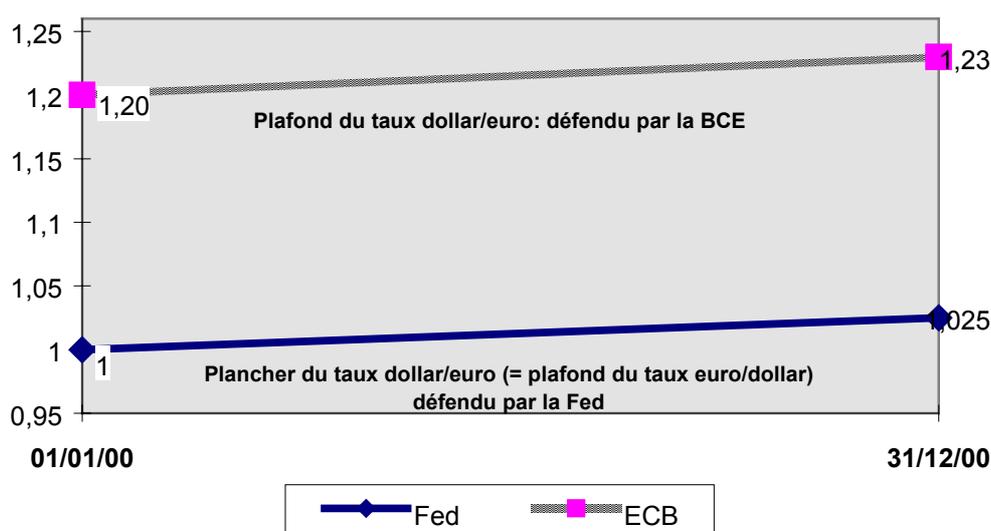
## 5. Accords bilatéraux en matière de politique d'intervention

Le présent document a démontré que la BCE serait toujours en mesure d'éviter une appréciation injustifiée de l'euro par rapport au dollar (mais aussi par rapport à des devises telles que la livre sterling ou le yen). Il a montré qu'une telle politique unilatérale de taux de change pourrait contribuer à la croissance et à l'emploi dans la zone euro sans mettre en péril l'objectif de stabilité des prix. Dans le cas d'une **dépréciation** incontrôlée de l'euro, la BCE dispose d'une marge de manœuvre beaucoup plus limitée. Un schéma plus global comporterait donc un accord bilatéral entre les États-Unis et la zone euro visant à établir une marge de fluctuation de taux de change et à limiter ainsi les oscillations excessives du taux euro/dollar. Cette marge serait fixée par:

- la BCE à une limite supérieure du taux de change en dollars de l'euro, mettons à \$1,20 par euro, et
- la Fed à une limite inférieure du taux de change en dollars de l'euro, équivalente à une limite supérieure du taux de change en euros du dollar, mettons à \$1,00 par euro.

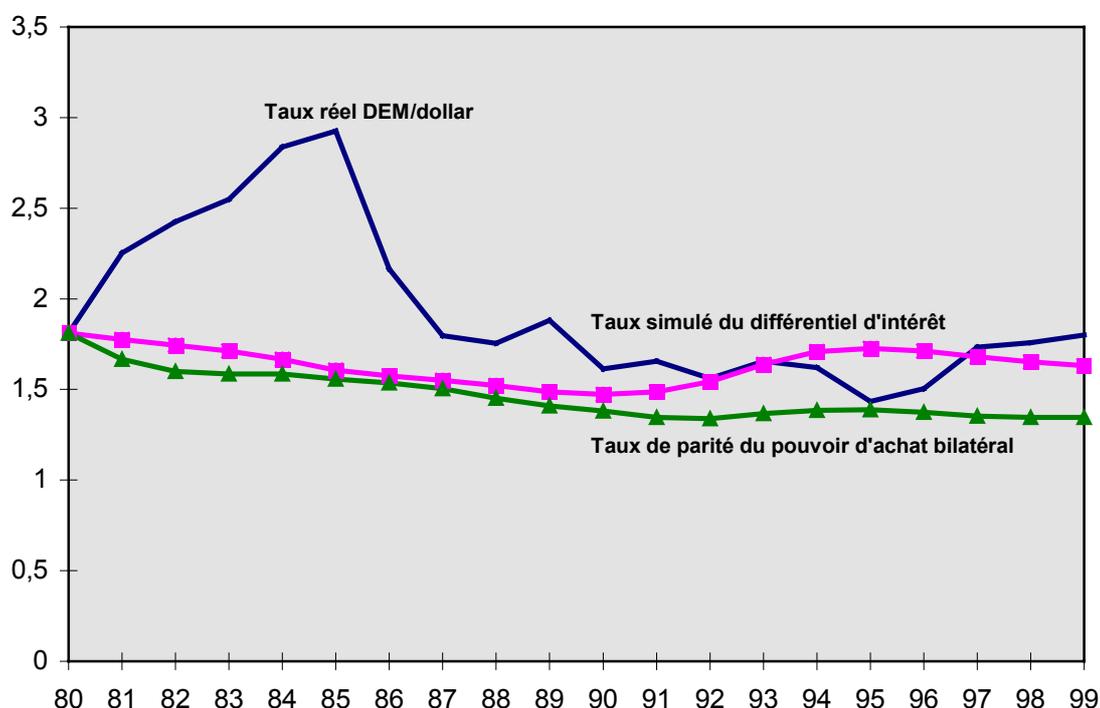
L'amplitude de la marge tiendrait compte des difficultés conceptuelles que pose l'identification de taux de change d'équilibre. Comme le présent document l'a montré, les deux banques centrales seraient en mesure de défendre leurs limites respectives contre de très fortes attaques des marchés des changes. Dans le but d'éviter les coûts de telles interventions, les limites devraient être ajustées au fur et à mesure, en fonction du différentiel de taux d'intérêt à court terme en vigueur. Cette politique déboucherait sur une évolution de la marge bilatérale du taux de change euro/dollar qui serait déterminée par le différentiel de taux d'intérêt en vigueur. Le graphique 4 illustre cela dans le cadre d'un accord bilatéral hypothétique qui entrerait en vigueur le 1er janvier 2000.

**Graphique 4: Marge hypothétique du taux de change dollar/euro**



Les graphiques 5 et 6 illustrent ce qu'une telle règle aurait signifié pour les taux mark allemand/dollar et yen/dollar dans le passé. Elle aurait surtout permis d'éviter les déséquilibres les plus graves et entraîné une évolution des taux très proche de celle qui peut être calculée à partir des différentiels d'inflation bilatérale. Comme les taux d'inflation constituent l'un des principaux éléments déterminant les taux d'intérêt nominaux, ce résultat n'a rien d'étonnant. Le rôle dominant de la règle de Taylor illustre la position cyclique telle qu'elle est mesurée par l'écart de production, qui est un autre déterminant important des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro ainsi qu'aux États-Unis (Bofinger 1999). La marge de taux de change présenterait en conséquence une certaine fluctuation selon les différences de la position cyclique des États-Unis et de la zone euro.

**Graphique 5: Simulation du taux mark allemand/dollar par rapport au différentiel de taux d'intérêt**

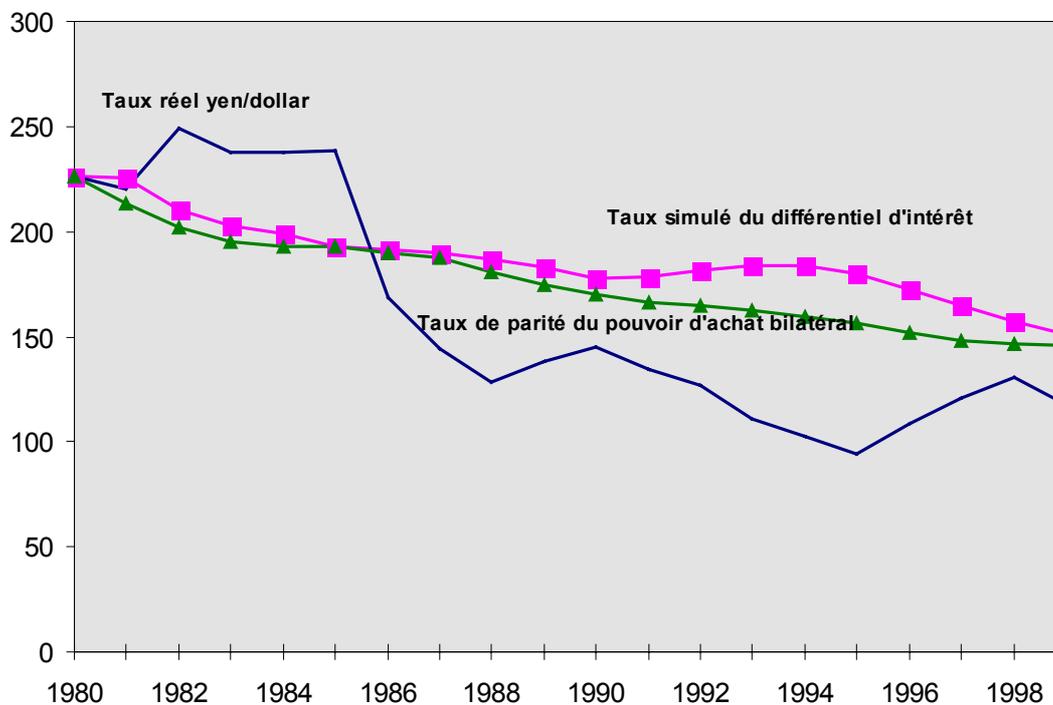


Appliqué comme un accord bilatéral, le système proposé présenterait l'avantage d'éviter les déséquilibres graves du taux dollar/euro. En même temps, il permettrait à la Fed et à la BCE de fixer des taux d'intérêt à court terme en fonction du taux d'inflation (réel ou prévu) et de l'écart de production de leur économie respective. Bien sûr, une des principales conditions préalables à tout accord bilatéral sur la stabilisation des taux de change est l'application dans les deux zones monétaires d'une **politique fiscale et monétaire axée sur la stabilité**. Cette condition préalable n'était pas atteinte à la fin des années 1960 et au début des années 1970 mais elle est de nos jours une réalité tant aux États-Unis que dans la zone euro.

Un tel accord bilatéral pourrait également s'appliquer aux relations entre le Japon et les États-Unis. Une limite crédible à l'appréciation du yen par rapport au dollar constituerait un moyen simple mais très efficace de rétablir la confiance des entreprises et des ménages japonais.<sup>27</sup>

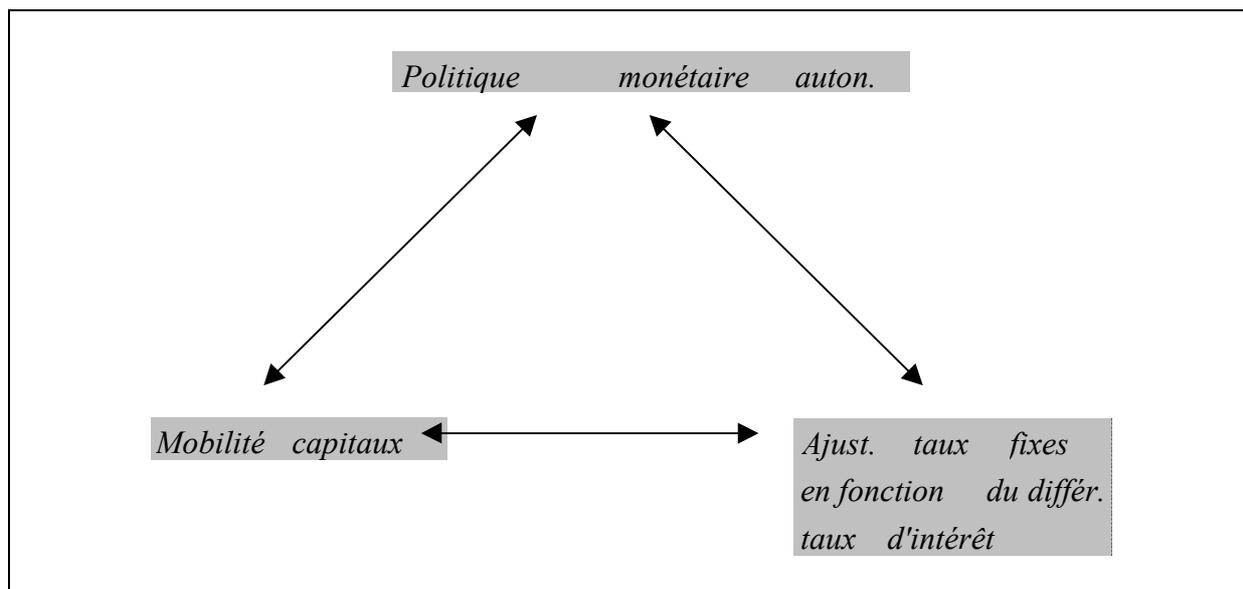
<sup>27</sup> Voir également Wolf (1999).

**Graphique 6: Simulation du taux yen/dollar par rapport au différentiel de taux d'intérêt**



Si le cadre proposé est appliqué dans un contexte bilatéral, il offre un moyen de sortir du « triangle de l'incompatibilité ». La seule modification concerne le côté des « taux de change fixes ». Si l'on définit les « taux fixes » comme des « taux fixes ajustés en fonction du différentiel de taux d'intérêt », ce « triangle de l'incompatibilité » devient un « triangle de la compatibilité ». Celui-ci permet de combiner des politiques monétaires autonomes, la libre mobilité des capitaux et des taux de change ajustables en fonction des différentiels de taux d'intérêt, généralement très peu élevés.

**Graphique 7: Triangle de la compatibilité**



## 6. Résumé

Le présent document illustre l'existence d'un potentiel manifeste en ce qui concerne une politique active de taux de change que pourrait mener la BCE sans menacer la stabilité des prix. Grâce à l'instrument des interventions stérilisées, la BCE est en mesure d'éviter une appréciation réelle majeure de l'euro tout en menant une politique de taux d'intérêt conforme à l'objectif de stabilité des prix dans la zone euro. La proposition formulée dans le présent document ne constitue bien entendu que la première ébauche d'une telle politique mais elle démontre que le thème général de la gestion des taux de change par la BCE mérite bien plus d'être au centre de débats et d'analyses que par le passé. D'autant plus que les responsabilités de la BCE et du Conseil dans ce domaine sont teintées de confusion. Seule une clarification en temps utile des corrélations entre la stabilité des prix et la politique d'intervention pourra éviter le recours à des discussions difficiles, voire néfastes, en période de crise.

En raison de sa focalisation sur la mécanique de l'intervention, le présent document n'a pas eu pour objet d'élaborer de nouvelles estimations d'un taux de change dollar/euro d'équilibre. À l'évidence, une analyse empirique approfondie de cette question est nécessaire avant la mise en œuvre d'une politique de taux de change active.



## Références

ASSOCIATION POUR L'UNION MONETAIRE DE L'EUROPE (1999), *The euro as an international currency (L'euro en tant que devise internationale)*, Paris.

BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX (1999), *69<sup>e</sup> Rapport annuel*, Bâle.

BOFINGER, PETER (1999), *The conduct of monetary policy by the European Central Bank according to article 105 of the Treaty versus the real economy (La conduite de la politique monétaire par la Banque centrale européenne selon l'article 105 du Traité dans le contexte de l'économie réelle)*, Document d'information pour la Sous-commission des Affaires monétaires du Parlement européen. Internet:

[www.europarl.eu.int/dg2/ECON/EMU/EN/default.htm](http://www.europarl.eu.int/dg2/ECON/EMU/EN/default.htm)

BOFINGER, PETER, JULIAN REISCHLE et ANDREA SCHÄCHTER (1999), « The money supply process: A model for large economy (Le processus d'offre monétaire: Un modèle d'économie large) » in: *Transmissionsmechanismen der Geldpolitik*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF 264, publié par Hans Baltensperger, Berlin, 1999, pp. 29-54.

DEUTSCHE BANK RESEARCH (1999), *Economic and financial outlook (Perspectives économiques et financières)*, juin 1999, Frankfurt am Main.

DEUTSCHE BUNDESBANK (1993a), *Rapport mensuel*, janvier 1993.

DEUTSCHE BUNDESBANK (1993b), *Rapport mensuel*, septembre 1993.

DOMINGUEZ, KATHRYN (1998), « Central bank intervention and exchange rate volatility (Intervention des banques centrales et volatilité des taux de change) », *Journal of Money and Finance*, Vol. 17, pp. 161-190.

DOMINGUEZ, KATHRYN et JEFFREY FRENKEL (1993), « Does foreign exchange intervention matter? The Portfolio effect (L'intervention de change est-elle importante? L'effet portefeuille) », *American Economic Review*, Vol. 83, n° 5, pp. 1356-1367.

DUISENBERG, WILLEM (1999), *The euro, the dollar and national economic policies: what room for manoeuvre? (L'euro, le dollar et les politiques économiques nationales : quelle marge de manoeuvre?)*; discours à la conférence Euro, J+80 du 25 mars 1999 à Paris. Internet: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

EIJFFINGER, SYLVESTER et WILLEM VERHAGEN (1997), *The advantage of hiding both hands: Foreign exchange intervention and private information (L'avantage d'une influence occulte : intervention de change et informations privées)*, ronéo.

BANQUE CENTRALE EUROPEENNE (1999), *The stability oriented monetary policy of the Eurosystem (La politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosysteme)*, Bulletin mensuel, janvier 1999, pp. 39-50.

FATUM, RASMUS et MICHEAL HUTCHISON (1999), *Is sterilized intervention effective after all? An event study approach (Les interventions stérilisées sont-elles vraiment efficaces ? Une approche d'études de cas)*, ronéo.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (1999), *World economic outlook (Perspectives économiques mondiales)*, Washington D.C., mai 1999.

ISARD, PETER (1995), *Exchange Rate Economics (Économie des taux de change)*, Études de Cambridge sur la littérature économique, Cambridge.

ISSING, OTMAR (1999), *The Euro – a stable currency for Europe (L'euro – une monnaie stable pour L'Europe)*, Discours à la conférence annuelle du SUERF le 10 juin 1999 à Athènes. Internet: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

JOHNSON, HARRY (1972), The Case for Flexible Exchange Rates 1969 (Le cas des taux de change flexibles 1969), in: *Further Essays in Monetary Economics*, Cambridge, pp.198-228.

MCKINNON, RONALD (1999), *Wading in the yen trap (Tomber dans le piège du yen)*, Economist, 24 juillet 1999, p. 77-79.

MCKINNON, RONALD et KENICHI OHNO (1997), *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan (Le dollar et le yen: résolution du conflit entre les Etats-Unis et le Japon)*, MIT Press, 1997.

NURKSE, RAGNAR (1944), *International Currency Experience (Expérience des devises internationales)*, Société des Nations.

TAYLOR, JOHN (1998), *The Robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European Central Bank (La robustesse et l'efficacité des règles de politique monétaire en tant que directives pour la fixation des taux d'intérêt par la Banque centrale européenne)*, Institut d'études économiques internationales, Université de Stockholm, Document de séminaire n° 649. Internet: [www.iies.su.se](http://www.iies.su.se)

TIETMEYER, HANS (1999), *The Euro: the New Common Currency (L'euro : la nouvelle monnaie unique)*; Discours à l'occasion de la 7<sup>e</sup> conférence sur l'Europe sponsorisée par la Fondation VSB, Nieuwsblad d'Utrecht/Amersfoort Courant et la Hogeschool d'Utrecht à Utrecht le 29 mars 1999.

VITALE, PAOLO (1997), *Sterilised central bank intervention in the foreign exchange market (Interventions stérilisées des banques centrales sur les marchés des changes)*, ronéo.

WALSH, CARL (1998), *Monetary theory and policy (Théorie et politique monétaires)*, Cambridge, Massachusetts et Londres.

WILLIAMSON, JOHN (1999), *Crawling bands or monitoring bands: How to manage exchange rates in a world of capital mobility (Marges à crémaillère ou de contrôle : Comment gérer les taux de change dans un monde de mobilité des capitaux ?)*, à paraître: International Finance.

WOLF, MARTIN (1999), « Off target (Hors cible) », *Financial Times*, 3 février 1999, p. 14.

WREN-LEWIS, SIMON (1998), *Exchange rates for the dollar, yen and euro (Taux de change pour le dollar, le yen et l'euro)*, Institut d'études économiques internationales, Dossiers de politique économique internationale, Internet: [www.iie.com/NEWSLETR/news98-3.htm](http://www.iie.com/NEWSLETR/news98-3.htm)