

PARLEMENT EUROPEEN



---

*Direction Générale des Études*

DOCUMENT DE TRAVAIL

**TAUX DE CHANGE  
ET  
POLITIQUE MONETAIRE**

**Série Affaires économiques**  
ECON 120 FR

Cette publication est disponible en

EN (original), FR et DE.

Une liste des publications récentes dans la série « affaires économiques » se trouve à la fin du document.

**EDITEUR:** Parlement Européen  
L-2929 Luxembourg

**AUTEURS:** Ben Patterson, Dagmara Sienkiewicz, Xavier Avila

**RESPONSABLE:** Ben Patterson  
Direction Générale des Études  
Division des Affaires Budgétaires, Monétaires et Économiques  
Tél.: (00352)4300-24114  
Fax: (00352)4300-27721  
E-Mail: GPATTERSON  
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées dans ce document de travail sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement Européen.

La reproduction et la traduction de cette publication sont autorisées, sauf à des fins commerciales, à condition que la source soit indiquée et que l'éditeur en soit informé à l'avance et en reçoive un exemplaire.

Manuscrit achevé en août 2000.

PARLEMENT EUROPEEN



---

**Direction Générale des Etudes**

DOCUMENT DE TRAVAIL

**TAUX DE CHANGE  
ET  
POLITIQUE MONETAIRE**

**Série Affaires économiques**

**ECON 120 FR**

01-2001

## Sommaire

RÉSUMÉ .....	5
THÉORIE DES TAUX DE CHANGE.....	5
TAUX DE CHANGE RÉEL .....	6
PRIX ET TAUX D'INTÉRÊT .....	6
L'EURO ET LA BCE .....	7
FAUDRAIT-IL DÉFINIR UNE POLITIQUE EN MATIÈRE DE TAUX DE CHANGE? .....	8
INTRODUCTION.....	11
“NÉGLIGENCE BIENVEILLANTE” .....	13
EFFETS DES VARIATIONS DES TAUX DE CHANGE .....	14
1. DÉTERMINATION DES TAUX DE CHANGE.....	19
1.1. RATIONALITÉ ET IRRATIONALITÉ.....	19
1.2. ECHANGES COMMERCIAUX ET BALANCE DES PAIEMENTS .....	22
<i>Balance du compte courant</i> .....	24
<i>Balance des biens et des services</i> .....	24
<i>Balance du compte courant</i> .....	24
<i>Balance des biens et des services</i> .....	24
1.3. L'ÉCART DES TAUX D'INTÉRÊT .....	25
1.4. PARITÉ DES INTÉRÊTS DÉCOUVERTE (UIP) .....	29
1.5. EXISTE-T-IL UN TAUX DE CHANGE CORRECT?.....	30
1.5.1. <i>Parité du Pouvoir d'Achat (PPP)</i> .....	31
1.5.2. <i>Balassa-Samuelson</i> .....	33
1.5.3. <i>Investissement Etranger Direct et Investissements de Portefeuille</i> .....	34
1.5.4. <i>Taux de change d'Equilibre Fondamental (FEERs)</i> .....	36
2. INFLUENCE DES TAUX DE CHANGE SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE .....	39
2.1. EFFET DE LA DÉPRÉCIATION SUR LES PRIX.....	39
2.2. EFFETS DIRECTS ET EFFETS INDIRECTS .....	40
2.3. CONDITIONS MONÉTAIRES.....	43
2.4. TAUX D'INTÉRÊT .....	45
2.5. LE TAUX DE CHANGE EN TANT QU'INSTRUMENT DE LUTTE CONTRE L'INFLATION .....	48
2.6. LE TAUX DE CHANGE COMME INDICATEUR.....	49
2.7. QUEL TAUX DE CHANGE? .....	50
2.8. LE TAUX DE CHANGE ET LA CROISSANCE .....	53
2.9. DEVRAIT-IL Y AVOIR UN TAUX DE CHANGE CIBLE? .....	55
2.10. INTERVENTION .....	56
2.11. PROBLÈMES INSTITUTIONNELS .....	57
CONCLUSIONS.....	60
CIBLES.....	61
MÉCANISMES .....	62
MODÈLES .....	62
POLITIQUE DES TAUX DE CHANGE.....	63
ANNEXE I: UN HISTORIQUE – LE ZLOTY POLONAIS .....	67
ANALYSE.....	68
PROBLÈMES SPÉCULATIFS.....	70
ANNEXE II: RÉSULTATS DES SIMULATIONS STANDARDS SUR LE MODÈLE INTERLINK DE L'OCDE .....	71
BIBLIOGRAPHIE ET RÉFÉRENCES.....	75
RÉCENTES PUBLICATIONS DE LA COLLECTION QUESTIONS ECONOMIQUES.....	79

## Tableaux, Graphiques et Encadrés

GRAPHIQUE 1: TAUX DE CHANGE \$/€(JANVIER 1998-AOÛT 2000).....	11
GRAPHIQUE 2: HICP ET INFLATION RAMPANTE DANS LA ZONE EURO, JANVIER 1999-JUIN 2000 .....	12
GRAPHIQUE 3: TAUX DE CHANGE ET MARGE DE FLUCTUATION DU \$ PAR RAPPORT À € (1987-2000).....	14
TABLEAU 1: ÉCHANGES COMMERCIAUX DES ÉTATS-UNIS ET DE LA ZONE EURO EXPRIMÉS EN POURCENTAGE DU PIB.....	17
ENCADRÉ 1: DES SIGNAUX ÉQUIVOQUES.....	20
ENCADRÉ 2: OPÉRATIONS SUR LES MARCHÉS DE CHANGE .....	22
TABLEAU 2: BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO ET DES ETATS-UNIS, 1998/1999.....	24
GRAPHIQUE 4: DIFFÉRENTIELS DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME AUX ETATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO ET TAUX DE CHANGE (JANVIER 1998-JUIN 2000).....	26
GRAPHIQUE 5: DIFFÉRENTIELS DES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME AUX ETATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO ET TAUX DE CHANGE (1990-2000).....	27
GRAPHIQUE 6: DIFFÉRENTIELS DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À COURT TERME AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO ET TAUX DE CHANGE (JANVIER 1998 – JUIN 2000).....	28
GRAPHIQUE 7: DIFFÉRENTIELS DE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT SUR 10 ANS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO ET TAUX DE CHANGE (MOYENNES MENSUELLES).....	29
TABLEAU 3: "INDICE DE DÉTRESSE" FISCALE.....	35
GRAPHIQUE 9: INVESTISSEMENT DIRECTS ÉTRANGERS (FDI) DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES DE L'UE (MILLIONS €).....	36
GRAPHIQUE 10:FLUCTUATIONS DES PRIX DANS L'UE, 1997/99.....	40
GRAPHIQUE 11:PRIX À L'IMPORTATION, À LA PRODUCTION ET À LA CONSOMMATION DANS LA ZONE EURO .....	42
TABLEAU 4: EFFETS D'UNE APPRÉCIATION DE 10% DU TAUX DE CHANGE DE L'EURO .....	44
ENCADRÉ 3: TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE .....	46
ENCADRÉ 4: INFLATION DANS LA ZONE EURO ET AU RU .....	47
GRAPHIQUE 12:TAUX DE CHANGE RÉEL DE L'EURO.....	51
TABLEAU 5: BAISSÉ DU TAUX DE CHANGE DE L'EURO EN POURCENTAGE EN 1999 .....	52
GRAPHIQUE 13:CROISSANCE ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO ET AUX ETATS-UNIS (%) ET TAUX DE CHANGE €, 1990-2000.....	53
TABLEAU 6: CLASSEMENT DES BANQUES CENTRALES.....	65
TABLEAU 7: COMPOSITION DU PANIER POLONAIS DE LA "PARITÉ À CRÉMAILLÈRE" AVANT 1999.....	67
GRAPHIQUE 14:TAUX DE CHANGE QUOTIDIENS DU ZLOTY PAR RAPPORT AU DOLLAR AMÉRICAIN, AVRIL-JUIN 2000 .....	68
GRAPHIQUE 15:BALANCE DU COMPTE COURANT DE LA POLOGNE (% DU PIB).....	69
TABLEAU 8: BAISSÉ DES TAUX D'INTÉRÊT DANS LA ZONE € TAUX DE CHANGE FLOTTANT	71
TABLEAU 9: APPRÉCIATION DE DIX POUR CENT DU DOLLAR AMÉRICAIN.....	72
TABLEAU 10: APPRÉCIATION DE DIX POUR CENT DE L'EURO .....	73

## RÉSUMÉ

La monnaie unique a été la conséquence logique du marché unique, en particulier de la libre circulation des capitaux. L'union monétaire a éliminé le danger des crises monétaires dans la zone euro. Dans le même temps, l'exposition extérieure des économies des pays participants, en termes d'échanges commerciaux en dehors de la zone monétaire intérieure, a été réduite d'environ 30% du PIB à environ 16%.

Cela signifie-t-il que la zone peut désormais mener une politique de "négligence bienveillante" vis-à-vis du taux de change de l'euro? Sa récente dépréciation devrait-elle avoir des retombées sur la politique monétaire intérieure?

La BCE a toujours affirmé que sa seule préoccupation, définie par le Traité de Maastricht, est d'assurer la stabilité des prix intérieure, et qu'elle ne mène aucune politique dans le domaine des taux de change. Néanmoins, depuis sa création, l'euro a chuté de près de 25% par rapport au dollar, entraînant les deux résultats suivant:

- Associée à la hausse des prix du pétrole dans le monde, la dépréciation a créé une menace manifeste pour la stabilité des prix intérieure par l'intermédiaire d'effets directs, indirects et de "second degré",
- La stabilité des prix suivant la définition donnée par la BCE, augmentation de l'Indice Harmonisé des prix à la Consommation de moins de 2% par an, a été atteinte à l'échelle générale, avec une inflation structurelle encore plus basse. Pourtant, l'euro a été perçu comme une monnaie "faible". Cela, pour sa part, a porté préjudice au prestige de la BCE et a entraîné un affaiblissement de l'adhésion de l'opinion publique à la monnaie unique elle-même.

## Théorie des taux de change

La valeur extérieure d'une monnaie peut avoir des répercussions sur l'économie intérieure de différentes façons.

- **Une distorsion à long terme** aura des retombées sur la concurrence internationale.
- **La dépréciation/appréciation** peut augmenter/réduire l'inflation et dynamiser/freiner la croissance.
- La **volatilité** des taux de change peut entraîner une augmentation des coûts, déstabiliser les marchés et une mauvaise répartition des capitaux.

La théorie économique ne fournit pas une seule explication toute faite des fluctuations des taux de change. Cependant, quand ils varient, on peut considérer "*qu'ils sont déterminés par l'interaction entre l'offre et la demande des marchés de change étrangers*" (OCDE), les variations de parité sur ces marchés peuvent tout aussi bien s'expliquer par des modèles à "parcours aléatoires". Il existe différents modèles théoriques.

- **Balance commerciale.** La monnaie d'une économie souffrant d'un déficit commercial devrait se déprécier et celle d'une économie dont la balance commerciale est excédentaire doit s'apprécier, rétablissant ainsi l'équilibre.
- **Parité de Taux d'intérêt Non Couvert.** Les taux de change reflètent les différences de taux d'intérêt servis sur une gamme de titres dans différentes monnaies, plus ou moins les primes de risque: l'argent affluera dans les économies payant des taux d'intérêt nominaux supérieurs, à condition que l'on ne prévoit pas de dépréciation de la monnaie supérieure à l'écart de taux d'intérêt.

- **Afflux de capitaux.** Les économies à taux de croissance économique supérieurs attireront les investissements à long terme, compensant ainsi un éventuel déficit des comptes courants, et entraînant une appréciation monétaire.

Suivant *tous* les modèles, échouer dans l'application d'une politique monétaire prudente provoquera selon toute probabilité une dépréciation. L'inflation annulera la compétitivité des exportations à la parité d'origine, les primes de risque augmenteront et les marchés refuseront de financer les déficits en cours par des injections de capitaux.

Etant donné que pendant l'année 1999, la balance commerciale était excédentaire dans la zone euro, que les Etats-Unis souffraient d'un déficit commercial élevé et orienté à la hausse, le premier de ces modèles ne fournit pas une explication de la chute de la parité dollar de l'euro. Toutefois, les variations de l'écart du taux d'intérêt (voir les Diagrammes 4 à 7) et l'écart de croissance (voir Diagramme 13) indiquent une certaine corrélation avec les variations des taux de change.

### Taux de change Réel

Même à sa parité de 1,17 \$ au début de l'année 1999, l'euro était largement considéré comme "sous-évalué" et même avant que le taux ne soit tombé au dessous de \$1, la BCE affirmait que l'euro avait "une marge d'appréciation" pour traduire les fondamentaux économiques. Ce phénomène pose deux questions:

- Des taux de change "corrects", "d'équilibre" ou "réels" existent-ils objectivement?
- Si oui, pourquoi les marchés ne produisent-ils automatiquement ces taux?

Les taux d'équilibre peuvent se calculer de plusieurs façons.

La méthode la plus courante est la **Parité du Pouvoir d'Achat**. A des taux de change PPP, un consommateur constaterait que son pouvoir d'achat est identique pour une somme donnée, quelle que soit la monnaie dans laquelle cette somme est libellée. Cependant, des indices de prix différents peuvent donner des résultats différents, et, bien que la théorie prévoit que "*les taux de change tendent à converger vers leurs valeurs PPP*" (Lipsey et Crystal) par le biais de l'arbitrage, la réalité peut être très différente. Quand la livre sterling est sortie du SME en 1992, son taux PPP était *supérieur* à son taux central SME ! Dans son essai de 1964, Paul Saouleront décrivait le taux PPP comme "*a une doctrine à la prétention trompeuse*".

Une modification de PPP développée par **Saouleront et Ballasta** établit une distinction entre les secteurs marchands et non marchands. Les différences de productivité entre eux expliquent les divergences des taux d'équilibre réels par rapport aux taux PPP rates. Les théories de remplacement se concentrent sur les **marchés des capitaux**: les taux de change d'équilibre sont ceux auxquels le retour réel sur tous les avoirs est égal.

Enfin, des calculs du taux de change réel plus élaborés peuvent être réalisés sur la base de différents modèles économétriques, et en se concentrant sur la croissance économique, la productivité, la compétitivité, la politique fiscal, etc.: par exemple le concept de **Taux de change d'Equilibre Fondamental** (FEERS) développé par Williamson (1983) et al.. Comme l'OCDE (1985) l'a fait remarquer cependant, même des modèles élaborés sont des outils de prévision des taux nominaux réels insuffisants.

### Prix et taux d'intérêt

Depuis la création de l'euro, il y a eu des déclarations contradictoires concernant l'importance du taux de change pour la politique monétaire de la BCE. La dépréciation de l'euro a entraîné un récent recentrage sur **l'effet des fluctuations du taux de change sur les prix**.

Bien qu'on le suppose fréquemment, il n'est pas obligatoire qu'une baisse du taux de change provoque une augmentation du niveau *général* des prix. Compte tenu des conditions monétaires non-adaptatives et stables, l'augmentation des prix à l'importation sera compensée par des les fléchissements d'autres prix. A l'intérieur de la zone euro, les récentes augmentations des prix à l'importation ont en effet eu des répercussions sur les prix à la production, et uniquement de façon marginale sur les prix à la consommation. En dépit des craintes de la BCE et de la Commission, il n'y a pas eu d'effets de "second degré" d'après les accords salariaux.

La Commission (Quest) et l'OCDE (Interlink) ont développé des modèles de prévision des effets et décalages temporels, des variations des taux de change sur les prix, la croissance et les autres variables. Ces modèles ne présupposent pas d'action compensatoire des autorités monétaires, et, dans le cas de Quest, permettent d'obtenir différentes prévisions suivant la façon dont se produit la variation du taux de change.

Un autre point essentiel supplémentaire est **la relation entre le taux d'intérêt et le taux de change**. Etant donné qu'un facteur déterminant du taux de change est l'écart de taux d'intérêt, les autorités monétaires peuvent être confrontées à un conflit entre les exigences de la stabilité monétaire *intérieure* et *extérieure*. Le Royaume Uni en fournit des exemples récents: en 1992, le besoin d'un taux d'intérêt élevé pour garder la livre sterling dans le mécanisme des taux de change créait un conflit avec le besoin de taux inférieurs pour stimuler l'économie. En 1999/2000, des taux relativement élevés pour contenir l'inflation ont entraîné une hausse du taux de change, ce qui affecte la compétitivité.

En outre, les effets des variations des taux d'intérêt sur le taux de change ne sont pas directs, même si l'intention est claire. Le signal donné par une augmentation peut être interprété comme une volonté de défendre une parité ou bien il peut être interprété comme un signe de panique et entraîne une dépréciation supplémentaire. Cela dépend pour une large part de la façon dont le marché appréhende la *raison* d'une faiblesse monétaire. De récentes augmentations du taux d'intérêt de la BCE, par exemple, n'ont pratiquement eu aucun effet sur le taux de change. C'est peut-être dû au fait que la faiblesse de l'euro par rapport au dollar est généralement mise sur le compte non de l'écart de taux d'intérêt, mais sur l'écart de taux de croissance, dont l'élimination pourrait être remise en question par l'augmentation des taux d'intérêt.

Les effets du taux de change et des variations de taux d'intérêt peuvent être combinés dans un **Indice des Conditions Monétaires**, comprenant le calcul de l'augmentation/de la baisse du taux d'intérêt requise pour maintenir une position monétaire donnée en cas de chute/remontée du taux de change. Au Royaume-Uni, par exemple, il y a une ancienne règle du "quatre-pour-un": une chute de 4% en sterlings nécessite une augmentation de 1% des intérêts de base. Elle a été dénoncée comme "non économique" (Buiter).

### **L'euro et la BCE**

La BCE a toujours affirmé que, dans le cadre de la définition des taux d'intérêt, elle ne tient pas compte de l'effet sur les taux de change de l'euro. Les variations du taux de change constituent néanmoins un facteur dans le "second pilier" de la stratégie monétaire de la BCE: la gamme étendue des indicateurs relatifs aux futurs niveaux possibles d'inflation as. Jusqu'à présent, la BCE n'a pas publié les détails du modèle utilisé pour intégrer les différents indicateurs, la pondération du taux de change, et l'importance relative des effets sur le HICP et les taux d'inflation structurelle.



Des détails sont cependant disponibles sur la définition du taux de change effectif général par la BCE: il existe une définition stricte, fondée sur les monnaies des 13 plus importants partenaires commerciaux de la zone euro et une définition large, fondée sur 39 partenaires commerciaux. L'OCDE et le FMI utilisent d'autres définitions. Les pondérations sont fondées sur une moyenne d'échange de produits manufacturés sur une moyenne de trois ans. Les calculs de la valeur extérieure de l'euro varient en fonction de la définition et de la pondération utilisée, et sur l'usage ou non de taux d'intérêt réel ou nominal.

En utilisant la définition des 30 partenaires commerciaux de l'OCDE, l'euro n'a diminué que d'environ 10% en 1999, par rapport à 14,2% par rapport au dollar et 22,4% par rapport au yen. La concentration sur le taux du dollar peut cependant être justifiée par l'importance des flux de capitaux.

### Faudrait-il définir une politique en matière de taux de change?

Le ciblage des taux de change pour la zone euro a été rejeté de manière spécifique par le précurseur de la BCE, l'Institut Monétaire Européen, en 1997. Divers arguments peuvent cependant être avancés en faveur des cibles de taux de change unilatérales, ou pour les systèmes multilatéraux à taux fixes.

- Adosser son taux de change à une monnaie "forte" peut être une solution de substitution au ciblage des agrégats monétaires ou à un taux d'inflation spécifique. Quand la livre sterling "a fait de l'ombre" le Deutsche Mark entre 1990 et 1992, le taux d'inflation au RU est tombé de 10,9% à 3,6%.
- A titre d'alternative, définir de façon ciblée le taux de change à un niveau aussi bas que possible et proportionnel à la stabilité des prix et éviter ainsi les reprécipitations peut avoir un effet stimulant sur la croissance économique. On a affirmé que c'était la politique de la zone euro, par hasard ou intentionnellement, en 1999.
- La conservation des taux de change dans les "zones cibles" réduirait la volatilité et améliorerait les conditions des échanges économiques et les investissements. Robert Mundell a récemment proposé pour cette raison que l'euro et le dollar soient conservés dans une marge de 2% de part et d'autre de la parité 1:1.
- Si les taux de change étaient maintenus à un taux réfléchissant les fondamentaux économiques, c'est-à-dire, à une certaine définition des taux d'équilibre, des distorsions pourraient être évitées ainsi que les distorsions de politique économique et monétaire auxquelles elles donnent lieu.

Ces politiques sont néanmoins confrontées à un certain nombre de problèmes.

- **Choix du taux cible.** Il n'existe encore aucune définition convenue du taux de change d'équilibre, les marchés ont tendance à fausser les calculs des économistes et des concepteurs de modèles. D'un autre côté, les autorités monétaires pourraient choisir un taux nominal soutenable de façon plausible et déclarer qu'il serait soutenu contre vents et marées. Les forces du marché s'assureraient elles-mêmes que la convergence se règle sur ce taux.
- **Maintien du taux.** Pour que le succès soit au rendez-vous, il faudrait cependant que les banques centrales, les administrations et les systèmes politiques de tous les pays concernés soient impliqués. Le poids de l'intervention devrait frapper principalement les autorités monétaires des monnaies *s'appréciant*.

- **Conflit avec la politique monétaire interne.** Toute solution qui ne serait pas celle d'une union monétaire totale entraînerait néanmoins des problèmes comme ceux de la fixation des taux d'intérêt. L'UE a déjà expérimenté l'inadaptation des systèmes "mal conçus", et en a tiré les conclusions.
- **Problèmes institutionnels.** Il existe des obstacles institutionnels particuliers à la politique de taux de change dans le cas de la zone euro. Les différentes responsabilités de la BCE, de l'ECOFIN de l'UE et le "Groupe Euro" de la zone euro sont complexes et manquent de clarté. Une explication avancée pour la chute du taux de change de l'euro est de fait "l'absence de responsable officiel".

Il n'est pas nécessaire, cependant, de croire en l'Union Monétaire Mondiale, ou même au ciblage du taux de change, pour plaider en faveur d'une politique de taux de change plus concrète pour la zone euro. Cela peut inclure les éléments suivants:

- Une solution aux problèmes institutionnels est exposée ci-dessus. Une coordination est le minimum nécessaire pour garantir que toutes les déclarations concernant le taux de change de l'euro sont acceptées, cohérentes et étayées, si nécessaire, par une action cohérente et définie d'un commun accord.
- Une plus grande transparence. Le Comité des Affaires Monétaires du Parlement Européen fournit un forum public, dans lequel les présidences de la BCE, de la Commission, de l'ECOFIN et du Groupe Euro apportent des preuves et répondent aux questions.
- La publication par la BCE du modèle présentant la façon dont elle envisage les fluctuations des taux de change affectant les attentes inflationnistes, et l'interaction des taux d'intérêt et des taux de change.
- Une analyse plus générale des motifs pour lesquels le taux de change de l'euro s'est comporté comme il l'a fait. Un plus grand nombre d'explications sont proposées, certaines sont précises (ex: les écarts de taux d'intérêt et de taux de croissance), d'autres non quantifiables (incertitude concernant la politique de la BCE et le "facteur Greenspan").

En conclusion, il est possible que les difficultés rencontrées par l'euro et par la BCE dans l'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro soient en partie dues au fait que l'existence même de cette politique est l'objet d'un large mépris, est ignorée ou mise en doute. Ce n'est que lorsque les *espèces* nationales seront remplacées par les billets et pièces euro d'ici fin février 2002 que des évaluations précises pourront être faites.

## Introduction

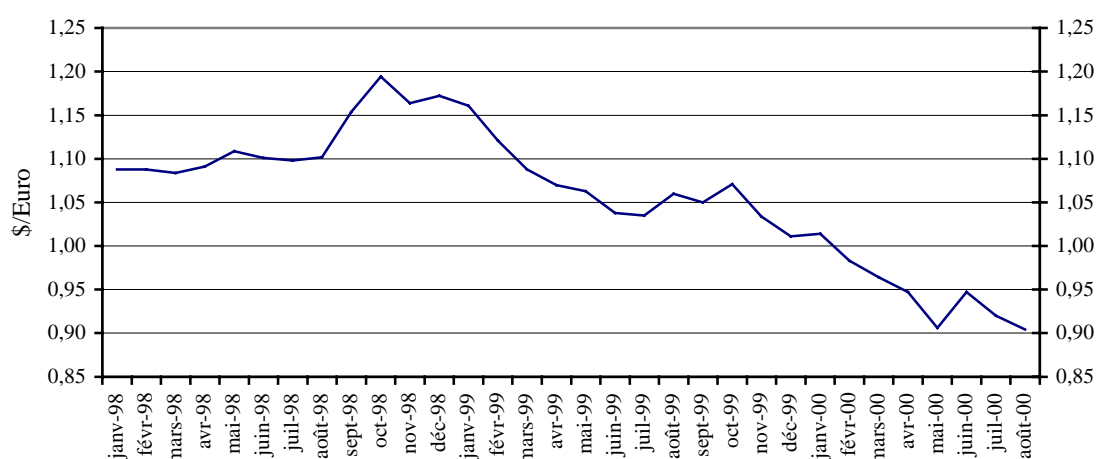
L'accueil réservé par les observateurs à l'euro pendant sa première année d'existence a été mitigé.

En revanche, la Banque Centrale Européenne (BCE) a reçu des compliments à raison pour avoir entièrement rempli son objectif initial de maintien de la stabilité des prix. Le plafond du taux d'inflation dans la zone euro est demeuré inférieur à 1,5% fin 1999, en dépit d'une augmentation importante du prix du pétrole. Ce taux était nettement au dessous des 2% fixés par la BCE comme taux de stabilité des prix. L'inflation structurelle, les facteurs exceptionnels comme l'augmentation du prix du pétrole mis à part, était plus basse encore. Point plus significatif encore, les prévisions inflationnistes, mesurées à l'aide des rendements des obligations libellées en €, sont également demeurées faibles. En revanche, des doutes ont été exprimés concernant les détails de la stratégie de la politique monétaire des "deux piliers" de la BCE. Un de ces piliers est une "valeur de référence" de 4,5% pour le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3, confirmé par le Conseil d'Administration de la BCE lors de sa réunion du 2 décembre 1999. Toutefois, le taux de croissance de M3 s'élevait à plus de 6% les derniers mois de cette année.

Cependant, la principale source de doutes était la valeur extérieure de l'euro, en particulier sa parité avec le dollar. Lors de la première année de change, l'euro a perdu 14,6% de sa valeur en dollars (bien que ce chiffre ait été faussé par l'appréciation anticipée "europhorique" des monnaies € pendant la deuxième moitié de 1998). En dépit d'une reprise à la mi-1999, la parité dollar de l'euro à la fin de l'année était quasiment de 1:1.

Les responsables, économistes et commentateurs étaient généralement d'avis que l'euro était largement sous-évalué à ce niveau et qu'il existait une "marge d'appréciation" pour reprendre l'expression du Président de la BCE, Wim Duisenberg. Avec la forte croissance de la zone euro, le surplus de la balance commerciale et la faible inflation, la valeur extérieure de la monnaie commencerait bientôt à refléter sa "force fondamentale".

**Graphique 1: Taux de change \$/€<sup>1</sup> (Janvier 1998-Août 2000)**



Sources: Eurostat et BCE.

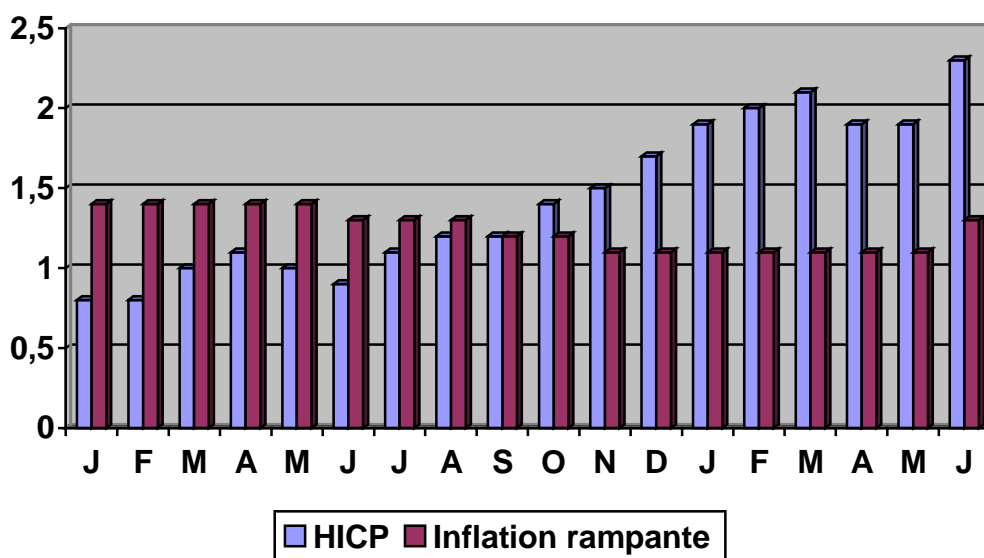
<sup>1</sup> Moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, moyenne du panier du taux de change des dix monnaies de la zone euro.

Or, les marchés n'ont pas été de cet avis. L'euro a continué de baisser, tombant au dessous de \$0,90 au début du mois de mai 2000, niveau inférieure de presque 25% à sa valeur en dollar en janvier 1999.

La BCE elle-même a déclaré à plusieurs reprises en 1999 qu'elle ne s'inquiétait que de la stabilité des prix intérieure, et qu'elle ne subissait pas les effets de la dépréciation de l'euro. Pendant le début de l'année 2000, la BCE a toutefois été obligée de modifier son attitude. Associée à l'envolée des prix du pétrole, la parité en chute de l'euro créait une "pression à la hausse sur les prix à l'importation et à la production". Cela a, pour sa part, menacé de déclencher des effets secondaires, notamment des revendications de hausses de salaires. Les prévisions inflationnistes pourraient augmenter, provoquant une augmentation des taux d'intérêt à long terme.

En mars 2000, le taux plafond de l'inflation dans la zone euro était de 2,1%, il dépassait ainsi pour la première fois les 2% définis par la BCE pour la stabilité des prix. En juin 2000, il a atteint 2,4%. La BCE avait déjà pris des mesures fin 1999 pour lutter contre le risque menaçant la stabilité des prix, en augmentant ses trois principaux taux d'intérêt en novembre. Des augmentations supplémentaires ont été appliquées en février 2000, et de nouveau en mars, en avril, en juin et en août.

**Graphique 2: HICP et inflation rampante dans la zone euro, janvier 1999-juin 2000**



Source: BCE

Les hausses initiales du taux d'intérêt, n'ont cependant eu aucun effet manifeste sur le taux de change de l'euro, qui est tombé de plus de 10% par rapport au dollar dans les cinq premiers mois de l'année 2000. Ces hausses n'étaient pas non plus destinées à avoir des effets. La BCE a maintenu une position ferme en affirmant que sa seule inquiétude était la valeur *interne* de l'euro. Ce n'est que lorsque l'augmentation du point d'augmentation anticipé de 0,5 pour cent en juin qu'il y a eu un effet extérieur perceptible.

Ces faits ont suscité plusieurs questions théoriques et pratiques.

**“Négligence bienveillante”**

D’ici mi-2000, deux de ces questions avaient acquis un intérêt particulier. Premièrement, la BCE suivait-elle réellement le modèle de “négligence bienveillante” défini par la Banque de la Réserve Fédérale des Etats-Unis envers la parité extérieure de l’euro? Deuxièmement, cette politique était-elle correcte?

A la première question, Wim Duisenberg avait déjà donné une réponse quelque peu ambiguë au Comité Economique et Monétaire du Parlement Européen en avril 1999.

*“L’absence de politique des taux de change et nous n’en avons pas de fait, ne signifie pas que nous nous rendons coupables de négligence bienveillante ou malveillante. Pour le moment, il ne s’agit que de négligence.”*

Concernant la deuxième question, différentes opinions sont possibles.

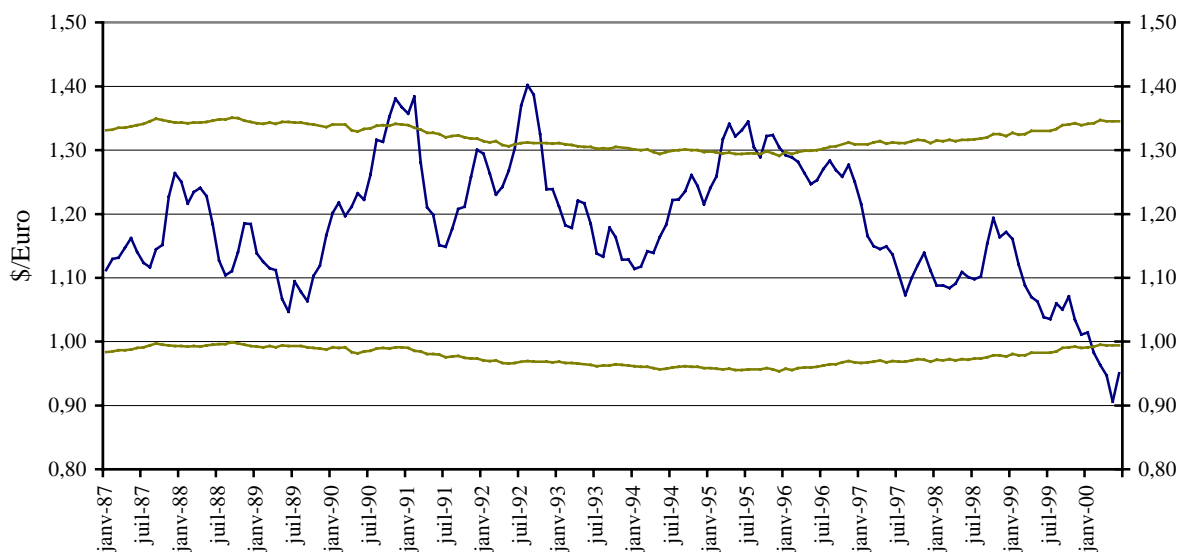
Par exemple, du point de vue historique, la parité de l’euro par rapport au dollar pendant 1999 et le début de l’année 2000 n’est pas sortie de façon significative hors de sa fourchette de change normale (c’est-à-dire la “fourchette de change synthétique” d’avant 1999) pendant les douze dernières années (voir le graphique 3). On a également communément affirmé qu’une baisse de la parité de l’euro était exactement ce dont on avait besoin pour “faire démarrer” l’activité économique dans la zone euro<sup>2</sup>. Le taux de change inférieur a clairement stimulé les exportations dans la zone euro, en jouant un rôle important, notamment dans le redressement de l’économie allemande.

En revanche, il ne fait aucun doute que la baisse continue et imprévue du taux de l’euro par rapport au dollar a eu un impact psychologique préjudiciable. La nouvelle monnaie est régulièrement décrite comme “faible”, en dépit des fréquentes de la BCE quant à sa stabilité interne.

*“Dès sa création, la valeur extérieure de l’euro a été orientée à la baisse, soit le chemin inverse d’une monnaie souhaitant se construire une bonne réputation à l’intérieur et à l’extérieur de ses frontières et cela avant même que les billets et les pièces ne soient entrés en circulation.”* (Etude de la Deutsche Bank, 2000c)

---

<sup>2</sup> Le déclin de la parité de l’euro a été une source de grande satisfaction pour les eurosceptiques, notamment au Royaume Uni. On oublie peut-être que la forte chute de la parité de la livre sterling après sa sortie du mécanisme des taux de change du SME en septembre 1992 avait fait chanter victoire au Ministre des Finances de l’époque, Norman Lamont (désormais un éminent eurosceptique), et à juste titre, puisque la parité inférieure de la livre sterling a joué un rôle considérable dans le redressement consécutif de la production au RU.

**Graphique 3: Taux de change<sup>3</sup> et marge de fluctuation<sup>4</sup> du \$ par rapport à €(1987-2000)**

Sources: BCE, Eurostat, and Ministère Economique du Commerce: Bureau d'Analyse Economique

Le soutien de l'opinion publique en faveur de la monnaie unique s'est également étiolé. Le sondage d'opinion de l'eurobaromètre de la Commission, par exemple, a permis d'établir que le soutien en Allemagne était tombé à seulement 50% en avril/mai 2000<sup>5</sup>. L'accroissement de l'écart entre les obligations allemandes et italiennes (toutes libellées en euros bien sûr) pendant ces mois a même été interprété comme la preuve que les marchés étaient en train d'instituer une "prime de risque" pour le cas où l'UME finirait par se désintégrer.

Cependant, la "négligence bienveillante" peut aussi s'analyser non tant comme une politique délibérée que comme le résultat de fautes institutionnelles – *"le problème de la zone euro est que personne n'est responsable de la politique de change."* (Munchau, 2000. Le Traité de Maastricht ne donne aucun mandat à la BCE pour conduire une politique des taux de change, même si elle le souhaitait, et la mission du Conseil de l'ECOFIN dans ce sens manque de clarté.

### Effets des variations des taux de change

Qu'il y ait ou non une politique de "négligence bienveillante", les questions n'ont toujours pas trouvé leurs réponses: quels sont les effets réels des variations des taux de change? Quelles sont les implications en matière de politique économique et monétaire? Les réponses fournis par la théorie économique sont toutes sauf claires, bien que plusieurs aspects théoriques puissent être identifiés.

<sup>3</sup> Moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, la moyenne du panier des taux de change des dix monnaies de la zone euro par rapport au dollar.

<sup>4</sup> Indice du pouvoir d'achat de l'euro par rapport au dollar. La marge de fluctuation représente les variations +/- 15% de l'indice PPP.

<sup>5</sup> Le déclin général du soutien de l'opinion publique dans l'UE, n'a été cependant que marginal, l'euro remportant l'adhésion de 58% des sondés. Cette adhésion était nettement supérieure (Italie 81%, Espagne 75%) dans les pays où les monnaies nationales avaient déjà subi des dévaluations (Italie 81%, Espagne 75%), par rapport aux pays dont les monnaies nationales étaient considérées comme "solides" (ex: Pays Bas 48%).

- La **sous-évaluation ou la surévaluation** de la monnaie d'un pays, bien qu'il n'existe aucune référence permettant de définir ce que pourrait être un taux de change "correct" ou "d'équilibre" (voir chapitre 1.5), peut dynamiser ou endommager la position de concurrence internationale de l'économie. Quand une monnaie est sous-évaluée, la demande d'augmentations des exportations, et la substitution par des importations est encouragée, stimulant la croissance économique et le surplus de la balance commerciale mais créant des pressions inflationnistes. Une monnaie surévaluée entraîne une baisse du coût des importations mais rend les exportations plus difficiles, réduisant l'inflation mais provoquant un éventuel déficit de la balance commerciale et une chute du taux de croissance.

Ces observations ne sont quasiment pas controversées. Déterminer si un taux de change sous-évalué ou surévalué est viable sur de longues périodes de temps est une question plus intéressante mais à laquelle il est moins aisé de fournir une réponse. Quand une monnaie est sous-évaluée, l'inflation peut éroder sa valeur et la restaurer à un taux d'équilibre ou une augmentation du surplus de la balance commerciale peut entraîner son appréciation à un taux d'équilibre supérieur. De même, l'incitation à économiser les coûts peut entraîner une surévaluation de la parité de la monnaie devenant finalement son taux d'équilibre, phénomène que l'on attribuait fréquemment à l'ancienne économie ouest-allemande ou bien l'augmentation du déficit de la balance des paiements peut entraîner une dépréciation à un taux d'équilibre inférieur.

Malheureusement, l'expérience ne vient pas toujours confirmer ces prévisions théoriques. En dépit du déficit des comptes courants des Etats-Unis égal à 4% de son PIB, le dollar a défié pendant plusieurs années tous les analystes qui prédisaient que sa "surévaluation" ne durerait pas. Les distorsions de taux de change considérées comme non soutenables du point de vue des fondamentaux économiques se sont poursuivies par le passé pendant des années, voire des décennies.

- **Les variations du taux de change d'une monnaie** peuvent avoir certains effets immédiats sur une économie. La dépréciation entraînera une augmentation des prix des importations, qui peuvent ensuite passer dans les prix à la production et le taux d'inflation général par le biais de différents effets secondaires comme par exemple la pression salariale. En effet, on a pensé pendant un certain temps que la "dévaluation ne marchait pas", ce qui signifiait que l'avantage concurrentiel à retirer de la dépréciation serait rapidement érodé par l'inflation. Les expériences acquises avec la £ sterling dans les années 60 et 70 sont souvent cités à titre de preuves.

Cependant, on peut arguer, en utilisant le même exemple du RU, cette fois au sujet des années 90, que la dévaluation *peut* s'avérer efficace, à condition que la politique monétaire d'accompagnement soit correcte: c'est-à-dire que l'inflation ne soit pas adaptée en conséquence. De même, une politique monétaire d'appréciation peut agir comme un frein sur les pressions inflationnistes et sur un "emballement excessif", bien que cela n'ait clairement pas été le cas de l'économie américaine.

Il n'est pas non plus certain que les variations des taux de change n'ont pas de répercussions sur la conduite de la politique monétaire tant que l'inflation demeure limitée. Les variations des taux d'intérêt provoqués par les événements sur les marchés étrangers représentent une possibilité contraire.

Les mesures prises pour influencer le taux de change peuvent de toute évidence avoir des effets immédiats sur la politique monétaire intérieure. Par exemple, une politique d'abaissement de la valeur extérieure d'une monnaie par l'achat d'autres monnaies avec

l'argent de la Banque Centrale créera des pressions inflationnistes intérieures, à moins que la transaction soit "stérilisée" par des dépôts spéciaux ou d'autres mesures. Un système de ciblage des taux de change, qu'il soit autonome ou résulte d'un accord international, aura des conséquences sur la politique monétaire intérieure. Un taux de change cible peut en effet être considéré comme une solution de substitution aux agrégats monétaires ou à l'inflation.

- Enfin et quelle que soit le niveau réel de la parité d'une monnaie, **la volatilité du taux de change** peut avoir des retombées économiques importantes. Un degré de volatilité élevé entraînera une augmentation de la couverture contre les fluctuations monétaires, entraînant ainsi une hausse des frais de change entre les zones monétaires. Paradoxalement, comme une étude récente du FMI (Mussa, Masson, Swoboda, Jadresic, Mauro et Berg, 2000) le démontre, cette volatilité, facteur renchérisant les coûts, s'est récemment accrue à cause des "*de la chute vertigineuse des coûts de transaction sur les marchés financiers*", qui est elle-même le résultat de la révolution intervenue dans les télécommunications et l'informatique.

Une forte volatilité des taux de change a également des répercussions sur l'économie intérieure car elle influence le comportement des entreprises. Un investissement profitable peut apparemment perdre soudainement sa profitabilité, bien qu'aucun fondamental économique n'ait changé (*cf.* investissement de BMW dans Rover Cars). Les marchés des capitaux seront déstabilisés et les capitaux mal répartis.

La volatilité se nourrit aussi d'elle-même: de légères fluctuations peuvent rapidement s'accroître à cause des effets de "mimétisme" et de la tendance des marchés de change étrangers à réagir de manière excessive (voir paragraphe suivant). La volatilité est également "contagieuse":

*"La fluctuation simultanée des volatilités des taux de change dans le monde entier signifie que le taux de change entre les paires monétaires ne reflètent pas nécessairement les fondamentaux macro-économiques actuels dans les deux pays mais sont également touchés par la situation économique mondiale en général, sur laquelle les décideurs politiques ont un contrôle très limité."* (Brousseau et Sacciavillani, 1999)

Enfin, les effets perturbateurs d'une réaction de dépassement sont compensés par la nature brusque, imprévisible et souvent inopinée des revirements de situation.

*"L'histoire des cycles économiques laisse à penser que les tendances financières de grande ampleur s'inversent quand la majorité des investisseurs s'y attendent le moins."* (Kaletski, 2000)

La tâche de conduire une politique monétaire est d'autant plus difficile. Les effets déflationnistes d'un taux de change orienté à la hausse, par exemple, peuvent cacher des tendances inflationnistes au sein de l'économie nationale. Une soudaine chute du taux peut ensuite déclencher des pressions inflationnistes, faussant ainsi les prévisions sur lesquelles la situation monétaire est fondée.

Cependant, on peut également arguer que les effets de la volatilité des taux de change ont été exagérés et notamment que les fluctuations à court terme de la parité n'ont pas eu de réelles conséquences sur la conduite de la politique monétaire.

Même l'effet sur l'activité commerciale est équivoque: plusieurs études ont montré que la corrélation entre la volatilité monétaire et les situations commerciales générales. Cela peut être dû, comme l'OCDE l'affirme, au fait qu'il existe une large gamme d'instruments



financiers très élaborés, permettant aux cambistes de protéger intégralement les variations des taux de change dans les délais dans lesquels ils opèrent généralement.

Le degré suivant lequel ces effets agissent sur une économie et influencent la conduite d'une politique monétaire dans le cadre de cette économie, est naturellement déterminée par l'étendue de son exposition extérieure. Cela dépend en partie du commerce extérieur: une motivation essentielle de la création de l'euro lui-même a été de réduire la proportion du PIB des pays participants changée entre les zones monétaires. L'exposition extérieure de la zone euro est en effet tombée d'environ 30% du PIB à environ 16% (voir tableau 1).

**Tableau 1: Echanges commerciaux des États-Unis et de la zone Euro exprimés en pourcentage du PIB**

	<i>Zone €</i> (%)	<i>Etats-Unis</i> (%)
Exportations	16.9	10.8
Importations	15.4	13.5

*Source: Bulletin de juillet de la BCE*

Dans un marché de libre circulation des capitaux et de mondialisation croissante, cependant, l'exposition aux flux financiers internationaux revêt cependant une importance accrue. Jusqu'au premier trimestre 2000, la zone euro a bénéficié d'un excédent de ses comptes courants (voir tableau 2). Néanmoins, cet excédent a été dépassé par la sortie nette de capital causée soit par des investissements directs, soit par des placements en portefeuille. (voir chapitre 1.5.3).

\*

Cette étude, qui a été commandée par le Comité Monétaire et Economique du Parlement Européen, a pour objectif d'étudier certaines de ces questions.

La partie 2 de cette étude examine dans quelle mesure les fluctuations des taux de change ont un effet sur l'inflation et la croissance économique, et les conséquences pour la politique monétaire, ainsi que les définitions et modèles utilisés par la BCE, la Commission et les autres organismes. En conclusion, elle aborde la question de la définition d'un taux de change cible de l'euro par rapport au dollar et des problèmes que posent à la fois son obtention et son maintien.

La Partie 1 de cette étude commence par deux *questions préalables* importantes:

- Comment les taux de change sont-ils déterminés? et
- Existe-t-il un taux de change "correct"?

## 1. Détermination des Taux de Change

### 1.1. Rationalité et irrationalité

La théorie économique a tendance à supposer que les taux de change, comme les autres prix, sont déterminés de façon rationnelle.

*“Les taux de change sont les prix relatifs des monnaies nationales, et dans un système de change flottant, ils peuvent naturellement être considérés comme déterminés par l’interaction de l’offre et de la demande sur les marchés de change étrangers.”* (OCDE, 1985).

En effet, les manuels économiques contiennent généralement des modèles simples d’un Pays A faisant du commerce avec un Pays B. Si B achète plus à A que *vice versa*,

- (i) A aura une balance commerciale excédentaire et B, bien sûr, un déficit et
- (ii) La monnaie de A sera plus demandée que celle de B et s’appréciera par rapport à B.

Les exportations de A deviendront alors plus coûteuses et B lui en achètera donc moins. Les exportations de B deviendront meilleur marché, et A lui en achètera plus. L’équilibre sera restauré. Cet équilibre sera atteint à l’intérieur des paramètres où les deux économies<sup>6</sup> retirent dans une certaine mesure des bénéfices des échanges commerciaux, obtenus en exploitant l’avantage de la comparaison.

A long terme, et dans un cas extrême, les taux de change du marché reflèteront certainement les réalités économiques. Une autorité monétaire qui finance de manière éhontée les dépenses publiques en faisant marcher la planche à billets verra sa monnaie se déprécier sur les marchés de change étrangers car les cambistes se montreront peu empressés à l’accepter en paiement. En revanche, un pays peut axer ses politiques monétaire et économique vers une réputation à long terme de monnaie “forte”, attirant ainsi des fonds et garantissant que l’objectif se réalise de lui-même.

Cependant, à court, voire à moyen terme, c’est-à-dire, dans les délais dans lesquels les marchés de change (FOREX) opèrent la plupart du temps, on peut raisonnablement penser que les variations des taux de change sont entièrement aléatoires. En effet, les modèles “aléatoires”, uniquement fondés sur la théorie des probabilités, semblent offrir une capacité prédictive aussi satisfaisante que les autres.

La recherche de rationalité est également pervertie par le rôle clé sur les marchés des taux de change, comme sur les autres marchés de capitaux, des *prévisions*. La tendance au “dépassement” des ajustements des taux de change en est une conséquence. Par exemple, une baisse des taux d’intérêt sur le marché intérieur entraîne une sortie de capitaux, qui, pour sa part, entraîne une dépréciation de la monnaie *au dessous* de son niveau d’équilibre à long terme. La dépréciation continue jusqu’à ce que les prévisions d’une appréciation rétablissant l’équilibre compensent la baisse du taux d’intérêt.

En outre, les prévisions ne se réalisent pas nécessairement. Bien que les marchés à terme puissent être basés sur les prévisions des taux d’intérêt et des taux de change à un mois ou un an d’échéance, les taux *réels* peuvent être très différents quand l’échéance. En effet, des études ont démontré à plusieurs reprises que les marchés monétaires à terme sont de mauvais indicateurs prévisionnels des futurs taux au comptant.

---

<sup>6</sup>Analyse initialement développée par Ricardo.

La nature apparemment irrationnelle des fluctuations à court, voire à moyen terme, est en outre reflétée par les effets imprévisibles des politiques conçues pour les influencer. Une augmentation des taux d'intérêt clés de la Banque Centrale ou l'intervention de la Banque Centrale sur les marchés monétaires eux-mêmes, *peuvent* avoir l'effet rationnel, voulu du soutien d'une parité monétaire. En théorie, ces deux politiques fonctionneront via les mécanismes normaux du marché, et *via* le circuit de "signalisation" par l'intermédiaire duquel l'action fournit des informations aux marchés sur la position des autorités. Néanmoins, l'effet réel peut être exactement inverse. Le "signal" envoyé, par exemple, peut être interprété comme exprimant un sentiment de panique plutôt que comme la volonté de soutenir la parité existante (Fatum, 2000)<sup>7</sup>; ou bien il peut être simplement mal interprété par les médias et les marchés (voir Encadré 1).

#### ENCADRÉ 1: des signaux équivoques

*“La dépréciation du dollar en 1994 et début 1995 n'était corroborée que peu, voire pas du tout par les fondamentaux. A mon avis, sa seule explication résidait dans une dialectique circulaire où les cambistes vendaient les dollars en croyant à tort que le gouvernement des Etats-Unis voulaient que la monnaie soit dépréciée, citant à l'appui les articles de journaux. Les journalistes qui ont parlé d'une prétendue politique du dollar faible ignoraient les déclarations et intervention du gouvernement d'alors en faveur du dollar pendant cette période et avaient tendance simplement à citer que le dollar se dépréciait. En fin de compte, le cycle a été rompu quand l'intervention de la Banque Centrale, réalisée de manière coordonnée et digne d'un intérêt médiatique, a été capable de convaincre les observateurs des intentions du gouvernement américain et d'aider le marché à recouvrer le sens des réalités à la mi-1995.”*

Professeur Jeffrey A. Frankel, Université de Harvard, dans *On the euro: the first 18 months* “Euro: les 18 premiers mois” (Etude de la Deutsche Bank, 7 juillet 2000).

Les modifications des taux d'intérêt peuvent de même avoir des effets pervers parce que les fluctuations des taux de change peuvent avoir différentes causes. Une augmentation importante des taux d'intérêt en euro pour combler l'écart des taux d'intérêt avec le dollar, par exemple, pourrait entraîner une augmentation de la parité €\$. Cependant, si, comme de nombreux observateurs l'on conclu, la cause de la dépréciation de l'euro est le différentiel des taux de *croissance* UE/EU, et non le différentiel des taux d'intérêt €, l'effet pourrait bien être une nouvelle de la parité euro (voir paragraphes 2.4 et 2.8).

<sup>7</sup>Voir, par exemple, Kaminsky et Lewis (1996) et Fatum et Hutchison (1999) concernant l'intervention stérilisée, cités dans *De l'efficacité de l'intervention stérilisée sur le marché des changes* par Rasmus Fatum, BCE Document de Travail 10 février 2000.

Les taux de change n'ont pas du tout besoin de refléter les forces du marché. Si le contrôle des changes est suffisamment rigoureux, et que des amendes suffisamment draconiennes contre les marchés noirs, les pays pourront maintenir des taux "officiels" arbitraires pendant de longues périodes. L'état ayant le monopole de la monnaie et souvent celui de sa négociation, les étrangers peuvent être obligés d'accepter ces taux. Si ce n'est pas le cas, l'économie peut se retrouver en situation d'autarcie.

A un niveau moins extrême, les forces du marché peuvent aussi être tempérées par les enjeux institutionnels ou politiques. L'objectif des systèmes comme celui de Bretton Woods ou le Système Monétaire Européen avant la création de l'euro était d'éliminer la volatilité du marché en s'assurant que les changements de parité ne se produisent qu'en réponse aux changements "fondamentaux" de l'économie réelle.

A première vue, ces systèmes semblent extrêmement irrationnels. Comme les événements du début des années 70 et des années 90 l'on montré cependant, ils sont vulnérables quand l'imprévu survient, c'est-à-dire des événements non pris en compte dans le modèle utilisé. La stratégie de couverture des deux lauréats du prix Nobel derrière le Trust de Capitaux à Long Terme ont connu un destin similaire.

Même les organismes pouvant accéder à une expertise considérable et à des modèles économétriques élaborés obtiennent de résultats prévisionnels médiocres. L'article de l'OCDE de 1985 déjà cité a testé trois modèles de taux de change théoriques:

- i) Un "modèle monétaire de prix flexibles (ou 'monétariste')",
- ii) Un "modèle monétaire de prix fixes (ou 'Dornbusch')", et
- iii) Un modèle à "équilibre de portefeuille à prévisions de taux de change statiques ou stables"<sup>8</sup>

L'annexe décrit ensuite comment

*"...à la suite des résultats initiaux qui semblaient favorables pour ces trois modèles, ces trois modèles n'ont pas résisté à une étude plus poussée, notamment quand on les a utilisés pour tenter d'expliquer les évolutions majeures des taux de change après 1976"*<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Elles correspondent approximativement aux modèles d'équilibre de portefeuille, de l'UIP et du PPP décrits dans les chapitres suivants de cette étude.

<sup>9</sup> *op. cit.* p.128

## ENCADRÉ 2: Opérations sur les marchés de change

*“L’euro a été l’échec de l’année 1999, chutant d’une valeur de 1,19 \$ le 1 janvier à 1 dollar à la clôture des cotations le 31 décembre. Le 6 septembre 1999, le journal FORBES GLOBAL I recommandait à ses lecteurs d’acheter des options de vente d’euros à six mois à un prix d’exercice de 1,01 euro par rapport au dollar. A cette date, ces options de vente coûtent 0,6 % de la valeur nominale du contrat (par exemple, une prime d’option de 6.000 \$ pour un contrat de 1 million de dollars). L’euro a ensuite chuté à un peu moins de 1 \$ et ces options de vente valent désormais 3 %, soit cinq fois plus que leur coût original à la fin de l’été dernier ...”*

*Lorsque l’euro a été lancé il y a un an, les investisseurs se sont emparés du jour au lendemain de l’idée de faire de l’Europe un moteur économique mondial. La réalité de la création d’une économie intégrée au sein d’une diversité culturelle est une autre question. Ce qui a commencé dans l’exubérance s’est transformée en déception. L’euro se redressera certainement à un moment mais les derniers vestiges d’attentes par trop optimistes doivent d’abord être entièrement balayés. La baisse récente de l’euro donne un avant-goût de fiasco. Au total, il est trop risqué d’acheter des options de vente mais il est trop tôt pour acheter des options d’achat sur l’euro”.*

Andrew J.Krieger dans Forbes GLOBAL, Capital Markets and Investing (*Marchés Financiers et Investissements*), 24 janvier 2000

<http://www.forbes.com/forbesglobal/00/0124/0303065a.htm>

En effet, la capacité de prédire les fluctuations des taux de change (mesurée en termes de capacité de faire de l’argent à partir des prévisions) semble, fait irritant pour les économistes, les mathématiciens et autres spécialistes du même genre, autant être une affaire de *Fingerspitzengefühl*<sup>10</sup> que d’analyse systématique (voir Encadré 2). La plupart des pronostiqueurs couvrent sagement leurs paris:

*“Comme son niveau actuel ne peut s’expliquer par les fondamentaux, la monnaie (€) pourrait soit chuter, soit se redresser plus tôt et plus énergiquement que prévu.”* (Etude de la Deutsche Bank, 2000c)

### 1.2. Echanges commerciaux et balance des paiements

Les modèles théoriques de détermination des taux de change ont donc leurs limitations. Néanmoins, ils attirent l’attention sur certains facteurs économiques pertinents.

Le modèle simple des deux pays décrit au paragraphe précédent, par exemple, a été la principale hypothèse de travail derrière la plupart des systèmes de taux de change fixes comme celui établi lors de la conférence de Bretton Woods. Les taux de change étaient alors considérés comme des “indices de référence” déterminés par la politique, que l’on pouvait

<sup>10</sup> Littéralement “sentir du bout des doigts”: mélange d’instinct et d’expérience.

adapter pour corriger les déséquilibres durables des balances des paiements des comptes courants.

Le modèle peut être développé pour inclure les retombées de la politique monétaire. Par exemple, une augmentation excessive de la fourniture d'argent intérieure entraînera une augmentation du niveau de prix tel qu'il est exprimé dans cette monnaie. Si les exportations doivent être maintenues, le taux de change devra être réduit suivant les besoins pour garder leurs prix inférieurs aux acheteurs étrangers en utilisant des monnaies moins inflationnistes. En revanche, si la politique monétaire intérieure d'un pays maintient un niveau de prix interne stable (objectif initial du Système Européen des Banques Centrales), les prix de ses exportations sembleront intéressants aux acheteurs de pays dont l'économie est plus orientée vers l'inflation. La demande pour sa monnaie (pour acheter ses exportations) augmentera, provoquant une augmentation du taux de change.

Dans quelle mesure ce modèle correspond-il à la réalité? A première vue, il semble presque d'une perversité comique quand on l'applique à la situation actuelle. En 1999, la zone euro a enregistré un *excédent* extérieur de ses comptes courants s'élevant à près de 1 % du PIB (voir Tableau 2). Les Etats Unis ont subi entre-temps un *déficit* en 1999 égal à 3,7% du PIB (chiffre devant passer à 4% pour 2000 et 2001). Si les taux de change changent pour restaurer l'équilibre de la balance des paiements, comment se fait-il que le dollar *ait augmenté* par rapport à l'euro, plutôt que l'inverse?

Une explication immédiate est d'énoncer, telle une vérité de La Palice, que "la balance des paiements est toujours équilibrée". Si les comptes courants d'un pays affichent un déficit, il doit y avoir un afflux de capitaux pour le financer, les biens importés ne sont généralement pas fournis gratuitement. A condition que les sources extérieures de financement soient préparées à prêter, un déficit commercial peut traîner presque interminablement en longueur, comme les Etats Unis l'ont découvert.

La stabilité monétaire est cependant un facteur critique. Si les prêteurs se mettent à craindre une dépréciation, il se produira des sorties de capitaux provoquant le genre de crise de balance des paiements connue par le RU dans les années 50 à 70. Une politique monétaire intérieure prudente est la condition de financement d'un déficit du compte courant à long terme par un excédent du compte capital à long terme.

Le fait que la balance des paiements doive être équilibrée signifie également que l'excédent de transferts de capitaux entraînera un déficit du compte courant. L'argent doit avoir une affectation et il est probable qu'une grande partie sera dépensée dans les importations. Quand une économie se développe rapidement, elle absorbe du capital, d'une part parce que les taux d'intérêt sembleront attrayants, et d'autre part parce qu'il y aura des investissements intéressants à y réaliser. C'est la position des Etats Unis depuis plusieurs années. Une croissance soutenue a à la fois attiré le capital d'investissement et amené la Banque de la Réserve Fédéral à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux prudents.

Tableau 2: Balance des paiements de la zone euro et des États-Unis, 1998/1999

<b>ZONE EURO</b>									<b>Millions €</b>
	<b>1998</b>				<b>1999</b>				
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim	3 <sup>e</sup> trim	4 <sup>e</sup> trim	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim	3 <sup>e</sup> trim	4 <sup>e</sup> trim	
PIB (données corrigées des variations saisonnières)	1,446.4	1,459.8	1,474.1	1,490	1,505.6	1,515.5	1,535	1,551.6	
<b>Balance du compte courant</b>	2.9	15.8	12.7	11.8	6.4	8.6	4.5	4.9	
En % du PIB	0.2	1.1	0.9	0.8	0.4	0.6	0.3	0.3	
<b>Balance des biens et des services</b>	20.7	30.5	31.6	29.9	18.2	25.1	25.2	24.4	
En % du PIB	1.4	2.1	2.1	2.0	1.2	1.7	1.6	1.6	
<b>Etats-Unis</b>									<b>Millions \$</b>
	<b>1998</b>				<b>1999</b>				
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim	3 <sup>e</sup> trim	4 <sup>e</sup> trim	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim	3 <sup>e</sup> trim	4 <sup>e</sup> trim	
PIB (données corrigées des variations saisonnières)	2,152.7	2,170.9	2,199.5	2,236.9	2,268.2	2,286.6	2,323.8	2,365.0	
<b>Balance du compte courant</b>	-33.7	-51.4	-73.9	-61.6	-59.6	-80.9	-89.9	-99.8	
En % du PIB	-1.6	-2.4	-3.4	-2.8	-2.6	-3.5	-3.9	-4.2	
<b>Balance des biens et des services</b>	-24.9	-41.0	-55.8	-42.5	-54.2	-65.2	-72.6	-75.5	
En % du PIB	-1.2	-1.9	-2.5	-1.9	-2.4	-2.9	-3.1	-3.2	

Sources: Statistiques Financières Internationales, janvier 2000, FMI; EUROSTAT: Stat in Focus N° 37/1999, New Cronos; Service du Recensement des Etats-Unis.

Production: JDa/Centre de Documentation Parlementaire/Parlement Européen

En effet, une explication qui a été avancée pour le comportement du taux de change €\$ en 1999 est le déficit enregistré par la zone euro sur le compte de capital à long terme (voir le graphique 8). La sortie des investissements en actions avait progressé de 70% pour la même période en 1998, et les investissements directs de 53%. La Banque des Règlements Internationaux a déclaré que cela était en partie dû au fait que “l’euro nouvellement créé aurait pu rencontrer un succès trop vif”.

*“Des marchés plus importants et plus liquides ainsi qu’un taux d’intérêt relativement, faible ont encouragé l’émission d’obligations libellées en euros dont les produits pourraient ensuite être changés et utilisés pour financer un investissement ailleurs.”*  
(Banque des Règlements Internationaux, Bâle, 2000)

Plus critique, Tony Barber du *Financial Times* a conclu que

*“Loin de souligner l’avantage économique de la zone euro sur les Etats-Unis, l’excédent actuel du compte courant de la région reflète un relatif manque d’opportunités d’investissement intéressants par rapport à la situation outre-Atlantique.”* (Barber, 2000)

Cependant, il faut être prudent quand on n'examine que les statistiques bilatérales. Dans un article préparé pour le Comité des Affaires Monétaires et Economiques du Parlement Européen, Wyplosz (2000) affirme que "les déclarations actuelles qui soulignent les flux de capitaux d'Europe vers les Etats-Unis sont injustifiées".

*"...Si l'Europe investit aux Etats-Unis mais que le reste du monde investit en Europe, il n'y a pas de raison que l'euro soit faible. Les fluctuations de capitaux nets en général vers et hors de l'Europe n'ont pas changé ces dernières années, de sorte qu'il n'y a pas de raison de se focaliser sur un type particulier de sous-ensemble de ces flux."*

On peut aussi arguer que les flux de capitaux sont moins importants que les opérations réalisées sur les marchés des actifs. Un récent document de travail de la BCE rédigé par Detken et Hartmann (2000) rend de fait "l'offre excédentaire" en actifs libellés en € sur les marchés mondiaux responsable d'une partie de la chute de l'euro à la suite du démarrage de la phase 3 de l'Union Monétaire Européenne, en comparaison de la demande de ces actifs par des investisseurs ne faisant pas partie de la zone euro.

### 1.3. L'écart des taux d'intérêt

Les explications les plus simples sont quelquefois les meilleures et il est possible d'expliquer les fluctuations des taux de change entièrement par les modifications comparatives des taux d'intérêt à court terme.

La valeur des transactions de change internationales est généralement estimée entre 1\$ et 1,5\$ milliards chaque jour, dont 5% seulement sont directement liés aux échanges de biens et de services. Les mouvements de capitaux à court terme à la recherche de taux d'intérêt réels supérieurs peuvent aisément vaincre toute influence du compte courant sur les taux de change. Les fluctuations des taux de change de deux monnaies refléteront les modifications de l'écart des taux d'intérêt à court terme qui les séparent.

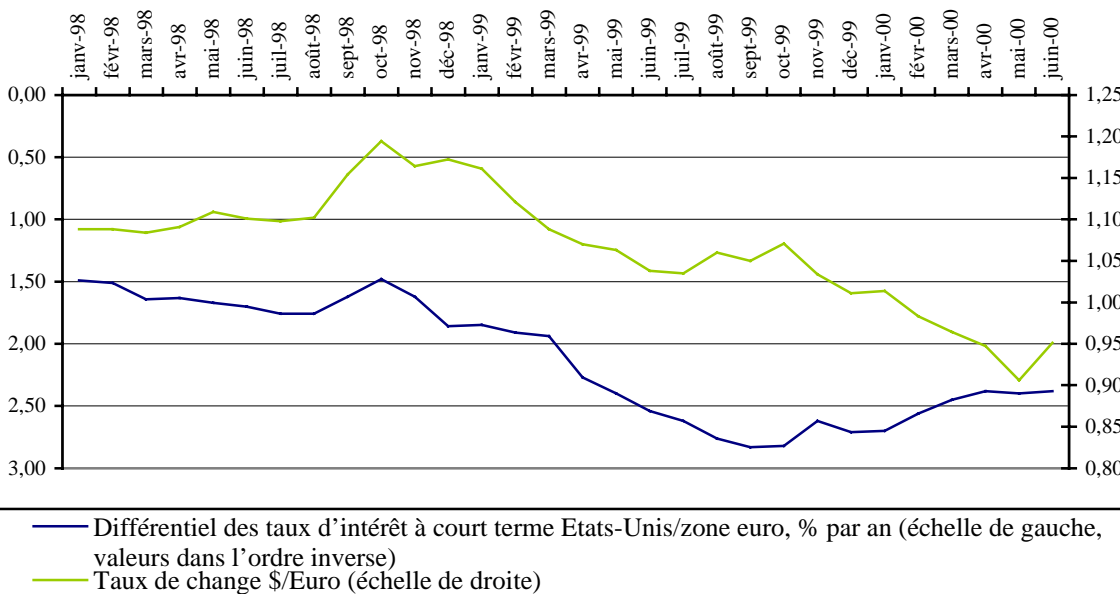
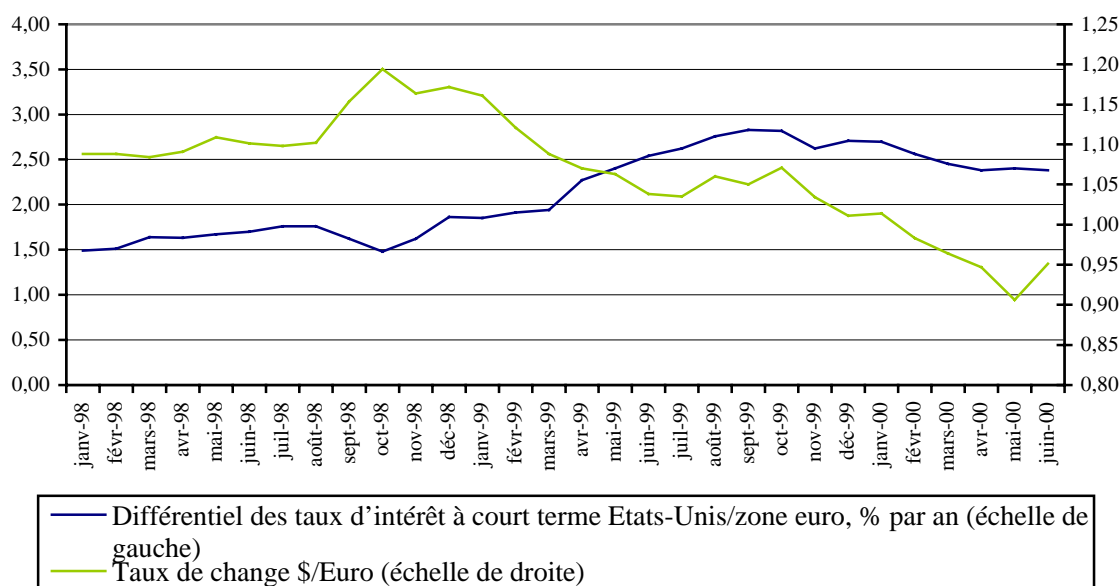
Les modifications de l'écart des taux d'intérêt contribuent en effet dans une certaine mesure à expliquer la fluctuation du taux de change €/\$ pendant la période 1998-2000. Etant donné que pendant cette période, les taux à court terme aux Etats-Unis étaient supérieurs à ceux de la zone euro, un amenuisement de l'écart coïncidait avec une augmentation de l'euro, un élargissement avec une baisse (voir le Graphique 4). Seule la période entre novembre 1999 et mai 2000, quand l'écart et le taux de change diminuaient tous les deux, ne correspond pas à ce schéma simple. A long terme, il y a une corrélation entre les modifications de l'écart de taux d'intérêt à court terme et les modifications du taux de change (voir le Graphique 5).

Les taux d'intérêt à court terme ne peuvent cependant pas fournir une image complète. Il est indéniable que les nouvelles technologies facilitent de façon croissante les fluctuations de fonds à très court terme et ceux qui font des dépôts à court terme n'ont besoin de tenir compte que de l'écart des taux *nominiaux*.

Dans le cas d'investissement à plus long terme, les taux à moyen et à long terme sont néanmoins plus pertinents, en particulier les rendements sur les marchés des obligations (voir le Graphique 7). En outre, à moyen et à long terme, ce sont les écarts des taux d'intérêt *réels* (voir le Graphique 6) qui sont importants ou, pour être précis, le risque que des taux d'inflation divergents entraîneront de futures fluctuations des taux de change. Plus le terme d'investissement est long, plus les risques sont importants.



**Graphique 4: Différentiels de taux d'intérêt<sup>11</sup> à court terme aux États-Unis et dans la zone euro<sup>12</sup> et taux de change (janvier 1998-juin 2000).**

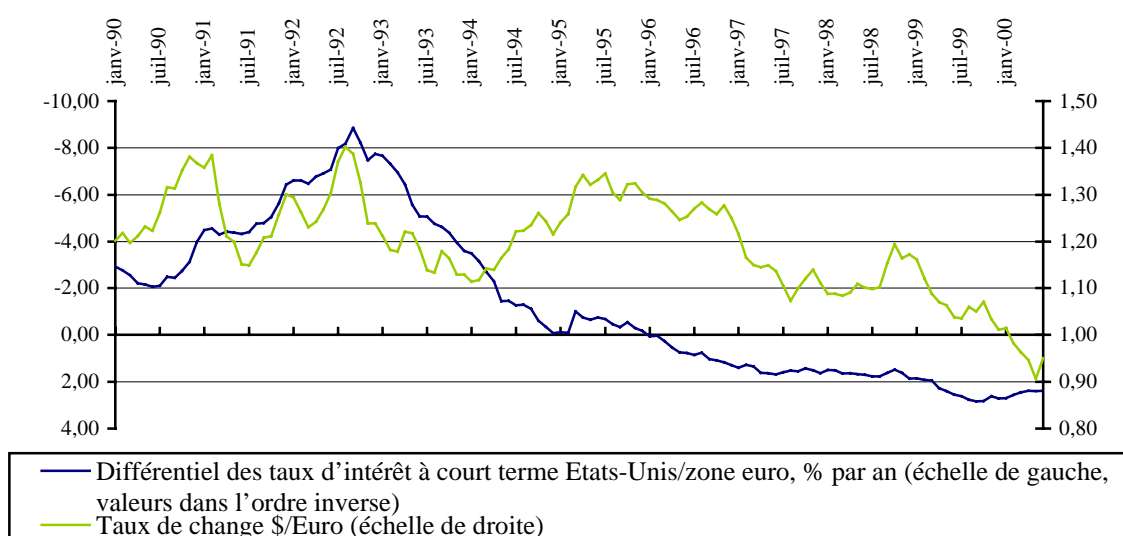
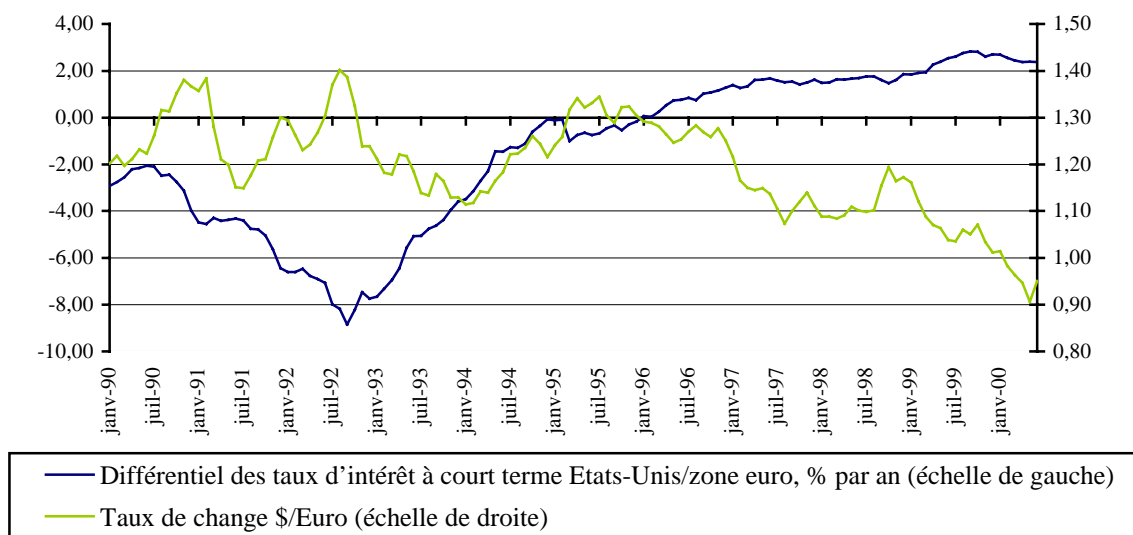


Source: Eurostat

<sup>11</sup> Taux du marché monétaire à 3 mois, moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, la moyenne du panier des dix monnaie de la zone euro.

<sup>12</sup> Taux du marché monétaire à 3 mois, moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, la moyenne du panier des dix monnaie de la zone euro.

**Graphique 5: Différentiels des taux d'intérêt<sup>13</sup> à court terme aux États-Unis et dans la zone euro et taux de change<sup>14</sup> (1990-2000).**

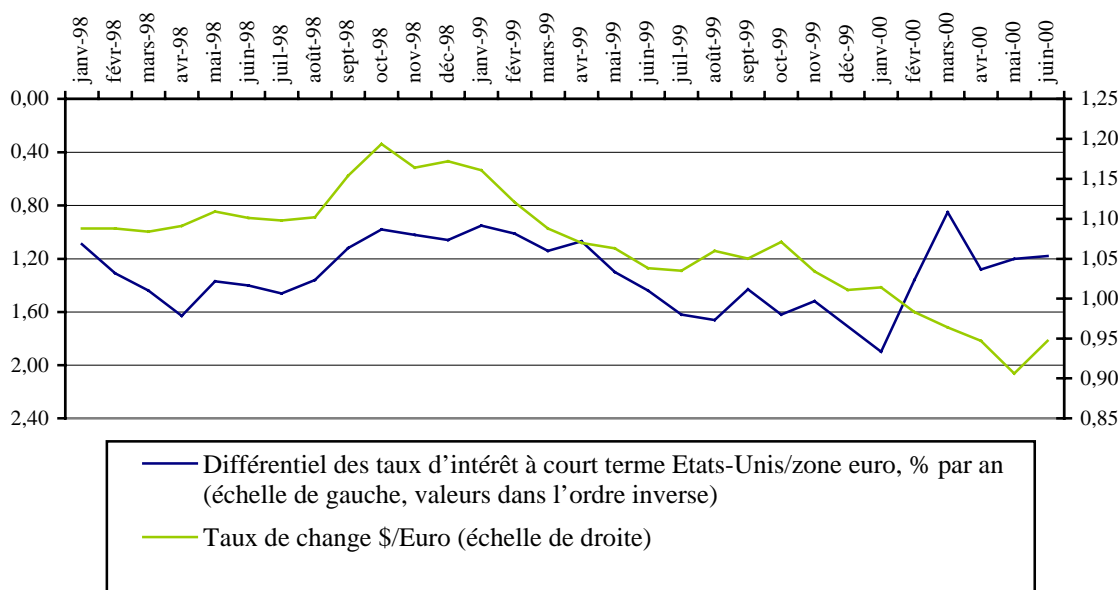
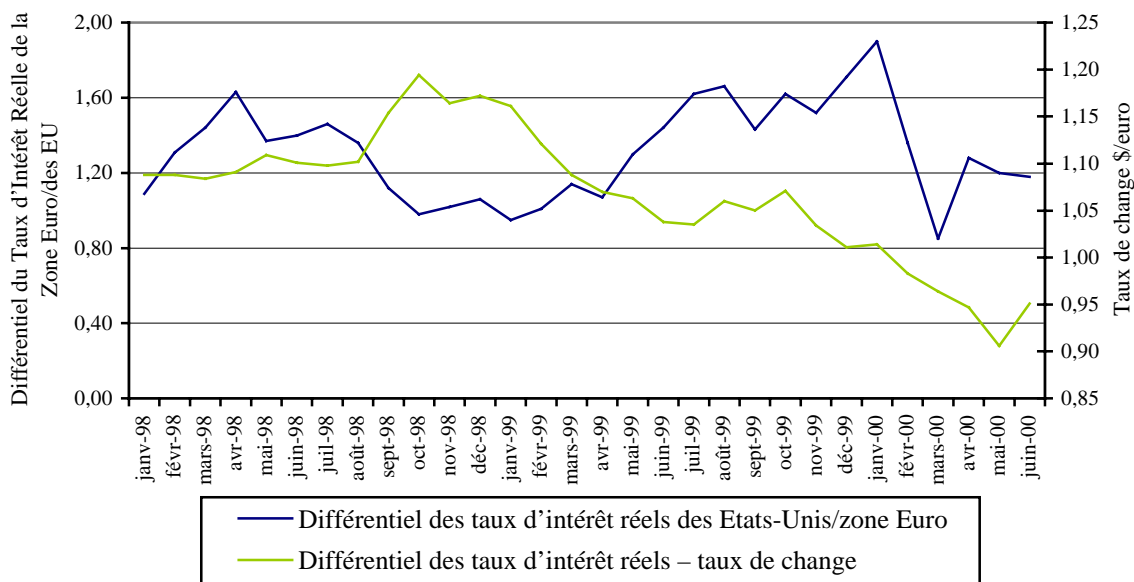


Source: Eurostat

<sup>13</sup> Taux du marché monétaire à 3 mois, moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, la moyenne du panier des dix monnaies de la zone euro.

<sup>14</sup> Taux du marché monétaire à 3 mois, moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, la moyenne du panier des dix monnaies de la zone euro.

**Graphique 6: Différentiels des taux d'intérêt<sup>15</sup> réels à court terme aux États-Unis et dans la zone euro et taux de change<sup>16</sup> (janvier 1998 – juin 2000<sup>17</sup>)**

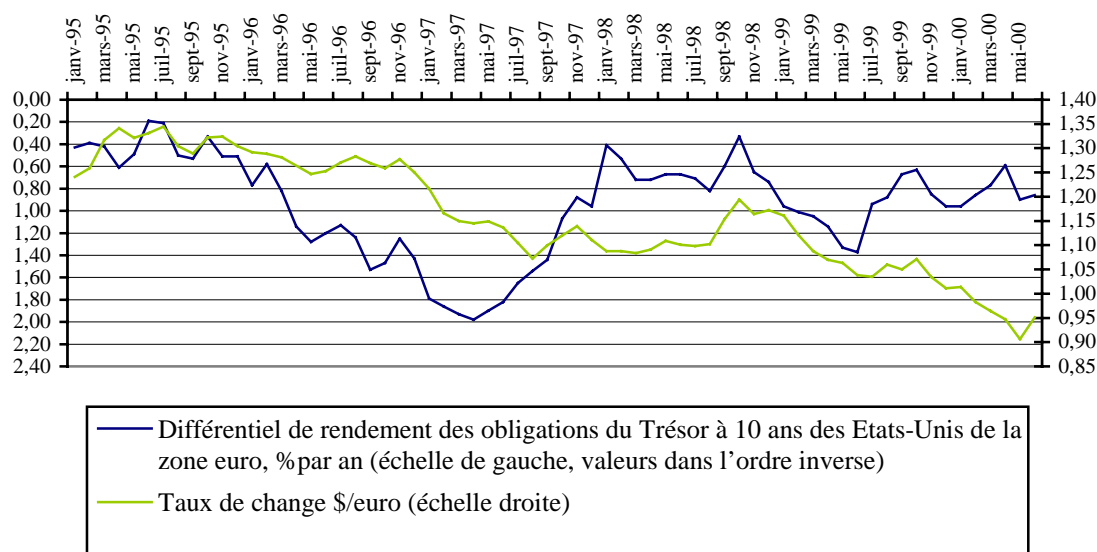
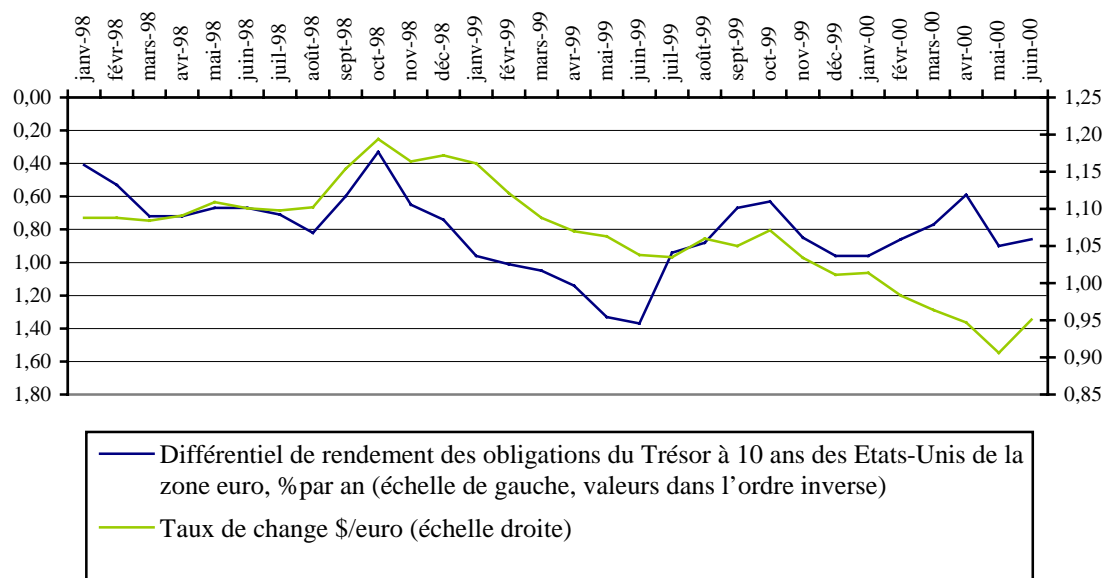


<sup>15</sup> Taux du marché monétaire à 3 mois, moyennes mensuelles tenant compte des différentiels d'inflation. Avant décembre 1998, moyenne des taux d'intérêt à court terme de la zone euro.

<sup>16</sup> Moyennes mensuelles. Avant décembre 1998, moyenne des taux de change des 10 monnaies de la zone euro par rapport au dollar.

<sup>17</sup> Valeur de juin à compter du 2 juin 2000.

**Graphique 7: Différentiels<sup>18</sup> de rendement des emprunts d'état sur 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro et taux de change (moyennes mensuelles).**



Sources: BCE et Eurostat

### 1.4. Parité des Intérêts Découverte (UIP)

La Parité des intérêts Découverte prévoit que le taux de change reflète les différences du taux d'intérêt servi sur une gamme de titres libellés en différentes monnaies, plus ou moins une

<sup>18</sup> Avant janvier 1998, rendement des emprunts d'état du Trésor allemand sur 10 ans pour la zone euro.

prime de risque. Par exemple, l'écart entre les rendements annuels d'obligations similaires dans deux monnaies devrait donner une idée du changement prévu de leur parité après une année. Les rendements des obligations tendent en outre à répercuter les décisions sur la politique monétaire prises pour des raisons domestiques intérieures dans chacune des zones monétaires. En d'autres mots, la théorie propose une liaison directe entre la politique monétaire actuelle et les futurs taux de change, lesquels traduiront le laxisme ou la fermeté des positions monétaires dans les différentes zones monétaires.

Comme mentionné précédemment, c'est clairement le cas à long terme et dans les cas extrêmes. Quand l'offre en argent n'est pas contrôlée, les taux d'intérêt et la valeur extérieure de la monnaie se font la course dans des directions opposées.

L'UIP cependant pose un problème: en tant qu'outil de prévision des fluctuations des taux de change sur les marchés eux-mêmes (voir Brittan 1999) elle n'a pas de bons résultats à son actif. La complexité de la relation entre les taux d'intérêt à court terme et à long terme pose un problème, tout comme le fait que les taux d'intérêt définis par la Banque Centrale ne sont que l'une des influences sur les taux à long terme (pour un traitement plus complet, voir le Parlement Européen, 2000a). La condition de la prime de risque, dont l'une des composantes majeures est précisément les cotes des monnaies concernées dont la valeur augmente ou baisse, constitue une seconde difficulté.

Par exemple, on peut supposer que le retour sur les obligations de référence du Pays A sera de 5% par an, et que celui des obligations du Pays B sera de 10%. Si l'on suppose également que la monnaie de B se dépréciera de moins de 5% sur l'année, il se produira un afflux de capital de A vers B. Si, selon les prévisions, la monnaie de B doit se déprécier de *plus* de 5%, le mouvement de capitaux se fera dans le sens inverse.

C'est le comportement d'investissement logique et les flux de capitaux en résultant permettront aux prévisions des taux de change de se réaliser. Néanmoins, comme le modèle dépend de deux types de suppositions de la part des acteurs du marché concernant d'une part les taux d'intérêt à venir et d'autre part les futurs taux de change eux-mêmes, sa capacité prévisionnelle ne peut être aussi bonne que les suppositions elles-mêmes.

### 1.5. Existe-t-il un taux de change correct?

Les modèles de détermination des taux de change qui insistent sur les échanges commerciaux impliquent nécessairement que les taux de change *réels* auront tendance à être constants. Les différentiels de niveaux de prix seront éliminés sous par l'arbitrage des marchés au fur et à mesure que les schémas de changement de la demande et du changement du taux nominal s'ajustent en conséquence. A un moment donné, il se produira donc théoriquement une structure d'équilibre des taux.

Ce n'est qu'une théorie confinée aux économistes. Les journalistes, les politiciens et les hommes d'affaires décrivent fréquemment une monnaie particulière comme "surévaluée" ou comme "sous-évaluée". L'étalon de référence de la sur- ou de la sous-évaluation n'est pas toujours expliquée mais ces déclarations signifient qu'il existe une parité "correcte" vers laquelle la monnaie concernée devrait se déplacer. Par exemple, un article publié par le FMI à la fin de l'année 1999 (Alberola, Cevero, Lopez et Ubide, 1999) affirme que l'euro a été "sous-évalué de façon nette" par rapport au dollar, même lors de son lancement au début de l'année 1999. La parité "correcte" était de €1 = \$1,26: un taux de 20% supérieur au taux existant début 2000.

Ces observations, montrent cependant qu'il faut user de prudence quand on utilise le terme "d'équilibre". Est-ce un concept *positif/descriptif*, c'est-à-dire un taux que le marché produira

finalement une fois que les distorsions à court terme auront été éliminées par l'arbitrage? Ou bien est-ce un concept *normatif*, c'est-à-dire un taux que les autorités publiques doivent essayer d'atteindre au moyen d'une politique fiscale, monétaire, et d'autres politiques?

Pour certains acteurs économiques, comme par exemple les acteurs des marchés des capitaux, le calcul du taux d'équilibre est susceptible d'être utile, de manière large, dans un sens descriptif: c'est-à-dire comme une prévision. Dans ce cas, cependant, les mots "sous-évalué" ou "surévalué" sont trompeurs. Par exemple, bien que l'expression "la livre est surévaluée" semble avoir des implications normatives, ce que l'on veut véritablement dire, c'est: "Si mes calculs sont corrects, la parité de la livre chutera".

En revanche, pour les autres acteurs économiques— par exemple, les directeurs des ventes à l'exportation, et, pour certains hommes politiques, le terme "taux d'équilibre" peut avoir moins d'importance en tant que prévision que comme recommandation politique. Dans ce cas, l'expression "la livre est sous-évaluée" ne peut dire que: "Je vais perdre des commandes d'exportation au bénéfice de mes concurrents".

Le besoin de calculer un taux d'équilibre peut également n'être qu'un produit dérivé du besoin de réduire la volatilité des taux dans le cadre d'un système de taux de change. Dans ce cas, que le taux soit réellement un taux "d'équilibre" est moins important qu'un accord général qui *soutenable*. Atteindre un tel accord peut cependant revenir à la fin à la question d'équilibre. Comme une analyse récente de l'OCDE le signale au sujet des difficultés de stabiliser les taux du dollar, de l'euro et du yen dans les zones cibles,

*"...il serait difficile d'obtenir des participants qu'ils se mettent d'accord sur le choix de la parité centrale et les bandes l'entourant car il n'y a pas de méthode généralement acceptée de calcul du taux de change d'équilibre."* (Coppel, Durand et Visco, 2000)

Pourtant, ce n'est pas faute d'essayer de trouver une telle méthode. Il existe un nombre considérable de modèles théoriques pour calculer le taux de change d'équilibre, analyser la façon dont les variations des taux de change réels (par opposition au taux de change nominal ou du marché) surviennent, et pour expliquer comment des déviations persistantes peuvent surgir de ces taux.

### 1.5.1. Parité du Pouvoir d'Achat (PPP)

La base la plus courante est celle de la Parité du Pouvoir d'Achat. Cet instrument permet d'estimer les taux "réels" qui existeraient si les différences de prix entre les zones monétaires avaient été éliminées par l'arbitrage. Aux taux PPP, un consommateur disposant d'une somme d'argent donnée constaterait que son pouvoir d'achat est identique, quelle que soit la monnaie dans laquelle le montant était libellé<sup>19</sup>.

Au niveau théorique, le premier problème est similaire à celui posé dans le concept de taux d'intérêt réel par opposition au taux d'intérêt nominal: une grande part dépend de la norme de mesure. Par exemple, si les taux d'intérêt réels sont les taux nominaux *moins* le taux d'inflation, le calcul est susceptible de varier suivant l'indice des prix utilisé.

Dans le cas du taux de change, comment le pouvoir d'achat d'une unité monétaire donnée pourrait-il être mesuré? Par rapport à l'Indice Général des Prix à la Consommation (CPI) ou par rapport à l'Indice des Prix à la Production (PPI)? Par rapport aux biens et services pondérés pour rendre compte des variations des schémas de revenus et/ou de dépenses? Ou

<sup>19</sup> Ou pour exprimer ce concept d'une autre manière populaire, les taux PPP sont-ils ceux auxquels le prix réel d'un standard hamburger "Big Mac" standard est le même dans tous les pays?

bien uniquement par rapport aux biens et services échangés entre les zones monétaires? Peu de biens et de services, même ceux échangés, sont des substituts exacts. La théorie des échanges commerciaux, en effet, accorde moins d'importance au prix qu'à la différenciation des produits: c'est-à-dire à la "division internationale du travail". Bien que les différences de prix puissent jouer un rôle clé sur quelques marchés (notamment celui des matières premières), les études de l'OCDE montrent que la majeure partie des échanges entre les économies développées ne sont pas élastiques du point de vue du prix.

En pratique, les marchés mondiaux ne peuvent jamais réaliser un arbitrage parfait entre les zones monétaires. De nombreux composants clés des dépenses domestiques normales ne font pas l'objet d'échanges commerciaux (ex: denrées alimentaires de base), d'où la possibilité d'avoir différents taux d'inflation à l'intérieur des différentes régions de la même zone monétaire<sup>20</sup>. Deuxièmement, les coûts du transport doivent être pris en compte. Troisièmement, il existe des décalages où les volumes de négociation et de sortie réagissent aux perturbations exogènes: les taux de change et les taux d'intérêt peuvent changer rapidement, il n'en va pas de même pour les plans de production et d'investissement, les contrats, etc. Quatrièmement, les effets des échanges commerciaux portant sur les biens et les services sur les taux de change peuvent être dépassés par les événements intervenant sur les marchés financiers (voir ci-dessus), qui deviennent plus importants en tant que facteurs déterminants des taux de change que les ajustements par rapport aux échanges commerciaux.

Enfin, même aujourd'hui, et même à l'intérieur du Marché Unique de l'UE, nous n'avons pas encore de libre échange total. Les tarifs douaniers, les taxes, les quotas, les barrières non tarifaires, les monopoles publics et quasi-publics, les restrictions "d'intérêt public", les politiques de préférence nationale etc. sont toujours d'actualité.

Par conséquent, les taux de change nominaux dévient toujours des taux PPP. C'est de toute évidence le cas à court terme où la volatilité du marché ne peut s'expliquer par les changements des taux d'inflation relatifs. Cependant, la divergence peut également persister pendant de longues périodes. Le taux de change du dollar, par exemple, a augmenté régulièrement de la fin de l'année 1980 pour culminer 50% au dessus de son taux "réel" en 1985. Il n'est revenu à son niveau original qu'à la fin de la décennie. Si, comme les manuels le disent, "sur le long terme les taux de change tendent à converger vers leurs valeurs PPP" (Lipsey et Crystal, 1995), la définition du "long terme" revêt une importance particulière à cet égard. En outre, le fait que le taux de change du dollar au début des années 90 était approximativement le même qu'au début des années 80 peut n'être qu'un phénomène statistique. Les courbes des taux réels du Deutsche Mark, du yen ou de la livre pendant la même période ne montrent aucun retour à une moyenne constante.

Les limites de PPP en tant que *qu'indicateur prévisionnel* du taux de change sont également illustrées par le fait alarmant qu'en septembre 1992, la parité centrale de la livre sterling à l'intérieur du Mécanisme du Taux de change du Système Monétaire Européen était légèrement *sous-évaluée* en comparaison du taux PPP ! Il n'est peut-être pas surprenant que Paul Samuelson, dans son essai de 1964 qui a fait école, décrivait le taux PPP comme

*"une doctrine à la prétention trompeuse, nous promettant ce qui est rare en économie, des prévisions numériques détaillées."* (Samuelson, 1964)

<sup>20</sup> Voir le *Bulletin Mensuel* pour octobre 1999 de la Banque Centrale Européenne.

### 1.5.2. Balassa-Samuelson

La déviation persistante du taux de change réel à partir des taux PPP calculés a donné lieu à deux essais distincts à ce sujet en 1964, le premier étant celui de Paul Samuelson, l'autre étant de Bela Balassa (1964). Le résultat est désormais plus connu sous le nom du "Modèle Balassa-Samuelson". Ce modèle établit une distinction critique entre les biens négociés et les biens non négociés dans le cadre d'une économie et identifie les différences de croissance de productivité dans les secteurs de négoce et les secteurs sans négoce comme un facteur clé, "l'hypothèse de l'orientation productiviste".

Par définition, l'analyse Balassa-Samuelson a confirmé que le taux de change tendrait vers leurs taux PPP, mais uniquement parce que cela s'appliquait aux biens négociés. La structure de prix interne d'un pays, cependant, serait également déterminée par les développements de la productivité des secteurs sans négoce, qui pourraient diverger de façon significative de ceux du secteur de négoce.

Par exemple, le progrès technologique peut être plus rapide dans les secteurs de négoce plus concurrentiels (ex: fabrication) que dans les secteurs sans négoce (ex: agriculture et services), faisant naître une divergence de croissance de la productivité et une hausse relative des prix des produits non négociés. Alors que l'arbitrage entre les prix/taux de change égaliserait les prix des biens échangés d'une zone monétaire à une autre, cela ne serait pas le cas pour les biens non négociés. Les différentiels de productivité entre les secteurs de négoce et les secteurs sans négoce se reflèteraient dans les différentiels entre les taux de change réels et les taux de change PPP. Si les différentiels de productivité internationale des biens négociés, par exemple, étaient supérieurs à ceux des biens non négociés, les pays à productivité supérieure auraient apparemment une monnaie surévaluée.

Depuis 1964, le modèle Balassa-Samuelson est soumise à des essais empiriques dont les résultats sont mitigés. Par exemple, un examen de l'hypothèse dans les pays et dans le temps par Asea et Mendoza (1994) ont trouvé un écho favorable concernant les hypothèses suivant lesquelles les différentiels de productivité déterminent les prix relatifs des biens non négociés, et qu'ils déterminent également les différences à long terme des niveaux de prix relatifs entre les pays. Cependant, ces différences "ont été de peu d'utilité" pour expliquer les déviations à long terme des taux de change réels par rapport aux taux PPP. Un de leurs effets a été de jeter le doute sur cet élément du PPP incorporé dans Balassa-Samuelson, c'est-à-dire la validité du PPP à long terme pour les biens *négociés*.

D'autres études théoriques et empiriques ont examiné différents modèles de taux de change, et leur écart par rapport aux taux PPP. Un récent document de travail du FMI de Jahanara Begum (2000), par exemple, se concentre sur le rôle des chocs de productivité relatifs – par exemple, les chocs technologiques. Le modèle prévoit que

*"les augmentations de la productivité intérieure des biens négociés (par rapport à la productivité extérieure des biens négociés) entraînent une appréciation du taux de change réel. En revanche, les augmentations de la productivité intérieure des biens non négociés provoquent une réelle dépréciation..."*

La preuve empirique ne corrobore la théorie que de façon limitée. L'essai cite également un certain nombre d'essais plus généraux de l'hypothèse de l'orientation productiviste qui, en utilisant les statistiques de l'OCDE, indiquent une corrélation entre les changements de différentiels de productivité et les fluctuations des taux de change réels.



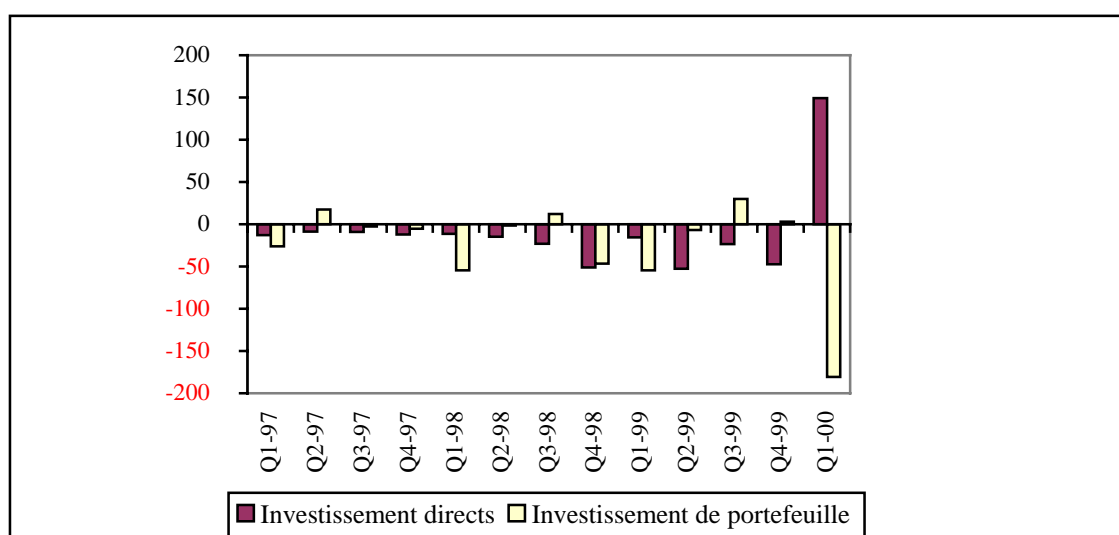
### 1.5.3. Investissement Etranger Direct et Investissements de Portefeuille

Les flux à court terme “de capitaux spéculatifs” visant à tirer profit des différentiels de taux d’intérêt ne représentent qu’une partie de la raison des flux de capitaux internationaux. Les flux dus à des investissements directs et à des investissements de portefeuilles d’actions ont certainement des retombées plus significatives. Le déficit à long terme du compte de capital que la zone euro a connu par rapport aux Etats-Unis a déjà été mentionné au chapitre 1.2 comme étant une explication plausible de la dépréciation de l’euro pendant 1999.

Une définition du taux de change d’équilibre pourrait par conséquent être fondée sur les retours prévus sur les valeurs immobilisées. Dans des conditions de mobilité totale des capitaux et en supposant qu’il n’existe aucune restriction légale sur l’acquisition d’actifs par les non-résidents, condition de taille, un volume important de capitaux affluera dans les zones monétaires où les possibilités d’investissements permettent d’obtenir les retours les plus élevés. Les taux de change se déplaceront alors vers un point d’équilibre “de la balance du portefeuille” où le retour sur tous les actifs est le même.

Par exemple, à une parité donnée, les coûts de la main d’œuvre dans le Pays A peuvent être considérablement inférieurs à ceux du Pays B. Les investisseurs dans le pays B peuvent décider que, suivant la théorie de “l’avantage comparatif”, la production de certains biens doit être délocalisée dans le Pays A, puis réimportée ensuite. Le résultat sera que la balance des comptes extérieure du Pays A, en capitaux et en compte courant, se redressera, le PIB augmentera de même que le taux de change de sa monnaie par rapport au Pays B. Là encore, les dirigeants des fonds de pension du Pays B peuvent décider que, aux parités existantes, les actions des sociétés du Pays A offriront des retours supérieurs que celles négociées sur le marché intérieur ou bien une société du pays B ayant un capital disponible peut décider qu’il serait plus judicieux d’acquérir une société existante dans le Pays A. Les flux de capitaux de portefeuille renforcent la parité de la monnaie A par rapport à la monnaie B.

**Graphique 8: Investissements nets directs et investissement de portefeuille: en milliards €**  
(en milliards ECU jusqu’à la fin 1998)



Source: Bulletin Mensuel de la BCE, juillet 2000

La théorie de “l’équilibre du portefeuille” des taux d’équilibre repose cependant sur l’hypothèse générale que des actifs similaires libellés en des monnaies différentes sont des substituts. C’est rarement le cas, à la suite de conditions de fourniture divergentes, de

variations de primes de risque, etc. Les mouvements de capitaux peuvent aussi être dictés par des préférences complexes de la part des détenteurs du patrimoine: par exemple, l'achat d'actifs déclenché par le souhait de diversifier des portefeuilles plutôt que de chercher des retours supérieurs<sup>21</sup>. De plus, il y a un phénomène "de dépassement", sur les marchés des actions et du change. Les capitaux se dirigent vers les marchés en croissance, bien au delà du stade où l'équilibre a été atteint, parce que, suivant les prévisions, tout le monde fera la même chose et soutiendra les prix. De manière similaire, les capitaux continueront de fuir les bateaux qui coulent bien au delà du point d'équilibre parce que tout le monde le fera. Ce n'est que lorsque les prévisions d'un redressement du marché seront certaines que le revirement de tendance se produira. La spéculation sous-jacente pour déterminer si le niveau actuel du cours des actions sur le marché des valeurs américain ou le niveau du dollar lui-même est soutenable est une preuve de ce problème. Par exemple, la Banque des Règlements internationaux signale dans son 70<sup>e</sup> Rapport Annuel que les "déséquilibres et déficits structurels" empirent dans l'économie mondiale, en particulier

*"l'écart sans précédent entre le taux d'épargne record au Japon et celui extrêmement faible aux Etats-Unis."* (BIS, 2000)

Enfin, la complexité du schéma des flux de capitaux est renforcée par les différences de taux et systèmes d'imposition. Bien que les revenus des investissements soient imposés aux taux en vigueur dans le pays où un investisseur réside, la répartition des revenus étant régie par un réseau d'accords fiscaux— les pays à fiscalité allégée peuvent offrir certains avantages. Une étude récente (Anderson, 2000) comprend un "indice de détresse" fiscale fondé sur l'addition des taux marginaux maximum d'imposition des individus et des sociétés, la TVA, l'impôt sur la fortune et les charges de sécurité sociale. Comme l'étude le montre, des taux de change marginaux élevés ont un effet dissuasif sur les producteurs et les chiffres constituent un "coup de semonce en direction de la France".

**Tableau 3: "Indice de détresse" fiscale**

US	IRE	UK	JAP	DE	DK	LUX	NL	FI	ES	GR	AU	SW	IT	BE	FR
90*	109.5	109.7	123	124**	125	126	124	138	139	146	147	151	154	171	193

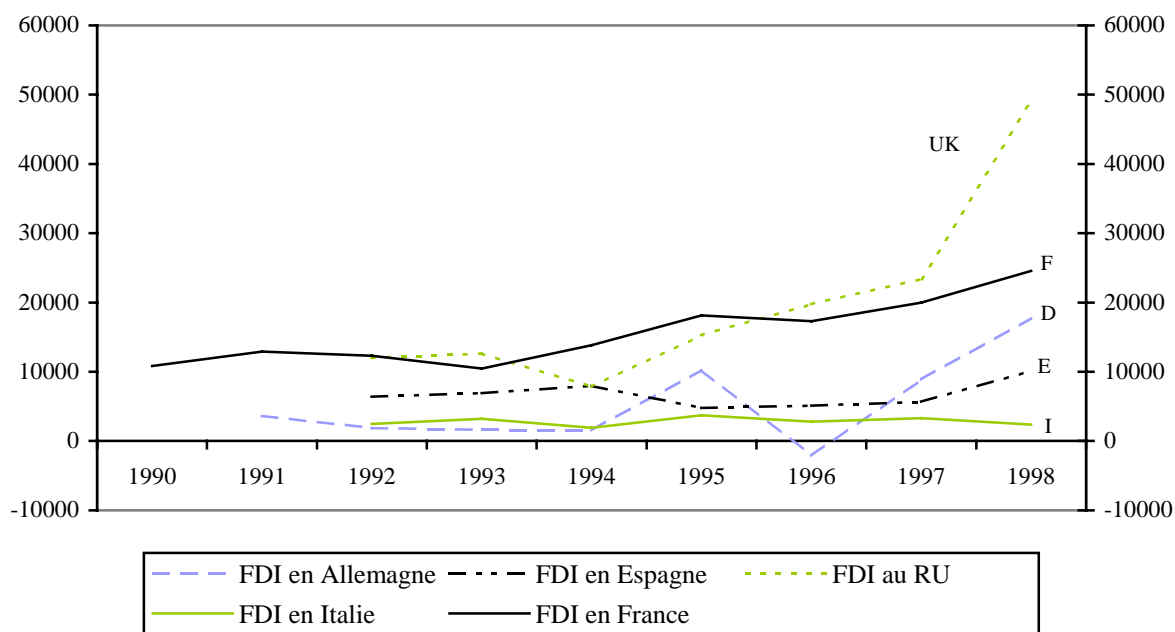
\* A l'exclusion des états où la fiscalité est élevée comme la Californie. \*\* sous réserve de réformes fiscales; sinon 143. Source: *Forbes Global*

Cependant, des chiffres récents indiquent que les résultats de l'économie française sont remarquablement bons: d'ici la fin 1999, le taux de croissance en glissement annuel était de 3,2%; et les impôts élevés ne semblent pas en fait avoir dissuadé les investissements directs étrangers (voir le Graphique 9). Une explication réside dans le fait que les effets étaient compensés par la "sous-évaluation", au moins par rapport au Deutsche Mark, du taux auquel la France était rattachée à l'euro<sup>22</sup> – explication reposant sur le concept d'un taux de change "correct".

<sup>21</sup> Ce sont les raisons qui ont été avancées pour expliquer les flux de capitaux du Dollar vers le Deutsche Mark pendant les années 70.

<sup>22</sup> D'après le FMI (Alberola, Cevero, Lopez et Ubide, 1999), "des quatre principales monnaies de l'UME, le Deutsche Mark affichait une sous-évaluation importante à la date d'entrée (3 pour cent), la lire italienne était modérément sous-évaluée (environ 4 pour cent), et les taux d'entrée du franc français et de la peseta espagnole étaient équilibrés.

**Graphique 9: Investissement directs étrangers (FDI)<sup>23</sup> dans les principales économies de l'UE**  
(millions €)



#### 1.5.4. Taux de change d'Equilibre Fondamental (FEERs)

Il existe bien évidemment des méthodes plus élaborées de calculer les taux d'équilibre possibles sur la base des modèles économiques de complexité variée.

Il est évident, comme l'on peut en avoir l'intuition, que les monnaies des pays qui rencontrent un succès relativement important dans le monde et qui s'enrichissent dans une certaine mesure, auront tendance à voir leurs taux de change *réels* s'apprécier, quels que soient les fluctuations des taux nominaux.

Le concept de taux de change d'équilibre fondamental (FEERs) développé par John Williamson (1983 et 1985) *et al*, par exemple, diverge du PPP par l'accent mis sur les facteurs macro-économiques réels plutôt que sur les agrégats monétaires, l'inflation et les taux de change. L'objectif est de calculer les conséquences du taux de change réel des développements de la tendance de la demande, de la croissance du PIB, de la concurrence, de la politique fiscale, etc.

Wren-Lewis et Driver (1998), inventeurs de ce modèle, soulignent par exemple que le FEER est un concept à moyen terme dans le sens d'un

*“équilibre où les valeurs d'actifs évoluent mais où les déséquilibres à court terme ont disparu (sic)”*.

Par conséquent, ce modèle concerne exclusivement les taux d'intérêt réels plutôt que les taux d'intérêt nominaux et n'a pas d'implications pour la politique monétaire.

*“A moyen terme, la politique monétaire détermine le niveau de prix et n'a pas de répercussion sur l'économie réelle ou le FEER”*.

<sup>23</sup> Définition des investissements directs utilisés par la Définition de Référence de l'OCDE des Investissements Directs Etrangers.

En revanche, la politique fiscale joue un rôle important dans les calculs du FEER.

*“Une diminution des dépenses publiques entraîne une diminution directe de la demande de production intérieure, tendant à causer une dépréciation du FEER. A contrario, une diminution des impôts (qui sera finalement introduite si la réduction des dépenses publiques perdue est permanente) entraînera une augmentation de la consommation, ce qui dynamisera la demande de production intérieure. Ces deux effets tireront les taux de dans des directions opposées, et il est impossible de dire à priori lequel est la plus forte.”*

L'utilité de ces modèles complexes, dans un sens positif comme instruments prévisionnels, ou dans un sens normatif comme guides pour la politique, manque néanmoins de clarté. Les calculs du G7 réalisés début 1998 par Wren-Lewis et Driver comprenaient des chiffres pour les taux nominaux de l'euro en 2000 entraînés par le FEER. En supposant que l'Allemagne, la France et l'Italie étaient dans la zone euro, mais pas le RU, la fourchette nominale \$/€ était comprise entre 1,404 – 1,149.

En d'autres mots, le modèle dit que le dollar est nettement surévalué par rapport à l'euro, en comparaison de ce que les tendances macro-économiques signifieraient. L'échelle de temps est bien évidemment loin d'être à moyen terme, suivant la définition de Wren-Lewis/Driver.

\*

L'existence d'autant de théories et de modèles de détermination du taux de change *réel* illustre le problème qu'il y a à déterminer quel marché particulier ou taux *nominaux* pourraient être estimés comme “corrects”.

De plus, aucun des modèles ne fournit une réponse satisfaisant à la question critique: pourquoi les marchés produisent-ils généralement un résultat aussi différent?

## 2. Influence des Taux de change sur la Politique Monétaire

Lors d'un discours prononcé à Rome vers la fin janvier 2000, un membre du Conseil d'Administration de la BCE, Tommaso Padoa-Schioppa, a fait référence

*"au rôle important que le the taux de change joue dans la définition de la politique monétaire".*

L'expression a été immédiatement mise en avant par les médias, puisqu'elle semblait contredire l'accent habituellement mis par la BCE sur la valeur intérieure plutôt que sur la valeur extérieure de l'euro et également avec la position du commissaire responsable, Pedro Solbes, selon lequel il n'y avait pas

*"de lien claire entre une politique bien définie et le taux de change".*

Les déclarations ont été interprétées dans certains services comme une preuve de confusion de la part de la BCE<sup>24</sup>, qui, pour sa part, avait contribué à ramener une nouvelle fois l'euro à parité avec le dollar.

Que les marchés de change soient réellement aussi sensibles à ces nuances est discutable. Comme indiqué dans l'Introduction de cette étude, Mr. Padoa-Schioppa ne faisait qu'énoncer une évidence dans des termes généraux. Il y a des circonstances où la gestion de la politique monétaire a des répercussions évidentes sur le taux de change, de même qu'il y a des circonstances dans lesquelles les évolutions du taux de change ont des retombées sur la conduite de la politique monétaire. Comme la valeur de l'euro est tombé au dessous de 0,97 \$ le 31 janvier 2000, le Président de la BCE Wim Duisenberg a admis que:

*"le taux de change joue un rôle décisif dans la stratégie de BCE, et son affaiblissement continu remettrait en question l'objectif de maintien de la stabilité des prix de la BCE".*

### 2.1. Effet de la dépréciation sur les prix

Il semble courant de supposer qu'une dépréciation de la monnaie entraînera un taux d'inflation supérieur en rendant les produits d'importation plus chers.

Toutefois, ce n'est pas nécessairement le cas. D'abord, cela dépend beaucoup de la proportion des biens négociés par rapport au PIB, de l'élasticité des prix de la demande des importations et des exportations et de la disponibilité des solutions de substitution aux importations. Dans la plupart des pays européens, par exemple, la demande en pétrole d'importation n'offre pas cette élasticité des prix à court terme et il n'existe que peu de solutions de substitution à court terme. Une augmentation du prix du pétrole, que cela soit le résultat de changements du prix de fourniture ou d'une dépréciation de la monnaie par rapport au dollar trouve une répercussion immédiate au niveau du prix du pétrole.

Dans son étude de l'économie de l'UE de 1999, la Commission déclarait de façon explicite que *"les évolutions du taux de change contribuaient à une hausse des prix au cours de l'année 1999 pour la zone euro"* (Commission, 1999). Elle ajoutait néanmoins

*"...les données de certains dossiers au début des années 90 ont révélé que le degré jusqu'auquel les hausses de prix des importations étaient répercutées sur les prix finals à la consommation dépendait de l'état de la demande de consommation et de la perception ou non de la dépréciation comme temporaire ou permanente. Dans la mesure où le prix des produits étrangers vendus sur le grand marché de l'euro est*

<sup>24</sup> Ex: par le *Financial Times* de mardi 25 janvier 2000

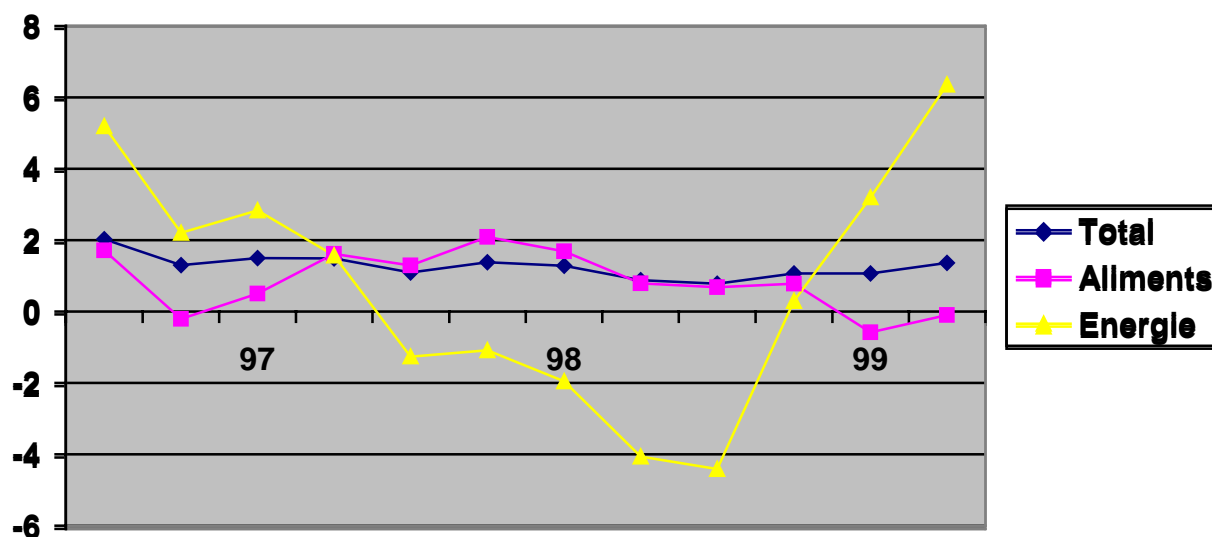
déterminé de façon croissante en fonction du marché et que les importations sont de plus en plus facturées en euros plutôt qu'en monnaie étrangère, cela mettrait également un frein à la répercussion des fluctuations de taux de change. Ces facteurs suggéreraient une répercussion relativement atténuée de la dépréciation récente de l'euro sur les prix à la consommation."

En outre, une augmentation du prix des importations ne peut pas à elle seule provoquer une hausse du taux d'inflation. Pour que cela se produise, les augmentations de prix doivent être compensées par une croissance des agrégats monétaires.

"Une augmentation du niveau des prix, induite par le taux de change, pour un objectif monétaire donné, entraînera une réduction des balances monétaires, une hausse des taux d'intérêt et un ralentissement de la demande intérieure, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les prix." (OCDE, 1985)

En d'autres mots, si la politique monétaire est stable, une augmentation des prix à l'importation sera compensée par une diminution correspondante des autres prix.

**Graphique 10: Fluctuations des prix dans l'UE, 1997/9**



Source: Eurostat

Les chiffres extraits des agrégats concernant les fluctuations de L'Indice Harmonisé des Prix à la Consommation pendant 1998/9 sont l'illustration de cet effet (voir le Graphique 10). Après une période de baisse régulière, les prix du pétrole ont commencé d'augmenter nettement mi-1998 et ont continué leur progression jusqu'en 1999. Cependant, l'indice général des prix n'a augmenté que de façon marginale, en raison d'une diminution nette des prix des denrées alimentaires. Si l'on ne tient pas compte des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, l'indice montre une inflation quasiment inchangée, de 1% par an.

## 2.2. Effets directs et effets indirects

La propre analyse de la BCE concernant la façon dont les augmentations des prix à l'importation se répercutent sur les prix à la consommation est publiée dans ses *Bulletins* de juin et août 2000. Elle distingue dans le mécanisme:

- *Les effets directs*– une hausse des prix de l’essence à la pompe par exemple à la suite de l’augmentation mondiale des prix du pétrole (qui sont naturellement libellés en dollars).
- *Les effets indirects*, et fur et à mesure que l’augmentation des prix à l’importation sont répercutés sur la chaîne de production et sont reflétés dans l’Indice des Prix à la Production (PPI).
- *Effets de “Second degré”*, principalement sur les revendications salariales et l’échelle des salaires.

En ce qui concerne les **effets directs**, l’analyse distingue la survenance spécifique d’une augmentation du prix du pétrole et l’effet plus général d’une augmentation du prix des biens importés (c’est-à-dire l’effet d’une dépréciation monétaire). Dans le cas précédent, selon “une règle générale courante”, une augmentation de 10% du prix du pétrole en euros entraîne une augmentation immédiate de 1% du facteur énergie du HICP, et donc une hausse de 0,1% du HICP général. Dans le second cas, la BCE, à l’instar de la Commission, note la tendance croissante des producteurs étrangers à “définir leurs prix en fonction du marché”, c’est-à-dire de définir les prix sur les différents marchés de manière à maintenir leur part de marché, quel que soit les fluctuations des taux de change, de sorte que les éventuels effets sur le HICP sont “difficiles à quantifier”. Les fluctuations à court terme du taux de change peuvent donc n’avoir qu’un effet limité, voire nul sur la plupart des prix à l’importation.

*“Cependant, les modifications plus prolongées du taux de change ont généralement des répercussion sur le prix à l’importation à un moment donné dans le temps”<sup>25</sup>.*

Les **effets indirects** sur le HICP *via* les coûts des entrants des producteurs intérieurs, qui comme la BCE le souligne viendraient *s’ajouter* aux effets directs proviennent à la fois d’une augmentation spécifique du prix, comme dans le cas de du pétrole, et d’une hausse générale du prix des matières premières et des biens intermédiaires à la suite de la dépréciation monétaire. L’analyse mentionne l’importance de la substitution des importations mais note également que le “prix de la production intérieure des entrants suit de près les évolutions de prix sur le marché mondial”. Les effets sur le HICP surviennent en suite avec un décalage temporel.

*“Unes estimation approximative fondée sur l’expérience historique suggère que la récente augmentation de 20% des prix à l’importation, si elle se poursuit, risque de contribuer pour environ 1 pour cent à la hausse cumulative des prix à la consommation dans la zone euro via les effets indirects pendant une période de deux à trois ans.”*

Une étude des indices de prix depuis le début de l’augmentation des prix des importations fin 1998 montre en effet une relation étroite entre les prix des importations et les prix de la production industrielle mais quasiment aucune entre ces prix et le HICP (voir Graphique 11). On ne peut toutefois savoir avec certitude si:

- les effets doivent encore s’affirmer, comme la BCE le laisse entendre,
- l’élasticité de la demande à forcé les producteurs à absorber les augmentations des coûts des entrants, ou
- la position monétaire de la BCE elle-même a empêché des retombées inflationnistes.

Les **effets au second degré**, comme le note la BCE “dépendent de l’interaction complexe entre les salaires, les prévisions d’inflation, le cycle économique et la réaction politique macroéconomique”. Dans ses précédents *Bulletins*, la Banque semblait voir le circuit du taux

<sup>25</sup> *Bulletin Mensuel* de la BCE, août 2000, p.36

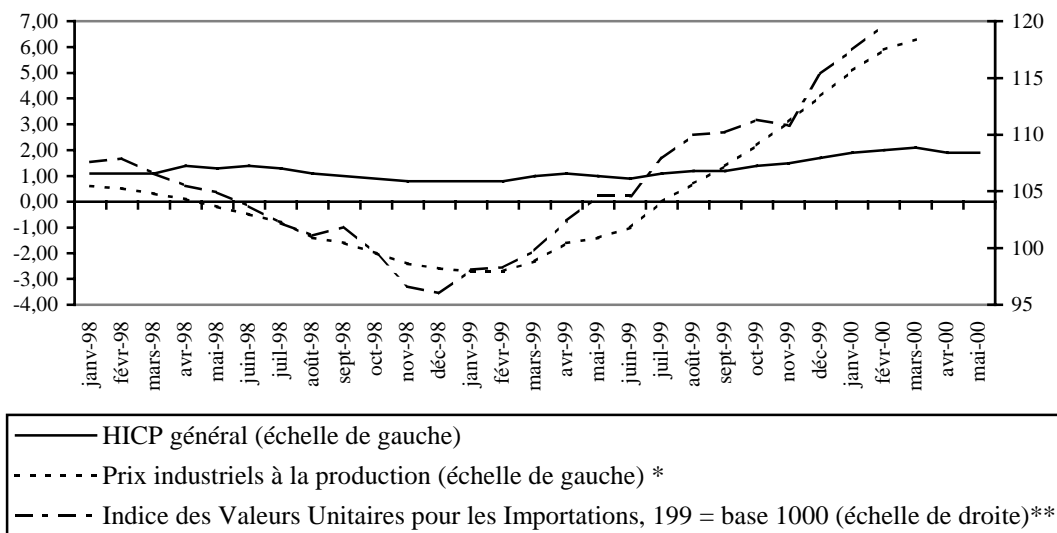
d'inflation et du taux de change fonctionner principalement par le biais des taux de rémunération, ce que l'on désignait autrefois par l'expression "inflation par les coûts".

*“ L'ancienne dépréciation du taux de change nominal effectif de l'euro et l'augmentation du prix du pétrole pendant 1999 ont augmenté le coût des importations pour la zone euro. Cela a entre autres entraîné des pressions d'augmentation à court terme sur le facteur du prix de l'énergie du HICP et éventuellement sur le prix des produits intermédiaires. Les risques menaçant la stabilité des prix sur le moyen terme dépende principalement de la réaction des salaires à ces développements à court terme des prix à la consommation”<sup>26</sup>.*

Dans sa revue 1999 de l'économie de l'UE, la Commission a également remarqué que:

“Le risque d'augmentation le plus grave concernant l'évolution de l'inflation semblerait provenir de l'évolution des salaires.” (Commission, 1999)

**Graphique 11: Prix à l'importation, à la production et à la consommation dans la zone euro**  
(modifications annuelles en %, données mensuelles)



\* A l'exclusion du secteur du bâtiment.

\*\* Les indices des valeurs unitaires se rapportent aux transactions entre la zone euro et le reste du monde, les calculs sont fondés sur les moyennes mobiles sur trois mois.

Source: Bulletin mensuel de la BCE, juin 2000

<sup>26</sup> Bulletin mensuel de la BCE, janvier 2000.



La cause immédiate d'inquiétude de la BCE a été les 5% d'augmentation salariale revendiqués par le syndicat allemand de la métallurgie IG Metall "qui donne le ton". Les salariés du secteur de la construction leur ont emboîté le pas en réclamant 4,8% d'augmentation suivis par les fonctionnaires qui demandaient quant à eux un relèvement de leurs salaires de 4,5%.

Le taux prévisionnel d'inflation des prix allemands en 2000 n'est cependant que de 1,5% (voir l'étude de la Deutsche Bank, 2000b). Les accords salariaux effectifs devraient s'établir dans la région des 2,5%, soit à peu près au même niveau que dans la zone euro en général. C'est légèrement plus que l'augmentation moyenne de 2,2% intervenue en 1999 dans le secteur privé. Des hausses des niveaux de salaires doivent également avoir lieu dans le contexte de changements de la productivité de la main d'œuvre. La réclamation du syndicat IG Metall était fondée sur un gain de productivité prévisionnel dans le secteur de 3,5%. De manière générale, la productivité dans la zone euro devrait augmenter de près de 2,5%, soit à peu près l'équivalent des accords salariaux, de sorte que la hausse nette des coûts unitaires de la main d'œuvre pourrait être *inférieures* au 1% enregistrés en 1999.

Dans les années 60 et 70, des débats animés ont eu lieu entre les économistes et les politiciens concernant les mérites relatifs des théories de l'inflation par "les coûts" et de l'inflation "par la demande". Bien que la politique officielle dans de nombreux pays européens ait été pendant longtemps de chercher à juguler l'inflation par une influence directe sur les taux de rémunération, les avocats de la théorie de l'inflation "par la demande" ont réussi à démontrer avec succès qu'ils étaient promis à l'échec si les autorités monétaires compensaient les augmentations salariales par une augmentation de la masse. Cependant, la controverse selon laquelle on pouvait empêcher les augmentations salariales d'avoir des répercussions sur l'inflation si elles n'étaient *pas* adaptées est demeurée entière.

Ces points théoriques et analytiques ne mènent à aucune méthode précise de calcul des répercussions et des étendues de répercussion d'une dépréciation monétaire sur les augmentations de prix à la consommation. L'expérience passée peut produire des "règles générales" mais il n'est pas sage de parier que le passé se répète toujours. De même, les modèles économétriques peuvent générer des prévisions. Celui de l'OCDE (Interlink), indique que

- une dépréciation de 10% de l'euro renchérit de 0,6 point en pourcentage le taux d'inflation après un décalage d'un an et
- une augmentation de 10 \$ du prix du baril de pétrole renchérit de même l'inflation 0,6 point en pourcentage au bout d'un an, et de 0,5 point supplémentaire après deux ans.

Les chiffres détaillés produits par Interlink sont joints dans l'annexe 2. Interlink traite le taux de change comme une variable exogène. On peut obtenir des chiffres similaires avec le modèle Quest de la Commission (voir Tableau 3). Néanmoins, ces chiffres ne sont bons que si le modèle et les données entrées le sont également; et, comme l'OCDE l'a elle-même constaté (voir page 19), même des modèles économétriques très élaborés ne peuvent que donner des résultats prévisionnels médiocres.

### 2.3. Conditions monétaires

Une dépréciation de la monnaie non seulement augmente les prix des importations, mais elle réduit également les prix des exportations, ce qui dynamise la demande. Cela peut aussi renforcer les pressions inflationnistes, l'importance dépend de la capacité d'épargne de l'économie.

Pour l'autorité monétaire, l'évaluation de la réponse correcte à apporter à une fluctuation de la parité n'est donc pas un problème simple. En principe, une diminution de la valeur extérieure d'une monnaie entraîne un assouplissement de la position monétaire, et, si la position demeure neutre, il doit y avoir des mesures de compensation sur le marché intérieur. Les effets combinés peuvent être rassemblés dans un Indice des Conditions Monétaires (MCI)<sup>27</sup>.

Ces indices donnent cependant une fausse impression de précision. Différents modèles économiques donneront des compromis différents entre les conditions extérieures et intérieures. De plus, il y a un problème de décalages: une fluctuation du taux de change et une modification compensatoire du taux d'intérêt, par exemple, peuvent ne pas avoir de répercussions sur les conditions monétaires au même moment.

Dans le cas de la livre sterling, les comptes rendus du Comité pour la Politique Monétaire de la Banque d'Angleterre fournissent la preuve des désaccords qui existent à ce sujet. Ils montrent que lors de la réunion de mai 2000, trois membres du MPC ont voté en faveur du relèvement des taux d'intérêt en se basant sur le fait que la chute de 7,5 % de la parité de la livre sterling ce mois-là entraînerait une augmentation de l'inflation de 0,5 point en pourcentage dans un délai de deux ans. Le MCI (RU), utilisé par la Banque d'Angleterre, indiquait en fait en mai 2000 que la combinaison des taux d'intérêt à court terme à 6% d'une parité £/Deutsche mark de 1 pour 3,40 équivalait aux conditions monétaires à taux à court terme à 7,5%.

Cependant, de l'avis de Sir Alan Budd (2000), ancien membre du MPC, l'importance de la valeur de la livre pour l'inflation était "ridiculement faible". Les modèles économétriques n'avaient pas permis de déterminer un lien ferme. Le Professeur Willem Buiter (2000), autre ancien membre du Comité Monétaire de la Banque d'Angleterre, s'est également référé à "l'ancienne règle du quatre-pour-un" selon laquelle une baisse de 4% de la livre sterling nécessiterait une augmentation de 1% du taux d'intérêt. "Ce n'est pas ça, l'économie", a-t-il déclaré.

Quest, modèle économétrique de la Commission, produit des données chiffrées pour conséquences des fluctuations des taux de change de l'euro pour l'inflation et la croissance économique. Par exemple, une appréciation de 10 % de l'euro en 2000 aurait les effets suivants sur une période de deux ans:

**Tableau 4: Effets d'une appréciation de 10% du taux de change de l'euro**

	2000	2001
PIB	- 0.9	- 1.2
Prix à la consommation	- 0.8	- 1.3

*Source: Services de la Commission*

Ces calculs sont naturellement fondés sur l'idée que les "autorités monétaires ne touchent pas aux taux d'intérêt": c'est-à-dire qu'aucune tentative ne sera faite pour compenser l'impact déflationniste de la modification du taux de change par l'expansion monétaire intérieure. Deuxièmement,

<sup>27</sup> Par exemple, celui utilisé par la Deutsche Bank dans ses rapports "Surveillance de l'UM€" est composé à 80% du taux d'intérêt du marché monétaire à court terme, et à 20% du taux de change effectif réel.

*“les résultats dépendent de la façon dont l’appréciation du taux de change se produit. En particulier, l’effet sur la production varie suivant que la fluctuation du taux de change est causée par des politiques monétaires divergentes ou par une modification des primes de risque de la condition de parité découverte des taux d’intérêt, comme dans la simulation actuelle. Cependant, les différences d’effets sur les prix à la consommation sont limités.”* (Commission, 1999)

En d’autres mots, et contrairement à Interlink, Quest traite le taux de change comme une variable endogène (pour des informations supplémentaires, se reporter à l’article de la Commission qui sera bientôt publié).

## 2.4. Taux d’intérêt

Quel que soit le mécanisme de transmission, une dépréciation de la monnaie ne provoque pas automatiquement une augmentation du niveau *général* du prix. Le résultat dépendra en partie du souhait des autorités monétaires de maintenir la situation monétaire générale stable, et également si les mesures compensatoires s’avèrent efficaces. Quand une dépréciation se combine à un taux d’inflation déjà orienté à la hausse, la principale réaction sera vraisemblablement une hausse des taux d’intérêt, c’est-à-dire précisément la mesure prise par la BCE le 3 février 2000<sup>28</sup>. Cette action remplit une double mission.

- En adoptant une position ferme sur le plan monétaire, elle se répercute sur l’inflation.
- De plus, en augmentant le taux nominal de retour sur actifs, cela devrait compenser l’effet de la dépréciation et empêcher une sortie de capitaux à court terme.

Du point de vue historique, cette seconde mission a constitué le lien le plus évident entre le taux de change et la politique monétaire. Dans des systèmes à parités fixes ou semi-fixes comme le Mécanisme du Taux de change du Système Monétaire Européen (ERM), le relèvement des taux d’intérêt à court terme a été l’une des défenses classiques adoptées contre la dépréciation forcée (l’autre défense étant l’intervention sur les marchés de change par les Banques Centrale, voir le chapitre 2.10).

Quand les pression des taux de change extérieurs et les pressions monétaires intérieures vont dans la même direction, cela ne cause pas de problèmes. Néanmoins, quand le Royaume a découvert à ses dépens en 1992, cette situation n’est pas toujours atteinte. Pendant les années immédiatement précédentes, l’inflation intérieure et la faiblesse extérieure de la livre sterling laissaient présager une augmentation des taux d’intérêt. Or, comme l’inflation chutait, les taux d’intérêt *nominaux* élevés sont devenus de façon croissante des taux *réels* élevés, ce qui a provoqué un resserrement déflationniste sur l’économie. Les conditions économiques intérieures exigeaient des taux inférieurs.

La livre sterling était cependant dans l’obligation de demeurer à l’intérieur des étroites marges de fluctuation de l’ERM. La situation *a atteint son point culminant* en août/septembre 1992, quand la livre sterling a fait l’objet de manœuvres spéculatives de

<sup>28</sup> Annonçant l’augmentation, Wim Duisenberg, Président de la BCE, a déclaré que *“Le développement du taux de change n’était pas la manœuvre décisive qui avait fait pencher la balance”*. Différents rapports de la réunion décisive indiquent en effet que trois facteurs ont joué un rôle:

- Le taux de change,
- Les prévisions que le taux d’inflation puisse passer la barre des 2%, définie par la Banque comme le critère de “stabilité des prix”, pendant l’année; en janvier, le taux a en effet atteint 1,9 % et
- Le fait que la masse monétaire, définie comme M3, augmentait à une vitesse supérieure à 1,5 points de pourcentage au dessus du niveau de “référence de la Banque” fixé à 4,5%.

grande envergure sur les marchés des capitaux. La première ligne de défense a été d'intervenir officiellement sur les marchés de change et d'appuyer cette défense en ayant recours au programme d'emprunt ECU. La seconde a été d'ajuster les taux d'intérêt. Or, ni l'intervention, ni la baisse des taux d'intérêt allemands à court terme, ni une hausse du taux d'intérêt au RU à 15%, n'ont convaincu les marchés que la parité de la livre sterling était soutenable et les besoins de l'économie intérieure semblaient empêcher toute autre augmentation au RU. Le 16 septembre qui fut un "Mercredi Noir", la livre sterling est sortie de l'ERM.

### ENCADRÉ 3: Taux d'intérêt et taux de change

#### *"L'euro chute après une décision surprenante de la BCE concernant les taux d'intérêt"*

*"La réaction négative de l'euro à l'augmentation des taux d'intérêt par la BCE a suscité plusieurs explications contradictoires hier de la part des observateurs du marché.*

*A la suite des déclarations de Duisenberg, selon lesquelles cette mesure permettrait 'd'éclaircir l'horizon pendant un certain temps à venir', de nombreux observateurs en ont conclu que l'augmentation avait simplement entraîné un resserrement mais que la trajectoire générale de la politique monétaire demeurerait inchangée.*

*Les marchés à terme des taux d'intérêt n'étaient pas de cet avis, suggérant à la place que la BCE se montrait vraiment plus agressive. Le contrat euribor de décembre, qui avait évalué les taux à 4,75 pour cent approximativement a perdu environ 24 points de base.*

*Une explication plus plausible de la baisse de l'euro, selon les analystes, a été l'inquiétude que la BCE n'ait freiné la croissance de manière trop agressive.*

*'Il y a un risque d'exagération dans ce cas,' a déclaré Ray Attrill, directeur de recherche chez economic consultancy 4Cast. 'Associée à une envolée de la monnaie, ce relèvement du taux de 50 points peut être considéré comme une menace pour la croissance.'*

*Il a ajouté que cette action en faveur d'un refinancement à taux variable signifiait que le marché pouvait pousser les taux au dessus des 4,25 pour cent annoncés hier."*

Monnaies et Rapport des Marchés Monétaires, *Financial Times*, vendredi 9 juin, 2000

D'autres monnaies ont suivi des chemins différents, comme par exemple la couronne danoise. Les parités ERM existante ont été maintenues par l'augmentation des taux d'intérêt à court terme au dessus de 100% et ce point a été sujet à controverse dans les enquêtes qui ont suivi le "mercredi noir": des augmentations similaires auraient-elles permis de garder la livre sterling dans l'ERM, en faisant échouer les projets des spéculateurs? Comme précédemment indiqué, la parité PPP était à l'époque *supérieure* à son taux central ERM, et les fluctuations des taux de change ultérieures ont jeté un doute sur la croyance générale qui voulait qu'à l'époque la livre ait été surévaluée.

Il est indéniable qu'une modification des taux d'intérêt à court terme comme un moyen d'augmenter la valeur extérieure d'une monnaie peut ne pas toujours réussir. Il peut même se faire que l'augmentation des taux pour défendre une parité ait des effets inverses ( voir Encadré 3).

*“L’augmentation des taux d’intérêt peut quelquefois renforcer une monnaie si les investisseurs dans cette monnaie sont effrayés par les dangers de l’inflation. Or, en Europe, aujourd’hui, c’est l’opposé. L’argent afflue de l’Europe vers l’Amérique à la recherche d’une croissance économique plus forte et non d’une inflation inférieure.”*  
(Kaletsky, 2000)

Cependant, quand d’autres facteurs économiques n’exercent pas de pressions contraires, des taux d’intérêt supérieurs sont susceptibles de renforcer la parité extérieure d’une monnaie, cela peut être aussi mal venu en termes de politique intérieure que l’inverse.

Une fois encore, un exemple instructif est fourni par le Royaume Uni.

Depuis qu’elle a quitté l’ERM en 1992, la livre a flotté, et a presque classiquement illustré le phénomène de “dépassement”. A partir de sa parité centrale à l’intérieur de l’ERM égale à 2,95 DM, elle était tombée mi-1995 à moins de 2,20 DM. Elle s’est ensuite redressée à 3,00 DM début 1998, et avait grimpé à 3,20 DM début 2000.

#### **ENCADRÉ 4: Inflation dans la zone euro et au RU**

*“Le MPC est supposé maintenir l’inflation entre 1,5 et 3,5 pour cent d’après un instrument de mesure unique, le RPIX. Elle est actuellement de 2,2 pour cent. La BCE est supposée maintenir l’inflation entre 0 et 2 pour cent suivant un instrument de mesure reconnue internationalement appelée l’indice harmonisé des prix à la consommation. Elle est actuellement de 1,9 pour cent. En utilisant le même instrument de mesure, l’inflation au RU est cependant de 0,8 pour cent. Vous devez donc vous demander pourquoi les deux cinquièmes sont supérieurs à ceux de la zone euro, notamment, quand les taux à long terme au RU sont inférieurs aux obligations en euros comparables.”*

Graham Searjeant, Rédacteur Financier, dans *The Times* du 13 juillet 2000.

Les taux d’intérêt au RU ont entre-temps été réglé exclusivement en réaction aux exigences monétaires intérieures. Le manque de synchronisme du cycle économique du RU avec celui des autres principales économies européennes et donc une tendance de l’économie du RU à l’inflation perçue de manière plus forte, bien que cela puisse être une illusion maintenant (voir Encadré 4) a entraîné un maintien du taux d’intérêt à un niveau de plusieurs points supérieurs à celui dans la zone euro. La livre sterling s’est donc appréciée par rapport à l’euro comme le dollar qui a maintenu un différentiel de taux d’intérêt similaire (voir le chapitre 1.3).

Début 2000, ces appréciations ont provoqué des récriminations de la part des fabricants britanniques qui perdaient des commandes à l’exportation à cause de la surévaluation de la livre. Bien qu’en fait les exportations du RU résistaient étonnamment bien à une parité élevée, il était clair que certains secteurs étaient soumis à une pression à la concurrence considérable: par exemple, les industries britanniques de l’acier et de l’automobile.

Pour les mêmes raisons, des voix se sont élevées pour faire part de leur inquiétude qu’un redressement de l’euro (ou, dit d’une autre manière, une chute du dollar) pourrait avoir des avantages comme des inconvénients.

*“...de même que les européens peuvent se plaindre de la faiblesse de l’euro, ils pourraient connaître une situation bien pire encore ...un monde dans lequel le dollar et*

*les marchés des valeurs aux Etats-Unis s'effondrent et où l'euro s'envole.*" (Crooks et Barber, 2000).

## 2.5. Le taux de change en tant qu'instrument de lutte contre l'inflation

L'inconvénient de la dépréciation d'une monnaie, entraînant une inflation, est, en effet, l'effet déflationniste potentiel d'une augmentation du taux de change. La revue de la Commission en 1999 évalue un "risque de baisse de l'inflation" découlant d'un "atterrissage plus dur que prévu de l'économie des Etats-Unis", qui

*"entraînerait probablement des afflux de capitaux entraînant un redressement de l'euro. Une appréciation suffisamment confortable aurait le pouvoir de réduire la pression des prix dans la zone euro de manière considérable..."* (Commission, 1999)

L'indexation du taux de change sur la monnaie d'une économie à inflation inférieure, soit entièrement, soit avec une "parité à crémaillère", qui permet une dépréciation limitée est en fait une stratégie anti-inflationniste courante. C'était en partie la raison pour laquelle le gouvernement du RU a intégré la livre dans l'ERM en 1990, après une période où elle avait vécu "dans l'ombre" ou "vécu dans le pécher avec" le Deutsche Mark par rapport à l'extérieur. Entre octobre 1990 et septembre 1992, le taux de l'inflation au RU est tombé de 10,9% à 3,6%.

L'étude de l'OCDE déjà citée (1985) donne une évaluation détaillée du ciblage des taux de change par rapport au ciblage de l'agrégat monétaire et ses auteurs notent que, là où la pression inflationniste provient d'une orientation à la hausse de la demande en argent, un taux de change cible offre un avantage majeur en termes de réduction de la perte de rendement. Cependant, par rapport à d'autres chocs, (conflits salariaux, impulsion fiscale, augmentation des taux d'intérêt étrangers), les cibles monétaires semblent préférables. En outre, comme dans le cas d'une dépréciation,

*"..le taux de change n'influencera pas généralement l'inflation indépendamment du taux de croissance des agrégats monétaires à long terme".*

Ne compter que sur l'appréciation des taux de change comme outil anti-inflationniste est également dangereux. Comme indiqué dans l'Introduction, l'effet peut être destiné moins à freiner les pressions inflationnistes internes qu'à les cacher. Un sentiment de suffisance peut être induit chez les autorités monétaires. Enfin, si et quand le marché évalue et que le taux de change commence à tomber, le "resserrement" nécessaire pour maintenir les prix stables sera bien plus strict.

Se fier à un taux de change indexé comporte d'autres dangers, comme la récente crise financière en Asie l'a montré. Des systèmes financiers relativement laissés à eux-mêmes ont été capables d'emprunter des dollars à des taux de change fixes, et à des taux d'intérêt relativement bas avec l'aide d'une garantie apparente du gouvernement. L'effondrement final a précipité des pans importants de leurs secteurs financiers et d'entreprises dans l'insolvabilité.

*"Les pays qui ont le plus souffert de la crise asiatique ont été les pays en voie de développement car les Banques Centrales ont décidé de maintenir les taux de change indexés sur le dollar."* (Parlement Européen, 2000b)

En ce qui concerne l'euro lui-même, l'utilisation d'un taux de change cible comme instrument anti-inflationniste a été pris en compte brièvement mais rejeté. L'Institut Monétaire Européen dans son guide des options de politique monétaire, publié en 1997, a décidé que

*“qu’un taux de change cible n’est pas considéré comme approprié puisque, pour une zone potentiellement aussi grande que la zone euro, cette approche pourrait sembler incohérente avec l’objectif de stabilité interne des prix.” (Institut Monétaire Européen, 1997)*

## 2.6. Le taux de change comme indicateur

L’objectif initial de la politique monétaire de la BCE, définie dans le Traité<sup>29</sup>, est en effet de préserver la stabilité des prix, c’est-à-dire le pouvoir d’achat interne de l’euro. C’est ce que la Banque a défini comme un taux d’inflation, comme indiqué par l’Indice Harmonisé des Prix à la Consommation de l’UE (HICP), de moins de 2% *par an*. L’application de la politique repose sur deux “piliers”:

- Un “niveau de référence” de 4,5% pour le taux annualisé de croissance de la masse monétaire définie comme M3, et
- différents indicateurs concernant les futurs niveaux d’inflation possibles, dont le taux de change extérieur de l’euro en est un.

Jusqu’à présent, la BCE n’était pas disposée à publier une cible d’inflation spécifique. Elle n’avait pas donné non plus de détails concernant le modèle utilisé pour prévoir les tendances inflationnistes (contrairement à Quest de la Commission). Il n’est donc pas possible de dire avec précision quelle pondération BCE donne au taux de change en comparaison des autres indicateurs comme les chiffres de la masse monétaire qui est le “premier pilier” ou les fluctuations des taux d’intérêt à long terme. L’analyse des déclarations des membres du Conseil des Gouverneurs de la BCE, ainsi que des *Bulletins Mensuels*, permet néanmoins de dire que le taux de change, au moins jusqu’à une date récente, n’avait pas un poids très élevé. Ceux qui recherchaient des preuves que les risques inflationnistes étaient limités par rapport aux marchés obligataires:

*“Les changements des taux d’intérêt nominaux à long terme reflètent typiquement les perceptions des risques d’inflation à long terme par les marchés.... Si je considère les obligations à long terme libellées en euros, je peux en conclure que la BCE a déjà mérité un niveau de crédibilité.” (Issing, 1999)*

Ceux, en revanche qui ont vu les risques inflationnistes s’accroître, soulignaient surtout le fait que M3, pendant fin 1999 et début 2000, dépassait le niveau de référence des 4,5%. Quand il est apparu clairement que les facteurs extérieurs prenaient une plus grande importance, ce fut d’abord sur la forte augmentation du prix du pétrole, plutôt que sur le taux de change que l’attention s’est focalisée. Ce n’est que vers la fin janvier 2000 qu’une menace de la dépréciation de l’euro par rapport au dollar a été mentionnée de manière spécifique.

D’ici la mi février, le facteur du taux de change avait acquis une importance majeure. Otmar Issing faisait maintenant remarquer que:

*“Le déclin de l’euro a contribué à renforcer les risques de stabilité des prix, en particulier parce que l’économie mondiale a vraiment changé pour s’orienter vers une croissance élevée. Les prix des matières premières suivent une courbe ascendante et ce n’est pas uniquement le pétrole qui est concerné.... Dans ce contexte, l’affaiblissement monétaire se traduit par des prix à l’importation nettement supérieurs.” (Issing, 2000)*

---

<sup>29</sup> Article 105, paragraphe 1.

Dans le *Bulletin Mensuel* du mois d'avril, le taux de change semblait en passe de devenir un facteur prédominant:

*“Les récentes augmentations du taux d’inflation dans la zone euro, par rapport à l’Indice Harmonisé des Prix à la Consommation (HICP), proviennent, pour une large part, des effets combinés du prix du pétrole et des développements des taux de change.”*

Cependant, le *Bulletin* d'avril a également attiré l'attention sur les limites de ces facteurs extérieurs en tant qu'indicateurs d'une inflation future.

*Ce qui compte pour la politique monétaire, ce sont les tendances qui sous-tendent les prévisions de stabilité des prix à moyen terme.”*

De ce point de vue, un indice plus approprié est celui de “l'inflation structurelle”, qui exclue certains articles volatiles comme l'énergie, certains aliments et boissons alcooliques<sup>30</sup>. Alors que le taux d'inflation de la zone euro, mesuré par le HICP, était supérieur à 2% en mars 2000, le taux structurel était juste au dessus de 1%. En revanche, en avril, le revirement des prix du pétrole a une nouvelle fois entraîné une chute du HICP au dessous du taux de référence de 2%; mais le taux structurel avait augmenté à 3%.

Il est raisonnable de penser que la pondération du taux de change au milieu des “indicateurs au sens large” de l'inflation à venir se rapporte (ou devrait se rapporter) à son effet sur l'inflation structurelle à moyen terme.

## 2.7. Quel taux de change?

Le rôle du taux de change en tant qu'indicateur des conditions monétaires générales à l'intérieur d'une économie (MCI) et indicateur de la future inflation pose une question méthodologique importante: comment doit-on mesurer la valeur extérieure d'une monnaie? Dans le cas de l'euro, l'attention populaire a été largement centrée sur le taux de change par rapport au dollar, avec une surveillance parallèle du taux par rapport au yen. Pour estimer les effets économiques des fluctuations des taux de change, une définition plus large est cependant nécessaire. En outre, comme l'OCDE le fait observer,

*“les instruments de mesure efficaces des taux de change sont clairement sensibles au choix de l'ensemble de pays et au système de pondération sur lequel reposent les calculs”* (Coppel, Durand et Visco, 2000)

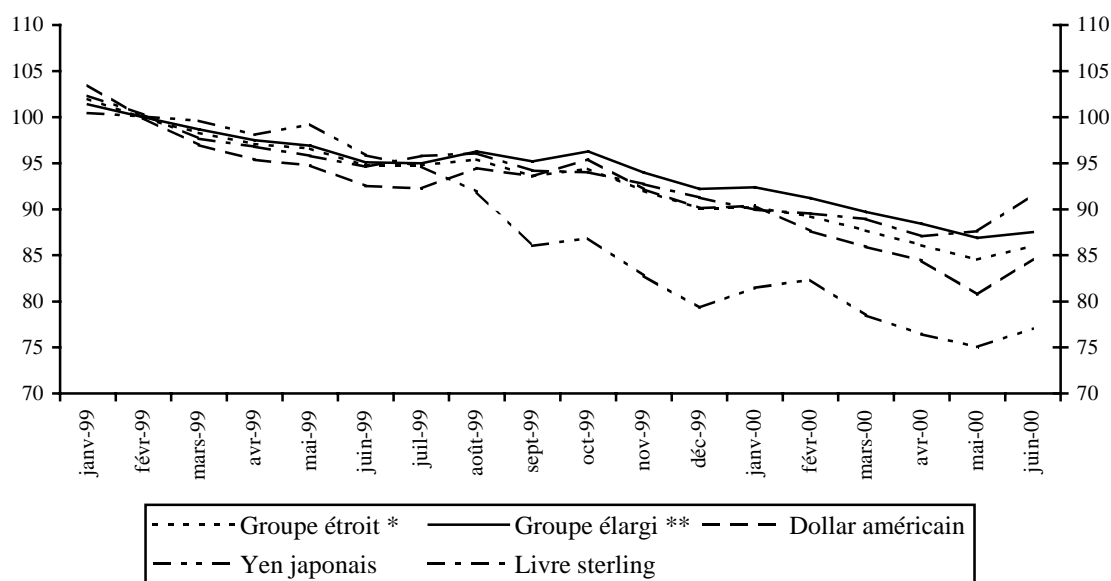
La plupart des calculs généraux des taux de change sont fondés sur la valeur extérieure de la monnaie en question par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux les plus importants. La BCE elle-même utilise deux principales définitions:

- Une définition étroite, fondée sur 13 partenaires commerciaux industrialisés et nouvellement industrialisés de la zone euro, représentant environ 62% du total des échanges commerciaux de la zone (importations et exportations).
- Une définition large, basée 39 partenaires commerciaux, y compris les économies de transition et les marchés émergents. Cela représente approximativement 89% du total des échanges commerciaux de la zone.

D'autres organisations utilisent des bases de calcul de remplacement. La mesure de l'OCDE par rapport à l'euro est fondée sur un panier de 30 pays. Le FMI comprend tous les pays dont le poids commercial est supérieur à 1%.

<sup>30</sup> Pour une discussion approfondie du concept “d'inflation structurelle” et des problèmes de la définition, voir Wynne (1999).



**Graphique 12: Taux de change réel de l'euro***(moyennes mensuelles; indice 1999 Q1=100)*

\* Calculs fondés sur les moyennes pondérées du taux de change bilatéral de l'euro. Les pondérations sont fondées sur les échanges commerciaux 1995-7 avec les partenaires commerciaux et capturent les effets des marchés tiers. Le groupe étroit est composé des monnaies des pays suivants: Etats-Unis, Japon, Suisse, le Royaume-Uni, la Suède, le Danemark, la Grèce, la Norvège, le Canada, l'Australie, Hong Kong, la Corée et Singapour.

\*\* Le groupe élargi comprend les monnaies du groupe étroit plus les monnaies des pays suivants: Algérie, Argentine, Brésil, Chine, Croatie, Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Malaisie, Mexique, Maroc, Nouvelle Zélande, les Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Slovaquie, Slovénie, Afrique du sud, Taïwan, Thaïlande, et Turquie.

Source: BCE

La pondération des taux de change est tout aussi importante que le choix des pays dans la compilation du taux de change efficace, qui dépend de l'analyse des flux commerciaux. Dans le cas de l'euro, les taux utilisés par la BCE

*“sont calculés sur la base des échanges de produits manufacturés (moyenne de trois ans sur la période allant de 1995 à 1997)<sup>31</sup>.”*

Cette méthode, signalée par la BCE, est similaire à celle utilisée par la Banque des Règlements Internationaux. Les pondérations tiennent compte des importations et des exportations de produits manufacturés mais les exportations sont doublement pondérées “pour tenir compte des effets du marché en”. Les taux de change nominal effectif nominal sont ensuite calculés en appliquant des pondérations commerciales au taux de change bilatéral de l'euro par rapport aux pays sélectionnés, principalement calculés comme des moyennes mensuelles des cours au comptant quotidiens.

<sup>31</sup> “Le taux de change nominal et effectif réel de l'euro”, dans le *Bulletin Mensuel* d'avril 2000 de la BCE.

Pour les taux réels, on utilise différents facteurs de déflation. Dans le cas du groupe étroit de partenaires commerciaux, où des données comparables sont disponibles, les taux sont calculés sur la base des prix à la consommation, des prix à la production et les coûts de main d'œuvre unitaires de la fabrication (ULCM), avec du travail sur les alternatives en cours. Dans le cas du plus large groupe, on utilise uniquement les prix à la consommation.

Les calculs de la BCE concernant les fluctuations du taux de change de l'euro et l'euro "théorique" avant 1999, indiquent ce qui dépend de la méthodologie utilisée. Entre 1993 et 1998, le taux de change nominal de l'euro a augmenté de 38% quand il était mesuré par rapport à la longue liste de partenaires commerciaux. Pendant la même période, il est cependant tombé de 5% par rapport à la liste étroite. Cependant, quand on l'ajuste en fonction de l'inflation, sur une base CPI, l'écart a été nettement réduit.

Depuis le début de 1999, la parité de l'euro a chuté sur tous les indices, bien que de façon plus nette pour la définition nominale étroite. Cela reflète bien évidemment l'importance du dollar et de la livre dans l'indice étroit, et le fait que les monnaies des pays de l'indice plus large se sont également dépréciées.

La BCE note que l'objectif primaire de ces indicateurs de taux de change réels est de mesurer les modifications de la concurrence internationale de la zone euro; et que

*“ces indicateurs peuvent ne pas être particulièrement adaptés à être utilisés pour évaluer l'impact des changements de taux de change sur l'inflation intérieure par l'intermédiaire du prix à l'importation”.*

Les indicateurs du taux de change réel fondés sur le prix à l'importation et les pondérations appropriées à cet effet sont "en cours d'étude".

La valeur extérieure actuelle de l'euro, c'est-à-dire son taux de change, dépend dans une grande part de l'instrument de mesure utilisé. La chute de l'euro en 1999 n'était que de 7%, si on le mesurait comme un taux réel par rapport aux partenaires commerciaux (définition OCDE) mais était égale au double par rapport au dollar et près du triple par rapport au yen (voir tableau 5).

**Tableau 5: Baisse du taux de change de l'euro en pourcentage en 1999**

Par rapport au \$	Par rapport au ¥	Par rapport à £	Taux nominal (définition de l'OCDE)	Taux réel (définition de l'OCDE)
- 14.2	-22.4	-11.9	-9.6	-7.0*

Source: OCDE

\* jusqu'à octobre 1999

Quel est celui par ces taux qui est le plus utile dans le contact de la politique monétaire? Celui mesuré en fonction des indices pondérés des monnaies des partenaires commerciaux semblerait donner une image plus complète des pressions inflationnistes extérieures ou des pressions déflationnistes et il est curieux que la BCE n'ait pas encore son propre indice des taux de change réels pour évaluer cet impact.

Or, les échanges commerciaux, comme précédemment mentionné, ne représente qu'une partie de l'image. L'importance du taux du dollar est considérablement renforcée par son rôle sur les marchés de capitaux internationaux et par le fait que le prix du pétrole est donné en dollars. C'est la chute de l'euro au dessous de \$0,90 en mai 2000 qui a donné l'idée à la BCE

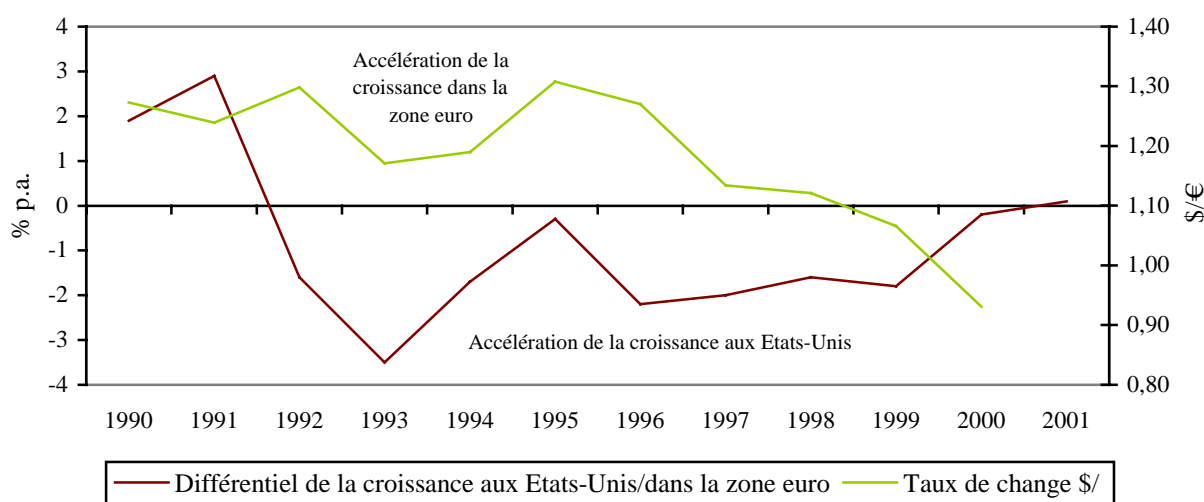
et aux leaders politiques de la zone euro de “vanter” la monnaie dans les semaines qui ont suivi.

## 2.8. Le Taux de change et la Croissance

Si un taux de change “surévalué” a été périodiquement utilisé comme un instrument anti-inflationniste (voir le paragraphe 2.4 ci-dessus), l’opposé a été plus fréquent du point de vue historique: c’est-à-dire, que l’on a utilisé un taux de change “sous-évalué” pour stimuler la croissance économique.

Par exemple, on a souvent dit que le RU avait adopté cette politique à la suite de la sortie de la livre sterling du Mécanisme des Taux de Change du SME 1992, bien que, comme cela a été dit précédemment, la dépréciation de la livre au niveau “sous-évalué” de 2,20 DM ait été largement le résultat du dépassement par les marchés financiers. La responsabilité des autorités monétaires était celle, tangentielle, de réduire les d’intérêt pour des raisons intérieures.

**Graphique 13: croissance économique dans la zone euro et aux Etats-Unis (%) et taux de change \$/€, 1990-2000**



Source: Eurostat

Des modifications similaires ont été faites par rapport à la dépréciation de l’euro après sa création en 1999. Loin d’être un échec surprise, l’on peut arguer que la chute de la parité de l’euro par rapport au dollar a été une politique destinée à dynamiser en particulier la compétitivité de l’industrie allemande. Etant donné que les pressions inflationnistes étaient négligeables, la BCE a été capable d’adapter cette stratégie en réduisant les taux d’intérêt début 1999; et pendant le premier trimestre de 2000, les exportations de la zone euro et les exportations allemandes étaient à un niveau supérieur de plus de 20% à celui de 1999. Oscar Lafontaine a perdu sa place mais il a eu le dernier mot !

Que ces explications soient plausibles ou non, il y a des preuves qui relient les fluctuations des taux de change et les changements des taux de croissance comparatifs (voir Graphique 13). Le proto-euro a atteint une valeur maximale inflationniste de plus de 1,30 \$ en 1995, à une date à laquelle les taux de croissance de la zone euro et des Etats-Unis n’étaient pas très

éloignés l'un de l'autre (2,3% par rapport à 2,7%). Les années suivantes, cependant, les taux de croissance ont néanmoins divergé de façon nette, celui de la zone euro chutant à 1,4% en 1996, tandis que celui des EU augmentait à 3,6% en 1996 et à 4,3% l'année suivante. Le cours €\$ a ensuite entamé un déclin régulier, uniquement interrompu par la phase "d'euphorie" 1998.

Une corrélation d'une telle simplicité s'effondre pour la période depuis laquelle l'euro en tant que tel a été créé. Le net redressement de la zone euro pendant cette période, associé à un léger déclin de la croissance des Etats-Unis, devrait avoir entraîné un redressement de l'euro également, comme la BCE, la Commission et les Ministères des Finances de l'UE l'ont affirmé constamment. Au lieu de cela, l'euro est demeuré obstinément au dessous de \$1, en dépit des prévisions selon lesquelles le taux de croissance de la zone euro en 2001 serait supérieur de façon marginale à celui des Etats-Unis (3,1% par rapport à 3%).

Cette expérience semble suggérer qu'une chute du taux de change peut dynamiser la croissance économique mais que la hausse de la croissance économique comparative ne stimule pas nécessairement le taux de change.

L'utilisation de la dévaluation monétaire pour augmenter la croissance est-elle justifiée? Cette politique peut s'avérer efficace, à condition que cela ne provoque pas de représailles et n'ait pas de conséquences monétaires internes (ex: inflation et une hausse d'intérêt).

Le fait que la stimulation économique soit de nature générale ou est confinée à l'économie en question a des répercussions sur l'ampleur des risques de représailles. Quand l'activité économique décline sur le plan international, comme ce fut notamment le cas dans les années 1930, une utilisation fréquente du taux de change de cette manière peut entraîner un cycle de "dévaluation compétitive", dans lequel chaque économie tente, au moins temporairement d'exporter son chômage. A l'opposé, un ajustement des taux de change peut être considéré comme un outil économique légitime dans les cas où les effets de certains événements ont eu des effets asymétriques sur des économies différentes.

Comme cela a été mentionné dans l'Introduction de cette étude, les arguments les plus importants contre la dépréciation monétaire comme un outil de stimulation de la croissance sont les implications pour la politique interne. La "dévaluation ne fonctionne pas" parce que l'avantage concurrentiel à retirer d'une dépréciation sera rapidement érodée par l'inflation. Cela, pour sa part, entraînera une hausse des taux d'intérêt, un resserrement de la politique monétaire et fiscale politique et, par conséquent, d'une diminution de la croissance et de l'augmentation du chômage. Les dépréciations de la livre sterling dans les années 50, 60 et 70 ont été responsables dans une certaine mesure du phénomène désormais connu sous la désignation d'économie du "stop-go".

Dans les cas où il existe d'importantes marges de capacité et où les autres pressions inflationnistes sont faibles, une dépréciation monétaire peut cependant ne pas avoir ces effets. Cela a été le cas pour la livre au début des années 90 et de l'euro en 1999.

En effet, on peut objecter que le taux de change d'une monnaie doit toujours être ciblé au niveau le plus bas possible par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux en conformité avec la stabilité monétaire interne. A condition que les représailles puissent être évitées, l'amélioration résultante du taux de croissance doit également avoir des effets positifs sur la conduite de la politique monétaire: le chômage diminuera, les impôts augmenteront, la situation fiscale s'améliorera et un niveau d'intérêt plus faible sera possible, stimulant encore plus la croissance économique.

## 2.9. Devrait-il y avoir un taux de change cible?

La discussion de ces question entraîne une question importante: devrait-il y avoir un taux cible pour l'euro?

L'Institut Monétaire Européen, comme cela a été dit précédemment, a étudié mais rejeté le ciblage des taux de change (bien que ce ciblage ait fait partie intégrante de la période préparatoire au "verrouillage irrévocable des parités" début 1999). La BCE a ensuite suivi, ou a été contraint de suivre la politique de "négligence bienveillante" apparente.

Les défenseurs d'un taux de change cible soulignent l'existence de deux principaux avantages.

- Un accord pour maintenir la parité \$/€ dans les marges prédéterminées ou "zones cibles, par exemple, plus ou moins 2 cents de part et d'autre de la parité 1:1, comme l'a récemment proposé le Professeur Robert Mundell (2000), réduirait la volatilité du taux de change internationale, améliorant ainsi les conditions de change et d'investissement. L'économie réelle ne serait plus à la merci des fluctuations à court terme sur les marchés de capitaux.
- Si des zones cibles étaient définies à des niveaux reflétant les fondamentaux économiques, c'est-à-dire autour du calcul de "taux d'équilibre, des distorsions à long terme seraient évitées, comme les distorsions de la politique économique et monétaire auxquelles ces défauts d'alignement donnent lieu.

Le ciblage des taux de change doit faire face à des difficultés de deux ordres.

Premièrement, il faut régler le problème de la **détermination des taux ou marges cibles**. Le paragraphe précédent de cette étude abordait la question de la constitution d'un taux de change d'équilibre. Comme le remarquait l'OCDE, il n'y a pas de méthode de calcul généralement acceptée. Plus important encore cependant est le fait évident que tout taux cible, aussi attesté soit-il par la théorie économique, sera extrêmement difficile à soutenir si les marchés ne sont pas d'accord.

Il suffit de prendre l'exemple de l'euro lui-même. A la date de son lancement, son taux de change "correct" par rapport au dollar était estimé de façon large quelque part 1,15 \$ et 1,30 \$, certains calcul élargissant cette fourchette jusqu'à 1,40 \$ (voir le paragraphe 1.5.4). Dès le début de l'année 2000 cependant, les économistes et les commentateurs parlaient d'une gamme soutenable de parités 1: 1 (voir Mundell, 2000).

La tentative de maintenir l'euro dans une marge comprise entre 1,15 \$ et 1,30 \$ pendant 1999 et le début 2000 attirerait certainement l'attention sur le second problème: **comment maintenir la cible choisie face aux pressions du marché**. Les conséquences les plus dommageables pour la conduite de la politique monétaire ont été recensés par l'OCDE. (Coppel, Durand et Visco, 2000, p.11). Maintenir l'euro dans les marges sélectionnées

- *"...pourrait exiger des variations importantes des taux d'intérêt, ce qui entraînerait effectivement un déplacement de la volatilité des marchés de change sur les marchés monétaires et les marchés obligataires."*
- Ces fluctuations des taux d'intérêt *"peuvent ne pas nécessairement être cohérents avec la stabilité des prix et il y a donc un risque que la crédibilité de la politique monétaire puisse être gâchée, en augmentant les primes de risque et en anéantissant les avantages de l'union monétaire."*

En outre, le maintien d'un taux de change cible auraient également révélé le manque de clarté et le potentiel de conflit dans les clauses du Traité. Un accord sur les taux de change aurait été la responsabilité primaire d'ECOFIN. La BCE, cependant, aurait été légalement en droit de refuser une action en faveur de l'accord, par exemple, en augmentant ou en abaissant le taux d'intérêt, ce qui était en conflit avec sa mission initiale consistant à préserver la stabilité interne des prix. L'OCDE a indiqué dans un autre essai que

*“..l'absence d'un taux de change cible évitait un conflit très déplaisant de priorités pendant la première moitié de 1999.”* (OCDE, 2000)

## 2.10. Intervention

N'aurait-il pas néanmoins été possible et ne demeure-t-il pas possible de maintenir les taux de change €/\$ dans les marges prédéterminées par une intervention sur les marchés du change? Comme des rumeurs d'un éventuel soutien de l'euro par la banque centrale se sont développées à la fin du mois de mai 2000, le Président de la *Bundesbank* Ernst Welteke a fait remarquer que *“l'intervention fait partie de la boîte à outils des banquiers centraux”*.

Le principal argument contre l'intervention des banques centrales est qu'elles ne disposent tout simplement pas des ressources nécessaires pour s'emparer des marchés de change. Comme pour la livre sterling en 1992, la mobilisation des réserves en or et devises et les facilités d'emprunt pour soutenir une monnaie que l'on pense être surévaluée donne simplement aux spéculateurs la possibilité de faire un “pari à sens unique”.

Néanmoins, les réserves à la disponibilité du SEBC sont importantes, voire nettement supérieures en fait à ce qui serait normalement garanti par l'exposition de la zone euro aux risques liés au change.

Au début du mois de décembre 1999, le SEBC dans son ensemble possédait plus de 330 milliards € de réserve d'or et de devises, dont près de 40 milliards € ont été représentés par les actifs transférés à la BCE elle-même au début de la phase 3 de l'UME. En comparaison, les Etats-Unis ne détenaient que 110 milliards \$. En termes de couverture des frais des importations, la zone euro avait des réserves d'or et de devises (auxquelles on peut ajouter les facilités du to FMI) d'une durée de plus de 5 mois, tandis que l'autonomie de réserve n'était que de 1,3 mois pour les EU.

L'union monétaire a en fait changé de manière spectaculaire la position de change/réserve des pays de la zone euro. Le besoin de maintenir des réserves pour l'intervention obligatoire dans le cadre du Mécanisme des Taux de change a fondu comme neige au soleil. Dans le même temps, les échanges entre eux, en termes monétaires, ont cessé d'être “étrangers” et sont devenus “nationaux”. La part du PIB représentée par les “échanges étrangers” a été divisée de moitié. En revanche, seul ce faible montant de leurs réserves précédemment détenues dans les monnaies les uns des autres, principalement des Deutsche Marks ou des ECU, a cessé de figurer parmi les réserves obligatoires en devises.

Sur la base d'un niveau de réserve suffisant pour couvrir un à deux mois d'importations de l'extérieur, le niveau normal des réserves de la zone euro peut être estimé entre 100 et 150 milliards de dollars. Même en faisant preuve de la plus grande prudence, le SECB émet des réserves quant à l'intervention.

*“Les chiffres des réserves excédentaires sont compris entre 100 milliards \$ et 240 milliards \$. Or, toutes les études font état d'un excédent substantiel.”* (Etude de la Deutsche Bank, 2000a)

En outre, même une intervention limitée peut réussir si le timing est bon: c'est-à-dire si elle est effectuée quand il n'y a pas de fortes pressions du marché sur la parité de la monnaie. Dans ces cas-là, des achats ou ventes limitées suffisent, voire même la simple indication que l'intervention peut être imminente pour pousser le taux de change dans la direction choisie.

Il demeure vrai, cependant, que les chances de réussite d'une intervention ne sont pas symétriques. Une Banque Centrale souhaitant appuyer sa propre monnaie n'a que des ressources limitées à sa disposition: l'or et les devises de ses réserves, ainsi que les facilités accordées par le FMI et autres possibilités d'emprunt. En revanche, une Banque Centrale souhaitant soutenir une *autre* monnaie, ou déprécier sa propre monnaie, a des possibilités qui sont théoriquement infinies: c'est-à-dire la capacité de créer son propre argent.

Aussi importantes qu'elles puissent être, les forces du marché ne peuvent forcer la dévaluation d'une monnaie si elle bénéficie de la garantie illimitée d'une autre ou d'autres Banque(s) Centrale(s). Bien que la création d'argent afin d'intervenir sur les marchés de change puissent perturber la position monétaire de la Banque Centrale intervenant, cette intervention peut être "stérilisée" de sorte que la liquidité n'est pas augmentée sur le marché intérieur.

Le second principal argument contre l'intervention par n'importe quelle Banque Centrale, est donc que son succès sera incertain, à moins qu'il soit soutenu par d'autres Banques Centrales. Plus précisément, dans le cas de l'euro, la BCE aurait besoin du soutien de la Réserve Fédérale américaine. Les politiques de "négligence bienveillante" de chaque côté de l'Atlantique devraient être remplacées par un accord concernant le \$/€ taux de change "correct" ou la marge de taux.

La façon dont un système bi-polaire (\$/€) ou tripolaire (\$/€¥) pourrait opérer a été exposée par le Professeur Bofinger (2000) de l'Université de Würzburg dans une étude pour le Parlement Européen qui a eu une certaine influence. Selon lui, les deux principaux problèmes seraient:

- La détermination du taux ou de la marge cible, question examinée auparavant dans cette étude et
- La maîtrise des difficultés créées, du côté de l'Europe, par les conditions du Traité.

### 2.11. Problèmes institutionnels

En supposant que l'on estime souhaitable que la zone euro applique une politique des taux de change, comment y parviendrait-on? Le premier problème serait de prendre les décisions nécessaires.

L'article du Traité concerné est le n° 111 (anciennement 109). Il stipule

*"A titre de dérogation de l'article 300<sup>32</sup>, le Conseil peut, en agissant de manière unanime à l'initiative d'une recommandation de la BCE ou de la Commission, et après avoir consulté la BCE dans une tentative d'atteindre un consensus conforme à l'objectif de stabilité des prix, après consultation du Parlement Européen, conclure des accords formels sur la base d'un système de taux de change pour l'ECU par rapport aux monnaies tierces."*

---

<sup>32</sup> Qui couvre la procédure normale pour la "conclusion d'accords entre la Communauté et un ou plusieurs états ou organisations internationales".

En l'absence d'un système de taux de change total, le Conseil, agissant cette fois à la majorité *qualifiée*, et après avoir consulté la BCE, mais *sans* avoir l'objectif d'atteindre un consensus, peut

*“formuler des orientations générales pour la politique des taux de change par rapport à ces monnaies”.*

Enfin, suivant la même procédure que pour les orientations générales,

*“quand des accords concernant la politique monétaire ou les questions de taux de change doivent être négociés par la Communauté avec un ou plusieurs états ou organisations internationales, le Conseil...définira les arrangements de négociation et pour la conclusion de ces accords.... Les accords conclus conformément à ce paragraphe doivent être obligatoires pour les institutions de la Communauté, la BCE et les Etats Membres”.*

Ces dispositions soulèvent au moins deux questions importantes.

- a) **Les procédures du Conseil.** Une “orientation générale” de politique des taux de change, ou un “accord concernant les questions monétaires ou de taux de change” peut être atteinte sans le support de tous les Etats Membres. Chaque Etat Membre, cependant, dispose d'un veto effectif sur la conclusion d'un “accord formel sur un système de taux de change”. La nature précise de la politique des taux de change peut être le facteur décisif, par exemple un taux cible pour la parité €\$.
- b) **Relations avec la BCE.** Les clauses de l'article contiennent les prémisses d'un éventuel conflit entre le Conseil et la BCE. Dans le cas des “orientations” et des “accords”, il n'y aurait pas d'obligation formelle d'atteindre un consensus, bien que dans le second cas, l'accord serait obligatoire pour la BCE. Plus sérieusement, aucune disposition n'est prévue pour une situation dans laquelle, même après consultations du Conseil/de la BCE, les parties ne réussissent pas à conclure un accord. La BCE, suivant les clauses de ses statuts, ainsi que l'article 105 du Traité, serait légalement obligée de s'opposer à un accord qui, à son avis, mettrait en danger la stabilité des prix. En revanche, le Conseil pourrait annuler la décision de la BCE.

En pratique, il est probable que, dans le cas d'un accord contesté pour un système de taux de change formel, au moins un Etat Membre apporterait son soutien à la BCE par un vote de blocage. Il est même improbable qu'une majorité pondérée puisse être trouvée contre une opposition déterminée de la BCE.

Si l'on suppose qu'une décision pourrait être prise, cependant, les problèmes pourraient cependant resurgir au cours de son application.

Par exemple, la BCE pourrait se retrouver dans la situation décrite au paragraphe 2.4 de cette étude: le niveau des taux d'intérêt nécessaire pour défendre la parité euro convenue ne serait pas nécessairement celui nécessaire pour maintenir la stabilité de prix interne. Dans ce cas, la BCE n'aurait pas d'autre option que de choisir cette dernière solution, accélérant ainsi la crise légale et institutionnelle. Il pourrait se produire la même chose dans le contexte de l'Article 105(2), suivant lequel une des tâches de base de la BCE est

*“de réaliser des opérations de change conformes aux clauses de l'article 111”.*

De légers pressentiments de ces situations sont déjà apparents. Bien que l'OCDE ait eu raison de noter que l'absence d'un taux de change cible permettait d'éviter “un conflit des plus déplaisants” en 1999, le taux de change de l'euro en chute à la fin de cette année et au début de l'année 2000 a créé une pression politique et populaire exigeant de la BCE qu'elle “fasse



quelque chose”. Bien qu’elle ait exécuté son mandat légal de préservation de la stabilité des prix *à la lettre*, sa crédibilité a été attaquée, voire mise à mal.

Si, comme on le pense et on le prévoit largement, le système monétaire international se déplace vers une structure des taux de change tripolaire, comprenant des axes ou des bandes convenues pour le \$, € et ¥, ces questions légales et institutionnelles devront être éclaircies. Au niveau international, la création de la zone euro a, de fait, créé des complications au lieu de simplifier la situation, comme les débats au sujet de la représentation européenne au FMI et G7 fin 1998 l’ont montré.

En dehors de la zone euro, en particulier aux Etats-Unis, on croit généralement que la question de H. Kissinger “Quel est le numéro de téléphone de l’Europe?” demeure sans réponse.

Il existe plusieurs possibilités.

- **BCE.** Si la Banque Centrale devait assumer l’entière responsabilité du taux de change de l’euro, les gouvernements nationaux devraient faire preuve d’abnégation dans l’interprétation de l’article 111 du Traité. Cela n’aurait de répercussion que sur la proposition de la BCE et fournirait de ce fait à la BCE un veto sur n’importe quel accord. Le principal avantage serait une cohérence de la politique monétaire et le principal inconvénient, un durcissement de l’image de “banquiers non élus” aux pouvoirs renforcés auprès du public. Les changements institutionnels n’élimineraient naturellement pas l’éventualité de conflits entre la stabilité des prix et les objectifs des taux de change.
- **ECOFIN et le Groupe Euro.** Des désaccords apparents entre les Ministères des Finances nationaux et entre les Ministres des Finances nationaux et les Banques Centrales, ont été identifiés comme étant un facteur aggravant de la faiblesse de l’euro sur les marchés de change en 1999 et début 2000. Plusieurs initiatives ont donc été lancées, les plus récentes datant du début de la Présidence française mi-2000, de sorte que les ministres peuvent exprimer des avis plus autoritaires et cohérents concernant la politique économique, notamment l’euro. En théorie, “le numéro de téléphone de l’Europe” pourrait être celui de la Présidence de l’UE. Il est regrettable que tous les Etats Membres ne fassent pas partie de la zone euro, le statut non officiel de l’Euro-11 devant bientôt devenir Euro-12 et désormais baptisé officiellement “Groupe Euro” et l’éventualité que les présidences d’ECOFIN et du Groupe Euro ne coïncident pas, sont de graves facteurs de complication.
- **Comité Financier et Economique.** Le Traité de Maastricht a remplacé l’ancien Comité Monétaire de la Communauté Européenne par un Comité Economique et Financier. Il représente à la fois les Ministères des Finances nationaux et les Banques Centrales, et pourraient donc être considérés comme l’organisme idéal pour exprimer une position cohérente et autoritaire au sujet de l’euro, notamment en donnant des “conseils” concernant les marchés de change. En revanche, c’est encore un organisme non élu, composé de fonctionnaires et de banquiers; et il est quasiment inconnu des cercles de spécialités inconnus. La politique serait effectivement élaborée et exécutée en secret.
- **Commission.** Compte tenu de ses récents problèmes, cet organisme est le candidat le moins probable. Les décisions prises au Conseil Européen de Vienne des 11 et 12 décembre 1998 par des représentants au G7 et au FMI n’ont donné à la Commission que des rôles “de consultant” ou “d’assistant”, et les objections des Etats-Unis dans la pratique ont entraîné l’exclusion des représentants de la Commission de certaines réunions.

## Conclusions

La Monnaie Unique a été la conséquence logique du Marché Unique. L'élimination des barrières douanières et techniques ont à la fois augmenté les échanges commerciaux entre les Etats Membres et ont focalisé l'attention sur les barrières qui subsistaient, notamment sur les coûts que représentaient l'utilisation de quatorze monnaies différentes. L'UE a commencé de remplir les conditions nécessaires pour une "zone monétaire optimale"<sup>33</sup>.

De plus, l'élimination des barrières à la libre circulation des capitaux à l'intérieur de l'UE a exposé les politiques monétaires nationales et des taux de change à de nouvelles forces, pour lesquelles les solutions "mal conçues"<sup>34</sup> ne pouvaient pas fournir de réponse. L'analyse de ce problème dans le Rapport Delors a amené le Traité de Maastricht, à l'Union Monétaire et Economique et à l'euro.

Une seule politique monétaire a permis de mettre clairement un terme à tous ces problèmes dans la mesure où les échanges entre les pays participants sont concernés. Là où il existe des problèmes de change à l'intérieur de la zone, par exemple, les coûts de transfert d'argent entre les différents pays<sup>35</sup>, l'introduction de billets et de pièces de monnaie libellés en euros début 2002 devrait avoir un impact décisif.

Cependant, une question importante n'a toujours pas été résolue: la création d'une Monnaie Unique a-t-elle isolé la zone de l'environnement monétaire extérieure au point de faire du taux de change de l'euro avec les autres monnaies une question d'une importance marginale. C'était, certainement un des objectifs de l'union économique et monétaire. Il est également vrai que, si près de 30% du PIB des pays participants était lié aux "échanges commerciaux avec les autres pays étrangers" avant l'UME, le pourcentage a été divisé par deux à un niveau approximativement équivalent à celui des Etats-Unis. Ainsi, on supposait généralement début 1999 que la zone pourrait suivre l'exemple "négligence bienveillante" des EU en direction de la valeur extérieure de l'euro.

Cette supposition a été ébranlée par les événements décrits dans l'Introduction de cette étude. Plusieurs facteurs sont concernés:

- Des modèles économiques fondés uniquement sur les échanges commerciaux se sont avérés insuffisants. Ni les faibles risques de la zone euro par rapport aux échanges commerciaux, ni le fait qu'il y ait eu un excédent commercial élevé n'ont empêché une importante dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Les déplacements de capitaux peuvent s'être avérés un facteur plus significatif, étant donné notamment que les investisseurs internationaux ont été capables d'emprunter dans la zone euro à un taux d'intérêt faible pour des investissements dans l'économie américaine dont la croissance est supérieure. En outre, les flux de capitaux internationaux sont eux-mêmes complexes: les capitaux spéculatifs à la recherche de taux d'intérêt à court terme élevés, les opérateurs des marchés compensant les écarts de rendement et le risque de change, les investissements de portefeuilles à moyenne et à long terme, les investissements directs *via* de nouveaux projets ou *via* des reprises ont tous des motivations différentes.

<sup>33</sup> Pour une discussion complète de ce thème, voir Parlement Européen (1998).

<sup>34</sup> Description du Système Monétaire Européen (SME) du Professeur Alan Walters, qui fut le conseiller politique économique du Premier Ministre du RU, Margaret Thatcher.

<sup>35</sup> Voir l'étude à paraître du Parlement Européen, (2000c).

- La chute de la valeur *extérieure* de l'euro a un impact sur sa valeur *intérieure*. Bien que les mécanismes de transmission ne soient pas d'une limpidité totale, la Banque Centrale Européenne a diagnostiqué un risque pour la stabilité des prix.
- Ces évolutions ont compliqué la conduite de la politique monétaire dans la zone euro. La BCE a déclaré avec fermeté que les taux d'intérêt à court terme sont uniquement fixés en fonction des menaces pesant sur la stabilité des prix à venir mais les commentateurs et les marchés ont eu tendance à accorder plus d'attention aux retombées des changements de taux d'intérêt sur le taux de change. L'écart de taux d'intérêt à court terme €\$ a été interprété comme une raison de la baisse de l'euro par rapport au dollar et la baisse a entraîné une perception majoritairement populaire de l'euro comme un "échec".
- De plus, ce simple modèle de relation entre les taux d'intérêt et les taux de change s'est lui-même avéré trompeur. La chute de la parité de l'euro par rapport au dollar a été largement attribuée, non à *l'écart du taux d'intérêt*, mais à *l'écart du taux de croissance* (bien que l'écart comblé en 1999 et 2000 ait été accompagné par une chute, et non une augmentation de la parité de l'euro). En conséquence, tout effet des augmentations des taux de la BCE sur les taux d'intérêt semble compensé par les craintes qu'ils pourraient retarder le rattrapage de l'écart.

Doit-on en conclure que la politique actuelle de "négligence<sup>36</sup> temporaire" de la BCE envers la valeur extérieure ne sert plus à rien? La zone de l'euro a peut-être besoin d'un taux de change cible ou au moins d'une politique des taux de change?

Deux problèmes majeurs se dressent sur le chemin de la création et de l'application d'un taux de change cible.

1. S'il doit y avoir une cible, quel est le taux d'équilibre correct de l'euro?
2. Si une cible, ou plage cible, est convenue, comment cela sera-t-il atteint et maintenu?

### Cibles

Les économistes se sont débattus avec le problème de la définition des taux de change "réels", et de l'identification des facteurs qui produisent les modifications de ces taux. En commençant par la Parité du Pouvoir d'Achat, la simple proposition que, dans des conditions de libre échange et de taux de change flottants, l'arbitrage égalisera les taux de change réels dans le monde entier, différents modèles ont été conçus pour définir les taux d'équilibre de substitution et expliquer pourquoi ils divergent de PPP. Cependant, tous semblent avoir un défaut crucial: ils ne constituent pas des indicateurs prévisionnels performants des taux de change nominaux du marché, sauf pendant des périodes limitées. En conséquence, un taux nominal €\$ cible défini suivant une définition particulière du taux d'équilibre réel ou "correct" peut ne pas s'avérer être soutenable face aux forces du marché.

La solution alternative de recherche d'un taux de change objectivement "réel", bien évidemment, est de choisir un taux nominal plausiblement réel et de déclarer qu'il sera soutenu, contre vents et marées par les autorités monétaires. Les forces du marché s'assureront ensuite que le taux est obtenu. C'était, par essence, le mécanisme utilisé pour garantir que l'euro soit créé au début de l'année 1999 aux taux de conversion définis pour chaque composant monétaire décidé en mai 1998.

Une option séduisante concernant ces lignes, par exemple, pourraient être l'acceptation de la proposition de Mundell (2000) concernant les marges de fluctuation fixes entre l'euro et le

<sup>36</sup> Voir l'introduction, p.13.

dollar fixées à 2 cents de part et d'autre de la parité 1:1 (entraînant peut-être une Union Monétaire Atlantique Totale voire une Union Atlantique/Pacifique si le Yen devait être verrouillé dans le système à ¥100 = \$/€). Le succès dépendrait ensuite de la crédibilité prêtée par les marchés aux mécanismes en place pour la soutenir.

### Mécanismes

La conception de ces mécanismes serait le **premier** – et peut-être le plus facile à résoudre – **des deux principaux problèmes**. Le chapitre 2 de cette étude a décrit certaines de ces conditions préliminaires:

- Aucune politique de taux de change de ce type ne pourrait fonctionner sans un engagement total des Banques Centrales, les administrations et les systèmes politiques de tous les pays concernés. Cela serait dû pour un large part à la charge de l'intervention s'exerçant sur les autorités monétaires de la monnaie *s'appréciant*. Si l'on prend le modèle de Mundell et si l'euro menaçait de tomber au dessous de 0,98 \$ (ou si le dollar passait au dessus de 1,02 €), la Réserve de la Banque Fédérale aurait la charge d'acheter des euros sur les marchés de change, en utilisant son pouvoir pour créer une masse illimitée de Dollars et *vice versa*. Cela éviterait les problèmes du passé, où les achats d'une monnaie se dépréciant par sa propre Banque Fédérale, en utilisant de l'or et des réserves monétaires étrangères et/ou l'emprunt pourraient simplement donner aux spéculateurs la possibilité d'un "pari à sens unique".
- Côté UE, la division institutionnelle des responsabilités de la politique monétaire et des taux de change spécifiée dans les Traités devrait être éclaircie, et probablement amendée. Cela peut en tout cas être nécessaire pour éliminer l'impression qu'il n'y aucun responsable désigné, qui est largement considéré comme un facteur contribuant à la chute de la parité de l'euro.

Le **second problème** serait le thème de cette étude: comment réconcilier les conséquences d'une politique des taux de change avec la conduite propre de la politique monétaire interne. Comme nous l'avons vu, l'Institut Monétaire Européen avait déjà rejeté en 1997 un objectif de taux de change pour la zone euro comme risquant d'être "incohérent avec l'objectif interne de la stabilité des prix".

Il ne s'agit pas non plus que de stabilité des prix. Comme le RU l'a découvert à ses dépens en 1992, soutenir un taux de change apparemment surévalué peut aussi causer une déflation grave, avec des coûts politiquement inacceptables en termes de croissance économique et de chômage.

### Modèles

Pourtant, il est également clair que *l'absence* d'un taux de change cible n'élimine pas nécessairement ces problèmes. Des expériences plus récentes menées en RU avec un taux de change flottant montre que la conduite d'une politique monétaire dans le seul but de poursuivre des objectifs sur le marché intérieur, c'est-à-dire une inflation cible, peut entraîner des fluctuations des taux de change qui représentent un danger pour la croissance économique et l'emploi. De même, la BCE a découvert que la négligence du taux de change, qu'elle soit bienveillante ou non, peut menacer finalement la stabilité des prix elle-même. Des problèmes similaires de réconciliation des politiques pour les valeurs intérieures et extérieures d'une monnaie sont endémiques dans un monde de circulation libre des capitaux et des marchés monétaires (voir, par exemple, l'Annexe I).

Cependant, calculer exactement dans quelle mesure, comment et suivant quels décalages dans le temps, les mouvements des taux de change influencent les prix à la consommation n'est pas une science exacte. Différentes organisations utilisent différents instruments de mesure du taux de change effectif sur la base des échanges commerciaux et de la pondération des partenaires commerciaux. Leurs modèles économétriques peuvent ensuite estimer les conséquences d'inflation et de croissance – en supposant, naturellement, qu'aucune action correctrice n'a été prise par les autorités monétaires.

Le plan d'action mis en place par les autorités monétaires, pour leur part, peut être fondé sur des calculs élaborés ou des "règles générales" comme "l'ancienne règle du quatre-pour-un" britannique (une baisse de 4 % de la livre sterling nécessite une augmentation de 1% du taux d'intérêt), qui a été décrite comme de la "non économie". De même, la mesure prise peut avoir ou non les effets prévus.

### **Politique des Taux de Change**

Il n'est pas nécessaire néanmoins de croire en l'Union Monétaire Atlantique ou Mondiale pour obtenir une politique des taux de change plus concrète pour la zone euro. Plusieurs éléments peuvent être traités.

- L'objectif le plus urgent est de dissiper immédiatement et une fois pour toutes, les impressions "d'absence de responsables". On accepte généralement que les déclarations contradictoires faites par les membres du Conseil de Gouvernement de la BCE, de la Commission et de l'ECOFIN (voir, par exemple, le début du chapitre 2 de cette étude) contribuent dans une certaine mesure à l'extrême faiblesse de l'euro. En outre, le système institutionnel établi par le Traité est complexe (voir le chapitre 2.11), et un statut formel est venu le compléter pour le "Groupe Euro" des Ministres des Finances de la zone euro. Parmi les sujets que ces derniers discuteront sera le "taux de change de l'euro" (Fabius, 2000). Il sera nécessaire de construire sur les présences du Président de la BCE aux réunions sur l'Euro, et du Président du Groupe Euro en poste et aux réunions du Conseil de la BCE, pour garantir que toutes les déclarations officielles sur le taux de change de l'euro sont convenues, cohérentes et étayées, si nécessaire, par une action convenue et cohérente.
- Parallèlement, la complexité même du système exige un effort majeur en direction de la transparence. La BCE, l'ECOFIN, le Groupe Euro et la Commission utilisent tous les conférences de presse séparées et des communiqués de presse pour expliquer leurs actions. Cependant, la seule organisation, devant laquelle tous, c'est-à-dire la BCE et la Commission suivant le Traité, ECOFIN et maintenant le Groupe Euro par invitation formelle, sont dans une certaine mesure responsables est le Parlement Européen, notamment son Comité des Affaires Monétaires et Economiques. Le "dialogue monétaire" entre le Comité et la BCE, avec les questions régulières adressées au Président de la BCE, fournit une base pour l'examen général et l'explication de la politique de la zone euro.
- Pour sa part, la BCE a besoin d'expliquer clairement et précisément, sa politique de taux de change. Le *Bulletin Mensuel* de juin contenait l'analyse des mécanismes de la banque via lesquels les évolutions du taux de change se répercutent dans les fluctuations de prix. Jusqu'à présent, elle n'a pas publié de modèle économique, en incorporant les mécanismes qui sous-tendent les décisions relatives aux taux d'intérêt et autres mesures de politique monétaire. Dans sa résolution concernant le rapport annuel de la BCE pour 1998, le Parlement (Parlement Européen, 1999) a demandé à la Banque de publier des

prévisions macro-économiques sur une base de six mois avec les données et l'étude sur lesquelles étaient basées les prévisions et la BCE a accepté la publication des prévisions macro-économiques et du modèle économique utilisé pour les générer.

- De façon plus générale, une analyse approfondie des facteurs déterminant la valeur extérieure de l'euro est nécessaire, notamment sa parité vis-à-vis du dollar. La baisse intervenue depuis le début 1999 a donné lieu à de nombreuses explications (dont certaines ont été étudiées dans ce document de travail):
  - Écart des taux d'intérêt à court terme,
  - "Ecart de croissance"
  - flux d'investissement directs et en portefeuille,
  - excédent de l'offre en actifs libellés en €
  - failles structurelles dans la zone de l'euro, notamment sur le marché du travail,
  - expansion continue, et arrivée de la "nouvelle économie", aux EU,
  - facteur "Greenspan<sup>37</sup>",
  - politique dans la zone euro de sous-évaluation délibérée afin de promouvoir la croissance économique,
  - problème de "l'absence de responsables en poste",
  - incertitude concernant l'attitude de la BCE elle-même envers le taux de change,
  - une "prime de risque politique" résultant de la situation politique dans un ou plusieurs des états participants,
  - et, bien sûr, la croyance que le projet de la Monnaie Unique était condamné à l'échec dès le départ.

S'exprimant devant le Comité des Affaires Monétaires et Economiques du Parlement le 20 juin 2000, le Président de la BCE, Wim Duisenberg, a expliqué la "tendance à l'affaiblissement qui a prévalu" comme étant en partie due au différentiel de croissance avec les Etats-Unis, et en partie au différentiel de taux d'intérêt. Néanmoins, il a ajouté

*"qu'il y a(vait) plus d'explications concernant le développement des relations de taux de change, et d'autres que je ne peux pas quantifier. J'ai l'impression que la confiance et la crédibilité jouent un rôle. Vous ne pouvez pas oublier que la Banque Centrale Européenne, bien que la Banque de la Réserve Fédérale ne soit pas si ancienne, et n'ait que 100 ans environ, a conduit une politique monétaire depuis un an et demi seulement."* (Duisenberg, 2000c)

Ce dernier point, le "facteur Greenspan" essentiellement, a été quantifié dans une certaine mesure dans une étude menée par la banque d'investissement Goldman Sachs, effectuée le 29 février 2000. On a demandé aux clients de la banque de classer la Banque de la Réserve Fédérale des Etats-Unis, la Banque d'Angleterre, la BCE et la *Bundesbank* (telle qu'elle existait avant la Monnaie Unique) sur une échelle de 1 à 5 suivant l'acuité de leur compréhension des raisonnements sous-tendant les décisions en matière de politique monétaire de chaque banque. Les résultats ont été:

<sup>37</sup> Le prestige de la Banque de la Réserve Fédérale des Etats-Unis, et notamment de son Président Alan Greenspan, a suscité la croyance que "la prospérité économique" aux Etats-Unis pourrait se poursuivre sans fin, ou, au moins, que "l'atterrissage se ferait en douceur" par rapport à la récente expansion soutenue.

Tableau 6: Classement des Banques Centrales

Banque	Classement général
Banque de la Réserve Fédérale des Etats-Unis	4,3
<i>Bundesbank</i>	3,5
Banque d'Angleterre	3,3
Banque Centrale Européenne*	2,2

\*Plus de 20% des personnes interrogées n'ont donné qu'une note de 1 à la BCE.

Il fut une époque où l'on affirmait que la seule chose nécessaire pour renverser la chute de l'euro était une "bonne nouvelle": par exemple, l'annonce que la croissance se redressait, que le chômage chutait, et que l'écart avec les Etats-Unis en termes de performances se comblait. Pourtant, l'arrivée de "bonnes nouvelles", une amélioration nette des fondamentaux économiques de la zone euro, y compris le fait de combler l'écart de croissance avec les Etats-Unis, et une progression solide des réformes structurelles (notamment du système fiscal allemand) n'avait pas, à la mi 2000 eu plus qu'un effet limité sur le taux de change. Cela, en lui-même, nécessite une explication.

- Finalement, au moins une raison possible des difficultés de l'euro disparaîtra début 2002: le mépris général, l'ignorance ou l'incrédulité de son existence.

D'après le rapport de la Commission sur les préparations des billets et pièces euro, présenté à l'ECOFIN de juillet 2000, seulement 2,4 % en volume des transactions de la société ont été réalisées en euros en avril 2000 (bien qu'en valeur totale, le chiffre était de 25%, principalement en raison de fusions et de rachats libellés en €). En ce qui concernait le public général, l'absence de billets et de pièces euro rendait l'utilisation de la nouvelle monnaie pratiquement impossible, les gens ne peuvent "sentir l'argent qu'ils ont dans leurs poches" (Duisenberg 2000c). Suivant le troisième rapport trimestriel de la Commission pour 2000 concernant l'utilisation de l'euro, seulement 1,8% des transactions individuelles étaient effectuées en euros, soit une diminution par rapport aux 2,4% du second trimestre.

Quand on a compris que les monnaies nationales participantes seraient désormais des "subdivisions non décimales" de la Monnaie Unique, cela n'a conduit qu'à la crainte que des frais importants soient quelquefois prélevés pour convertir l'une dans l'autre.

La substitution d'espèce libellée en € à la place de la monnaie nationale comme monnaie officielle d'ici la fin février 2002 changera à la fois les pratiques commerciales et les perceptions publiques. Cela, pour sa part, devrait donner une nouvelle réalité à la Politique de la Monnaie Unique et donc à la seule réalité *extérieure* de l'euro.

Il est probable que ce n'est qu'à ce moment que la parité de l'euro par rapport au dollar et autres monnaie atteindra son équilibre ou au moins un niveau généralement acceptable et qu'une évaluation précise de l'interaction avec la politique monétaire sera possible.

## Annexe I : Un historique – le zloty polonais

Au cours des dix dernières années, la monnaie polonaise, le zloty (PLN), a connu plusieurs systèmes de taux de change. Avant 1990, c'était une monnaie quasiment inconvertible. Grâce à la convertibilité interne mise en place cette année-là, un taux de change fixe avec le dollar américain a été introduit: 1 PLN pour 0,95 dollar. Ensuite, en 1991, La Banque Nationale de Pologne a commencé de gérer le taux de change à l'aide d'un mécanisme de "parité à crémaillère".

Suivant ce système, le taux de change était lié à un panier de monnaies de réserve. Jusqu'en 1999, le panier était constitué de:

**Tableau 7: Composition du panier polonais de la "parité à crémaillère" avant 1999**

Monnaie	% du panier
\$	45
DM	35
£	10
FF	5
SF	5

Avec l'introduction de l'euro en janvier 1999, la composition du panier a été simplifiée pour se composer de 55% en euros et de 45% en dollars.

Le mécanisme de "parité à crémaillère" permis pour une dépréciation régulière du taux central du zloty par rapport à ce panier (fixé à 0,3% par mois pendant la période de mars 1999 à avril 2000). Autour de ce taux central, les fluctuations étaient permises à l'intérieur d'une marge fixe, la marge de pourcentage étant élargie quand les contrôles des échanges ont été levés. En 1995, l'année où la convertibilité de compte courant a été introduite, la marge était de 3,5%. L'année suivante, l'exigence que les bénéfices des entreprises polonaises en monnaie étrangère soient convertis en zlotys a été supprimée et la libre circulation des capitaux quasiment réalisée en 1997. La marge a été élargie à 10 % en février 1998, et à 12,5% en octobre 1998.

En avril 2000, la décision a été prise de mettre un terme à la gestion du taux de change, et de laisser le zloty "flotter".

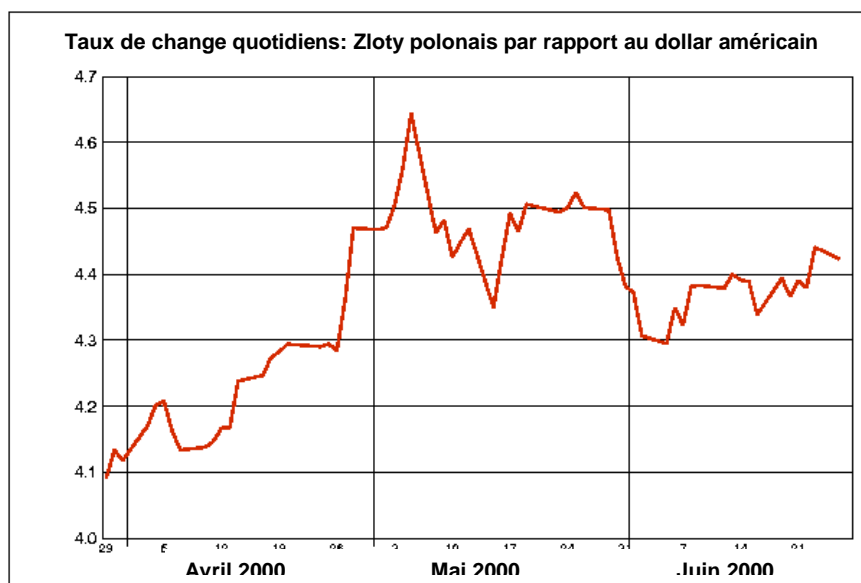
Le résultat immédiat a été une forte diminution du taux PLN/\$: le zloty est tombé à 0,16 les trois premiers jours. Après l'annonce le 18 avril d'une légère chute du taux d'inflation (à 10,3% en mars par rapport à 10,4 en février) la monnaie s'est stabilisée mais le 28 avril, la dépréciation a soudainement repris, le zloty tombant à un niveau bas record par rapport au dollar le jour suivant. Le 4 mai, la banque a annoncé que le déficit du compte courant de la Pologne était passé de 8% du PIB en février à 8,3% en mars et le zloty a de nouveau fléchi



pour atteindre un nouveau point bas par rapport au dollar (4,72). Cependant, le même jour, la Présidente de la Banque, Hanna Gronkiewicz-Walz, a attiré l'attention sur le fait que le zloty ne s'était en fait pas éloigné de ses anciennes marges de fluctuation (15%) et il notait que, par rapport à mars, la monnaie était sous-évaluée. Résultat, avec la prévision d'une augmentation du taux d'intérêt, qui, de fait, ne s'est pas produit, le zloty s'est rétabli à un taux plus stable d'environ 4,5 par rapport au dollar.

Fin mai, une importante amélioration est intervenue, le taux de change de la monnaie polonaise a atteint 4,3 par rapport au dollar début juin avant de retomber de nouveau à un niveau stable de 4,4.

**Graphique 14: Taux de change quotidiens du zloty par rapport au dollar américain, avril-juin 2000**



### Analyse

Le comportement à court terme du zloty pendant cette période illustre certaines caractéristiques types des marchés monétaires. Après avoir flotté dans un premier temps, il s'est produit une dépréciation avec dépassement. Le redressement intervenu mi-mai a de même été accompagné par un dépassement avant que la stabilité à court terme ne se stabilise à 4,5 PLN:\$. Une nouvelle appréciation s'est produite fin mai, accompagnée également d'un dépassement, avant un retour à une nouvelle stabilité à 4,4. Les marchés paraissent être partis "à la chasse" d'un taux de change avec le dollar d'équilibre à long terme grâce à un procédé de diminution de l'oscillation.

Ce comportement pourrait avoir été prévu sans connaître la situation économique polonaise ou les événements survenant dans ce cadre. Des événements comme ceux décrits ci-dessus peuvent néanmoins avoir une influence quand des changements de direction surviennent, tandis que les perceptions par le marché des fondamentaux économiques sont susceptibles d'être les principaux facteurs déterminants du taux d'équilibre recherché.

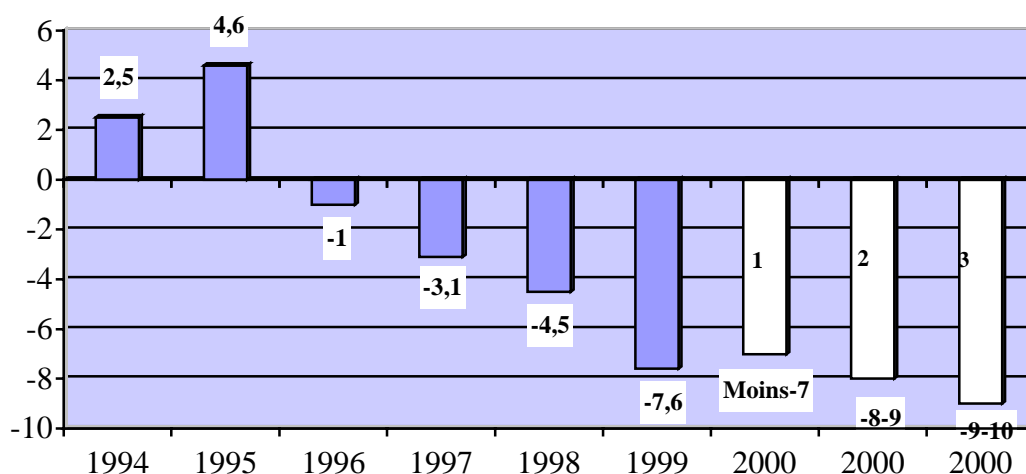
La plupart des commentateurs ont attribué la baisse du zloty depuis que son taux est flottant au déficit croissant du compte courant extérieur. Pendant les douze mois qui ont précédé mars

2000 le taux annuel était égal à 8,3% du PIB, et il devrait atteindre un montant total de 12,5 \$ milliards pour l'année 2000 dans son intégralité. Les raisons particulières de ce déficit ont été:

- Un boom des importations, financé par l'expansion du crédit.
- Une baisse de la compétitivité des exportations polonaises, sensibles aux fluctuations des taux de change, et sont principalement des produits de faible technicité.
- Une diminution des exportations vers la Russie en 1999 à la suite de la crise financière qui l'a secouée.
- Une chute des recettes de la privatisation.
- L'augmentation des prix du pétrole.
- Une détérioration particulièrement forte de la balance des services, avec des importations de services de pointe comme la pratique d'audits ou le conseil financier en forte augmentation.

Dans le cadre de la théorie des échanges commerciaux classiques, une dépréciation du zloty pourrait être considérée comme une réponse appropriée.

**Graphique 15: Balance du compte courant de la Pologne (% du PIB)**



*Prévisions:*

1. G. Wojtowicz - MPC
2. S. Gomulka – Ministère polonais des Finances
3. Nomura

Le déficit a cependant été couvert par des afflux importants de capitaux et les réserves de change de la Pologne sont demeurées quasiment stables 1998. Des déficits de compte courant élevés de ce type sont typiques des économies à croissance économique rapide et devraient s'inverser quand les investissements sur le marché polonais auront porté leurs fruits.

En revanche, moins de la moitié des afflux de capitaux peuvent être classés comme de véritables investissements à long terme. Cela rend le zloty vulnérable à une soudaine sortie de fonds à court terme.

Les analystes (Nomura par exemple) ont effectivement établi que les flux de capitaux étaient le facteur critique déterminant la valeur extérieure du zloty, par opposition aux fondamentaux commerciaux ou économiques. Les limites de la convertibilité, par exemple, l'interdiction aux étrangers d'emprunter des zlotys aux banques polonaises, restreignent actuellement les possibilités d'attaque spéculative.

### **Problèmes spéculatifs**

La réponse appropriée à l'augmentation des importations financées par le crédit serait de rendre la position fiscale et monétaire plus stricte. Les taux d'intérêt, cependant, ont déjà été à 17,5% sans effet net sur la demande en importations. Des taux plus élevés encore pourraient à la fois ralentir la croissance économique et entraîner un afflux de capitaux spéculatifs à court terme.

La politique des autorités monétaires polonaises est fondée directement sur le ciblage direct de l'inflation. Pendant l'année en cours, un taux cible de 5,4 – 6,8% a été fixé par le Conseil de la Politique Monétaire. Toute forte baisse de la parité extérieure du zloty pourrait néanmoins mettre en danger la cible et obliger la Banque Centrale à intervenir.

Le taux flottant du zloty crée un risque de volatilité du taux de change, qui pourrait perturber à la fois le commerce et la conduite de la politique monétaire domestique. En revanche, elle donne la possibilité aux marchés des capitaux de développer des produits à couvrir contre le risque de change.

Enfin, la valeur extérieure du zloty est liée dans une forte proportion à celle de l'euro. Alors que le taux de change avec le dollar a baissé de 3,5% en avril 2000, le zloty n'a perdu que 1,3% par rapport au DM/€

## Annexe II: Résultats des simulations standards sur le modèle Interlink de l'OCDE

**Tableau 8: Baisse des taux d'intérêt dans la zone € taux de change flottant**

*Baisse du taux d'intérêt à court terme et à long terme de 1 point de pourcentage; déviations par rapport au taux de référence, en pourcentage*

		Années après le choc				
		1	2	3	4	5
<b>Etats-Unis</b>						
	PIB	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0
	Inflation (Facteur de déflation des Prix à la Consommation)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
	Compte courant (% PIB)	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	Prêts nets consentis par l'état (% PIB)	0	0	0	0	0
<b>Zone €</b>						
	PIB	0,7	1,3	1,6	1,8	2,1
	Inflation (Facteur de déflation des Prix à la Consommation)	0,3	0,5	0,8	1,2	1,6
	Compte courant (% PIB)	0	0	0	0,1	0,1
	Prêts nets consentis par l'état (% PIB)	0,5	0,9	1,3	1,5	1,9
<b>PIB</b>						
	Allemagne	1,2	2	2,2	2,3	2,5
	France	0,4	0,9	1,3	1,7	2
	Italie	0,6	1,1	1,3	1,5	1,9
	Autriche	0,7	1,4	2,1	2,5	2,8
	Belgique	0,5	1,1	1,6	2,1	2,6
	Danemark	0,5	1,5	2,2	2,8	3,4
	Finlande	0,5	1,4	1,9	2,3	2,8
	Irlande	0,9	1,0	2,9	3,7	4,5
	Pays Bas	0,6	1,3	1,6	1,7	1,8
	Portugal	0,5	0,9	0	1,1	1,2
	Espagne	0,3	0,7	0,9	1,1	1,4

*Taux de change flottant nominal*

*Dépenses réelles de l'état et investissements maintenus à leurs niveaux de base.*

*Les taux d'intérêt réels sont maintenus à leur niveau de base.*

*Source: OCDE*

**Tableau 9: Appréciation de dix pour cent du dollar américain***(écart par rapport au niveau de base, en pourcentage)*

		<b>Années après le choc</b>				
		1	2	3	4	5
<b>Etats-Unis</b>						
	PIB	-0,4	-0,8	-0,4	0	0,1
	Inflation (Facteur de déflation des Prix à la Consommation)	-0,7	-0,5	-0,9	-1	-1,1
	Compte courant (% PIB)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
	Prêts nets consentis par l'état (% PIB)	0,1	-0,1	0	0,1	0,1
<b>Zone €</b>						
	PIB	0,2	0,3	0,2	0,1	0
	Inflation (Facteur de déflation des Prix à la Consommation)	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5
	Compte courant (% PIB)	0	0,1	0,1	0,2	0,2
	Prêts nets consentis par l'état (% PIB)	-0,1	0	-0,1	-0,1	-0,2
<b>PIB</b>						
	Allemagne	0,1	0,2	0,2	0,1	0
	France	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
	Italie	0,1	0,3	0,2	0,2	0
	Autriche	0,5	0,5	0,3	0,1	-0,2
	Belgique	0	0	0	0	-0,1
	Danemark	0,1	0,2	0	-0,2	-0,3
	Finlande	0	0,1	0	0	-0,1
	Irlande	0,6	0,5	0,4	0,2	-0,1
	Pays Bas	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,3
	Portugal	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
	Espagne	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1

*Dépenses réelles de l'état et investissements maintenus à leurs niveaux de base**Les taux d'intérêt réels sont maintenus à leur niveau de base**Source: OCDE*

**Tableau 10: Appréciation de dix pour cent de l'euro***Comprend le Danemark, écarts par rapport au niveau de base, en pourcentage*

		Années après le choc				
		1	2	3	4	5
<b>Etats-Unis</b>						
	PIB	0,1	0,3	0,1	0	0
	Inflation (Facteur de déflation des Prix à la Consommation)	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
	Compte courant (% PIB)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	Prêts nets consentis par l'état (% PIB)	-0,1	0	0	0	-0,1
<b>Zone €</b>						
	PIB	-0,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,1
	Inflation (Facteur de déflation des Prix à la Consommation)	-0,6	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2
	Compte courant (% PIB)	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
	Prêts nets consentis par l'état (% PIB)	0,1	0	0,1	0,2	0,3
<b>PIB</b>						
	Allemagne	-0,9	-0,9	-0,5	-0,2	0,1
	France	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1
	Italie	-0,5	-0,9	-0,6	-0,3	-0,1
	Autriche	-1	-1,1	-0,8	-0,3	0,3
	Belgique	-0,5	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3
	Danemark	-0,5	-0,8	-0,5	-0,1	0,4
	Finlande	-0,6	-0,8	-0,6	-0,3	0
	Irlande	-1,6	-1,9	-1,8	-1,3	-0,7
	Pays Bas	-0,9	-1,1	-0,6	-0,2	0,3
	Portugal	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
	Espagne	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5

*Dépenses réelles de l'état et investissements maintenus à leurs niveaux de base.**Les taux d'intérêt réels sont maintenus à leur niveau de base**Source: OCDE*

## Bibliographie et Références<sup>38</sup>

- Alberola E., Cevero S.G., Lopez H. et Ubide A.** (1999), *Taux de change d'Equilibre Global: Euro, Dollar, les "pays membres" et "les pays tiers" et Autres Monnaies Dominantes dans une Cadre de Co-intégration en Panel*, Document de Travail du FMI WP/99/175, Décembre 1999.
- Anderson J.** (2000), *Forbes Global*, Janvier 2000
- Asea P.K. et Corden W.M.** (1994), "Le Modèle Balassa-Samuelson: Un Aperçu", *Review of International Economics*, mars 1994.
- Asea P.K. et Mendoza E.G.** (1994), "Le Modèle Balassa-Samuelson: Une Evaluation de l'Equilibre Général", *Review of International Economics*, mars 1994.
- Balassa B.** (1964), "La Doctrine de la Parité du Pouvoir d'Achat: une réévaluation", *Journal of Political Economy* 72, pp.584-96.
- Banque des Règlements Internationaux** (2000), *70<sup>e</sup> Rapport Annuel*, Bâle, 5 juin 2000.
- Barber T.** (2000), "Amélioration de croissance nécessaire pour dynamiser l'euro", *Financial Times*, mardi 18 janvier 2000.
- Begum J.** (2000), *Taux de change Réels et Productivité: Solutions fermées et Preuve Empirique*, Document de Travail du Fond International Monétaire, juin 2000.
- Brittan S.** (1999), "La livre sterling dans l'incertitude", *Financial Times*, 30 septembre 1999.
- Brousseau V. et Scacciavillani F.** (1999), *Un Indice de Risque Global pour les Marchés de Change Mondiaux*, Banque Centrale Européenne, mai 1999.
- Budd Sir A.** (2000), Cité dans *Financial Times*, vendredi 7 juillet 2000.
- Buiter W.** (2000), Interview dans le *Sunday Times* du 23 avril 2000.
- Commission** (1999) *La Revue Economique de l'Union Européenne 1999*, du 24 novembre 1999.
- (2000) *Aspects pratiques de l'euro: situation actuelle et tâches à venir*, juillet 2000.
- Coppel J., Durand M. and Visco I.** (2000), *UME, le mélange de l'Euro et de la Politique Européenne*, Document de Travail du Service Economique 232, OCDE, Paris, février 2000.
- Crooks E. et Barber T.** (2000) "Comment l'euro pourrait aller de mal en pis?", *Financial Times*, 5 mai 2000.
- Detken C. et Hartmann P.** (2000), *L'Euro et les Marchés Financiers Internationaux* Document de travail de la BCE 19 Avril 2000.
- Etude de la Deutsche Bank** (1999), *Image extérieure et politique des taux de change de la zone euro*, 14 janvier 1999.
- (2000a), *Are Les réserves de change sont-elles trop élevées dans l'UME?*, 7 janvier 2000.
- (2000b), *La BCE et la négociation salariale 2000*, 25 janvier 2000.

<sup>38</sup> N.d.T: Traduction donnée sous toutes réserves. Ces ouvrages peuvent déjà avoir été traduits et avoir un titre officiel en français.

(2000c) *Aperçu Economique et Financier*, 15 mai 2000.

**Duisenberg W.** (1999), Réponse à une question de Lyndon Harrison, Membre du Parlement, au Comité des affaires Economiques et Monétaires du Parlement, 19 avril 1999.

(2000a), Communiqué de presse, 31 janvier 2000.

(2000b), Communiqué de presse, 3 février 2000.

(2000c), Réponse à une question du Professeur G. Katiforis, Membre du Parlement, au Comité des affaires Economiques et Monétaires du Parlement, 20 juin 2000.

**Banque Centrale Européenne** (1999 et 2000), *Bulletins Mensuels*.

**Institut Monétaire Européen** (1997), *La Politique de la Monnaie Unique à la Phase Trois: spécifications du cadre opérationnel*, janvier 1997.

**Parlement Européen** (1998) "Ajustement aux Chocs Asymétriques", Direction Générale des Études, Parlement Européen, *Collection Questions Economiques*, ECON 104, septembre 1998.

(1999) *Rapport relatif au rapport annuel pour 1998 de la Banque Centrale Européenne* (C4-0211/1999), (A5-0035/1999) adopté par le Parlement du 27 octobre, 1999.

(1999) "Options pour la Gestion des Taux de Change de la BCE", Direction Générale des Études, Parlement Européen, *Collection Questions Economiques*, ECON 115, septembre 1999.

(2000a), "La Détermination du Taux d'intérêt", Direction Générale des Études, Parlement Européen, *Collection Questions Economiques*, ECON 116, janvier 2000.

(2000b) "Le Fonctionnement et la Supervision des Institutions Financières Internationales", Direction Générale des Études, Parlement Européen, *Collection Questions Economiques*, ECON 118, février 2000.

(2000c) "Amélioration des Paiements Transfrontaliers dans la Zone Euro", Direction Générale des Études, Parlement Européen, *Collection Questions Economiques*, ECON 123, juillet 2000.

**Fabius L.** (2000) "La mission de la France en Europe", *Financial Times*, lundi 24 juillet 2000.

**Fatum R.** (2000) *Ode l'efficacité de l'Intervention Stérilisée sur les Taux de Change*, Document de travail de la BCE, 10 février 2000.

**Frankel J.A.** (2000), *L'euro: Les 18 premiers mois*, Étude de la Deutsche Bank, 7 juillet 2000.

**Issing O.** (1999) "La politique monétaire de la BCE: stabilité, transparence, responsabilité", Discours prononcée au Institut Royal des Affaires Internationales, Londres, 25 octobre 1999.

(2000) Interviewé dans le *Financial Times*, 18 février 2000.

**Kaletsy A.** (2000), "Le silence sur le glissement de l'euro permet à la BCE de gagner du temps", *The Times*, 1 février 2000.

**Krieger A.J.** (2000), *Marchés Financiers et Investissements*, Forbes GLOBAL, 24 janvier 2000.



- Lipsey R.G. and Crystal K.A.**, (1995), *Introduction à l'Economie Positive*, 8<sup>e</sup> édition, Oxford University Press, 1995.
- Munchau W.** (2000), "L'euro souffre des périls de la négligence bienveillante", *Financial Times*, lundi 24 Avril 2000.
- Mundell R.** (2000), *Le taux \$/€ a-t-il besoin d'être géré?*, discours prononcé à une conférence au Luxembourg, 8 mars 2000.
- Mussa M.**, étal. (2000), *Taux Politiques des Taux de Change dans une économie mondiale intégrée de façon croissante*, FMI, Avril 2000
- OCDE** (1985), *Gestion des taux de change et Conduite de la Politique Monétaire*, Paris, 1985.
- (2000), *UME Un an après*, Paris, février 2000
- Padoa-Schioppa T.** (2000), Discours à Rome, reproduit dans le *Financial Times*, 25 janvier 2000.
- Samuelson P.** (1964), "Notes théoriques sur les Problèmes Commerciaux", *Revue d'Economie et Statistiques* 23, pp. 1-60.
- Searjeant G.** (2000), Editorial Financier dans *The Times* du 13 juillet 2000.
- Welteke E.** (2000), Communiqué, *Bundesbank*, 29 mai 2000.
- Williamson J.** (1983 et 1985), *Le Système du Taux de change*, Analyses Politiques de l'Economie Internationale 5, Institut d'Economie Internationale, Washington DC, 1983 et 1985 (édition rév.).
- (1991) "FEERS (Taux de change d'équilibre fondamental) et ERM (Mécanisme des taux de change)", *National Institute Economic Review* 137, août 1991.
- Wren-Lewis S. et Driver R.L.** (1998), *Taux de change réels pour l'année 2000*, Institut Economique International, Washington DC, mai 1998.
- Wynne M.A.** (1999), *Inflation structurelle: Etude de certains problèmes conceptuels*, Banque Centrale Européenne, mai 1999.
- Wyplosz C.** (2000), *Notes de briefing au Comité des Affaires Monétaires et Economiques du Parlement Européen*, juin 2000.
- "Rapport sur la Monnaie et les Marchés Monétaires", *Financial Times*, 9 juin 2000.



## Récentes Publications de la Collection Questions Economiques

Ces documents sont tous disponibles sous forme imprimée. Certains sont également disponibles INTERNET, sur la page

<http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

### **Amélioration des paiements transfrontaliers dans la zone euro**

(ECON 123, août 2000, En, Fr, De)

### **Stratégies pour l'économie de l'UE**

(ECON 122, novembre 1999, En, Fr, De)

### **Aspects de la protection des consommateurs des directives d'amendement du UCITS du 17 juillet 1998**

(ECON 121, Novembre 1999, En, F, De)

### **Fonctionnement et Supervision des Institutions Financières Internationales (2 volumes)**

(ECON 118, mars 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **UME et Elargissement : revue des questions politiques**

(ECON 117, janvier 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Détermination des Taux d'intérêt**

(ECON 116, décembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Options pour la Gestion des Taux de change de la BCE**

(ECON 115, octobre 1999, En, Fr, De)

### **L'Euro comme 'Monnaie Parallèle', 1999-2002**

(ECON 114, septembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Investissements Publics et Privés dans l'Union Européenne**

(ECON 113, mai 1999, En, Fr, De)

### **La Politique Monétaire de la BCE suivant l'article 105 du Traité**

(ECON 112, mai 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Frais de Main d'œuvre et Politique Salariale au sein de l'UME**

(ECON 111, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Transmission de la Politique Monétaire dans la Zone Euro**

(ECON 110, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Prévisions des déficits budgétaires**

(ECON 109, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Faisabilité d'une 'Taxe Tobin' internationale**

(ECON 107, mars 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **Supervision Prudente dans le Contexte de l'EMU**

(ECON 102, rev.1. mars 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

### **UME : Relations entre les 'pays membres' et 'les pays tiers'**

(ECON 106, octobre 1998, En, résumé/conclusions dans toutes les langues)

**Concurrence Fiscale dans l'Union Européenne**

*(ECON 105, octobre 1998, En, Fr, De , résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**Ajustement aux Chocs Asymétriques**

*(ECON 104, septembre 1998, En, Fr, De)*

**Les Conséquences Sociales sur la TVA**

*(ECON 103, avril 1998, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues).*

**Le Rôle International de l'Euro**

*(ECON 101, mars 1998 En, Fr, De, résumé dans toutes les langues).*

**Les Conséquences Sociales et Economiques de l'abolition du Duty Free au sein de l'Union Européenne**

*(W 30, octobre 1997, En, Fr, De, résumé dans toutes les langues).*

**Coordination des Politiques Fiscales Nationales dans le Contexte de l'Union Monétaire**

*(E 6, Oct. 1996, En, Fr, De, résumé dans toutes les langues).*