



Taux de change : le temps des interventions ?

20 décembre 2007

Cinq banques centrales sont intervenues mercredi 12 décembre afin d'enrayer la crise qui secoue le marché interbancaire. Ce type d'action, visant à fournir des liquidités à des acteurs en proie au doute, montre, s'il en était besoin, que les principales banques centrales peuvent rapidement décider d'une intervention concertée. Ce qu'elles ont mis en œuvre pour répondre à un événement spécifique sur le marché du crédit pourrait très bien être réédité pour répondre aux mouvements de taux de change. Or, la dépréciation du dollar s'est nettement accélérée ces dernières semaines. Depuis janvier 2007, le billet vert a perdu plus de 12 % vis-à-vis de l'euro et 7 % vis-à-vis du yen (graphique). Historiquement, de tels niveaux des taux de change ont déclenché des interventions sur les marchés des changes. Si les autorités monétaires prennent soin de ne jamais communiquer sur le sujet avant d'agir, une telle hypothèse n'est pas à exclure si les intérêts de plusieurs acteurs convergent sur l'orientation à donner aux taux de change.

Depuis la fin du système de Bretton-Woods en 1976, les banques centrales se sont plus tenues d'intervenir pour défendre leur parité. Néanmoins, la flexibilité des taux de change est souvent signe de désordres et les autorités monétaires ont continué à utiliser le levier des interventions pour contrôler ou inverser les tendances de marché. Les interventions ont été nombreuses dans la période *post* Bretton-Woods. Les banques centrales cherchaient à contrôler l'évolution des parités en intervenant régulièrement pour soutenir alternativement le dollar, le mark ou le yen. A partir de 1985 s'ouvre une nouvelle période où les interventions résultent d'une coopération internationale explicite mise en œuvre par le G7. Ainsi, les accords du Plaza, signés en septembre 1985, visaient à bloquer la hausse du dollar qui avait atteint un sommet historique. La coopération monétaire se poursuit en février 1987 avec les accords du Louvre dont l'objectif était double : stabiliser le dollar et encadrer les fluctuations des taux de change à l'intérieur de zones cibles non officialisées. Si les interventions ont permis, au moins à court terme, de freiner la baisse du dollar, la coordination des politiques monétaires s'est avérée insuffisante pour réduire efficacement les désordres récurrents du marché des changes. Après cet épisode, les interventions ont continué mais de façon moins concertée et sont progressivement devenues plus rares, sauf au Japon. Ainsi, la Réserve fédérale rapporte qu'elle est intervenue huit fois en 1995 alors que le dollar était au plus bas mais seulement deux fois depuis, notamment en 2000 à l'initiative de la BCE et en concertation avec les autorités monétaires japonaise, canadienne et anglaise en vue de soutenir l'euro. Les banques centrales n'ont pas abandonné l'idée d'infléchir les mouvements désordonnés sur le marché des changes et interviennent lorsque les parités franchissent certains seuils à la hausse comme à la baisse. Or le dollar approche aujourd'hui ce seuil, notamment vis-à-vis de l'euro. On retrouve, pour la parité dollar / euro une situation similaire à celle de 1995 ; le yen étant par contre nettement plus faible actuellement qu'en 1995.

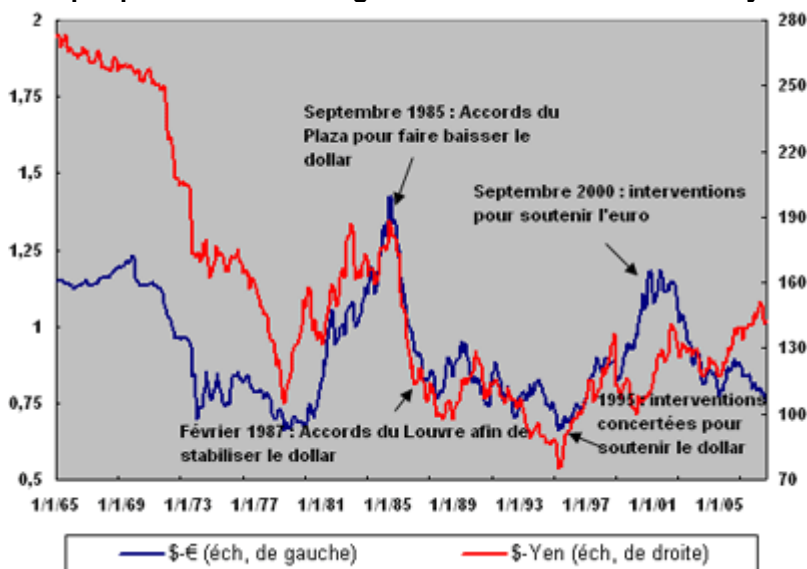
De telles interventions seraient dans l'intérêt de la zone euro. L'effet positif de l'appréciation de l'euro sur la facture pétrolière ne compense pas l'effet négatif sur la compétitivité et les échanges extérieurs ([cf.](#) « les bénéfices d'un euro fort sur la facture énergétique compensent-ils les pertes de compétitivité ? » pour un chiffrage spécifique sur la France). Le biais d'analyse de la BCE la conduit à privilégier l'effet désinflationniste de l'euro fort, réduisant la probabilité d'une intervention. Mais, dans un contexte marqué par les incertitudes liées aux répercussions de la crise financière, le pari de l'euro fort semble pour le moins risqué et dangereux.

Les autorités monétaires japonaises ont régulièrement mené de leur propre initiative des interventions sur le marché des changes ces dernières années afin d'encourager la dépréciation du yen ([cf. étude](#)). En raison de la persistance des pressions déflationnistes, elles seraient encore enclines à limiter la hausse de leur monnaie, en particulier si on devait assister à un débouclage des opérations de *carry trade*. Quant aux Etats-Unis, ils misent clairement sur la baisse du dollar afin de réduire leur déficit courant. Mais, la dépréciation doit rester maîtrisée afin d'éviter que la dépréciation du dollar ne se transforme en crise de changes. Une chute du dollar accentuerait les tensions inflationnistes aux Etats-Unis et pénaliserait la compétitivité de ses partenaires commerciaux risquant d'étouffer le dynamisme de l'économie mondiale. Dans le même temps, la dépréciation du dollar entraîne une baisse du

rendement des placements aux Etats-Unis et pourrait accentuer la vente d'actifs libellés en dollar. Une crise conduirait alors à un effondrement des prix d'actifs et une hausse des taux d'intérêt. Un tel enchaînement serait inévitablement préjudiciable à l'économie américaine privée de financement. A trop compter sur un dollar faible, les autorités monétaires américaines pourraient récolter une croissance durablement plus faible. Il est aujourd'hui tout aussi important de mettre en œuvre une politique visant à réduire le déficit courant futur que d'assurer le financement du déficit actuel. Les sources de financement se tariront rapidement si les investisseurs prennent conscience que leurs actifs sont libellés en monnaie de singe.

Jusqu'ici, les principaux acteurs n'ont pas affiché une position commune sur les niveaux appropriés des taux de change. L'action décidée le 12 décembre montre que la concertation peut être rapidement mise en œuvre dès lors que les intérêts convergent. Les arguments développés montrent qu'une action concertée sur le marché des changes, condition *sine qua non* de sa réussite, s'avère nécessaire. La route à suivre n'est pas simple puisque les interventions doivent permettre à la fois de réduire la surévaluation de l'euro et d'encadrer la baisse du dollar vis-à-vis des pays asiatiques qui contribuent pour une part importante au déficit commercial américain. Cette dernière remarque renvoie au rôle que la Chine devra jouer à l'avenir dans la coopération monétaire internationale. Il sera difficile de faire sans cet acteur désormais incontournable qui détient une partie des clés de la réduction des déséquilibres mondiaux ainsi qu'une part importante de réserves libellées en dollar. Le maintien de la politique d'appréciation progressive et contrôlée du yuan est de ce point de vue la meilleure stratégie pour éviter une crise du dollar.

Graphique : Taux de change réels dollar / euro et dollar / yen



Source : Datastream

Note : le taux de change nominal de l'euro avant 1999 est déduit du taux de change du mark.

Christophe Blot