

Stabilité des changes : contre le laisser-faire

Les fortes fluctuations du taux de change des principales monnaies peuvent être extrêmement coûteuses, non seulement pour les pays directement concernés, mais aussi pour le reste du monde. Les auteurs du présent article proposent un cadre de coopération internationale pour la stabilisation des taux de change.

Benoît Coeuré et Jean Pisani-Ferry

DEPUIS L'EFFONDREMENT du système de taux de change fixes de Bretton Woods, dans les années 70, la question de la stabilité des taux de change a reçu une attention considérable. À plusieurs reprises, les États ont tenté, en intervenant individuellement et collectivement sur les marchés des changes, de limiter les effets dommageables des fortes variations et des désalignements extrêmes des parités de change. Les deux dispositifs les plus élaborés mis en place par les grands pays industrialisés dans le but de stabiliser leurs taux de change — l'accord du Plaza en 1985 et l'accord du Louvre en 1987 — ont cependant obtenu des résultats inégaux, et de nombreux observateurs en sont venus à penser que les États ne devraient pas gaspiller leurs ressources limitées à intervenir sur les marchés des changes.

Malgré les résultats décevants des accords du Plaza et du Louvre, il conviendrait d'explorer de nouvelles voies pour coordonner les parités de change, particulièrement au vu de deux événements récents : la crise financière qui a fait éruption en 1997 dans plusieurs économies émergentes dont les monnaies étaient rattachées, officiellement ou officieusement, au dollar E.U., et l'introduction de l'euro le 1^{er} janvier 1999.

L'impact de l'euro

Bien que le système multipolaire instauré par l'introduction de l'euro représente plus fidèlement l'économie mondiale actuelle et offre donc une base plus solide au commerce et à la croissance qu'un système dominé par le dollar, une certaine volatilité des taux de change est à prévoir tandis que le monde s'adapte au nouveau système et que les décideurs de la politique économique européenne en font l'apprentissage, sous l'oeil vigilant des marchés.

En outre, la création d'une nouvelle monnaie va donner lieu à des chocs dans l'offre et la demande de monnaies internationales. Avec l'apparition d'un marché financier européen unifié et la substituabilité croissante entre les actifs libellés en euros et ceux libellés en dollars, les investisseurs internationaux pourraient décider de procéder à de profonds réaménagements de leurs portefeuilles. Quoique le fait que l'euro ne soit pas parvenu à s'apprécier depuis son lancement semble indiquer que de tels

réaménagements ne sont pas encore effectués sur une grande échelle, il serait prématuré d'en exclure la possibilité. Des modifications sont déjà intervenues du côté de l'offre, en particulier sur les marchés obligataires internationaux : les titres libellés en euros ont représenté 44 % du total des émissions en janvier-avril 1999, un volume comparable à celui des émissions en dollars (46 %), au lieu de 35 % et 48 %, respectivement, en 1998.

Un autre facteur susceptible d'accroître l'instabilité des taux de change à court terme est que la Banque centrale européenne sera moins soucieuse de la parité de change euro-dollar que ne l'étaient les banques centrales nationales, car l'économie de l'ensemble de la zone euro est davantage fermée sur elle-même que celles de ses pays membres. Le degré d'ouverture de la zone euro, mesuré par le commerce de biens et de services rapporté au PIB, est d'environ 14 %, alors qu'il est de 25 % pour l'Allemagne et la France.

Dans un environnement monétaire perturbé, tous ces facteurs entrent en jeu. Le déséquilibre du compte des transactions courantes des États-Unis représente une menace pour la stabilité du dollar, tandis que le yen souffre de faiblesses intérieures profondément enracinées, et que les monnaies de nom-





breuses économies émergentes commencent à peine à se remettre de crises d'une gravité exceptionnelle.

Les dangers de l'instabilité

L'instabilité des taux de change flottants est abondamment documentée et, si les fluctuations modérées des monnaies sont supportées sans grandes difficultés, les désalignements importants, surtout entre les principales monnaies, sont nuisibles.

Premièrement, les taux de change des principales monnaies ont le caractère de biens publics pour l'économie mondiale. L'Europe, le Japon et les États-Unis représentent de grands marchés d'exportation pour de nombreux pays; de larges fluctuations des parités de change dollar-euro et dollar-yen ont une incidence déstabilisante pour ces pays, comme cela s'est produit en 1997, lorsque l'appréciation du dollar a contribué à l'effondrement des monnaies d'Asie qui lui étaient officiellement ou officieusement rattachées.

Certains de ces pays pourraient en conclure qu'ils devraient laisser leurs monnaies respectives flotter librement ou, au contraire, instituer une caisse d'émission, mais l'argument reste valable dans le cas des pays à régime intermédiaire.

Deuxièmement, les désalignements des taux de change peuvent aussi devenir une source de préoccupations sur le plan intérieur. Aux États-Unis, ils peuvent provoquer des conflits entre groupes d'intérêts divers et alimenter les pressions protectionnistes. De surcroît, la substituabilité accrue des actifs libellés en euros et en dollars, conjuguée à la nécessité de financer le déficit extérieur courant des États-Unis, devrait accroître la probabilité de remaniements soudains des portefeuilles et rendre les emprunteurs et décideurs américains plus sensibles aux évolutions du taux de change. De fortes variations de taux de change soulèveraient sans doute des conflits en Europe aussi, car tous les États ne sont pas également sensibles aux demandes du secteur des biens échangeables. Des désalignements risqueraient également de causer des difficultés dans la gestion de l'Union économique et monétaire européenne. On pourrait voir certains gouvernements souhaiter recourir aux instruments de politique du taux de change prévus dans le Traité de Maastricht, et d'autres s'y refuser au motif que cela mettrait en péril l'indépendance de la Banque centrale européenne.

Les enseignements de l'après-Bretton-Woods

Après Bretton Woods, la coordination des taux de change s'est faite par tâtonnements. Le consensus n'a été atteint que sous la pression des événements, après que des politiques économiques désordonnées ont entraîné des désalignements massifs des taux de change ou que les tentatives de les stabiliser ont échoué.

Le changement de politique des États-Unis au milieu des années 80 illustre particulièrement bien ces tâtonnements. La première administration Reagan poursuivait une politique de laisser-faire à l'égard des marchés des changes. Cependant, le dollar avait atteint en février 1985 un niveau si élevé et le déficit commercial américain était devenu si important que les États-Unis ont décidé de prendre des mesures. Par l'accord du Plaza, signé le 11 septembre 1985, les ministres des finances et les gouverneurs des banques

centrales des États-Unis, de la France, de l'Allemagne, du Japon et du Royaume-Uni convinrent d'inciter le dollar à la baisse et de resserrer leur coopération.

Un second accord fut conclu au sommet de Tokyo en mai 1986, lorsque les ministres des finances des grands pays industrialisés, invités à examiner collectivement leurs objectifs et leurs prévisions économiques, établirent une liste d'indicateurs (taux de croissance du PNB, taux d'inflation, taux d'intérêt, taux de chômage, ratio du déficit budgétaire, solde extérieur courant, balance commerciale, taux d'expansion monétaire, réserves et taux de change) qui, depuis lors, sont devenus les instruments de coordination de la politique économique.

Fin 1986, le dollar s'était déprécié, et les États-Unis et le Japon convinrent de stabiliser la parité dollar-yen. Leur accord fut formalisé dans un cadre multilatéral — le premier accord du Louvre, signé les 21 et 22 février 1987 — qui fixait secrètement une grille d'intervention étroite pour les monnaies des pays du Groupe des Sept. L'accord fonctionna bien pendant quelque temps; mais la détermination internationale à l'appliquer s'effiloça peu à peu. À la suite de la réunification, l'Allemagne releva ses taux d'intérêt en 1990, tandis que les États-Unis détendaient leur politique monétaire pour contrebalancer une baisse de l'activité économique. Bien que les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe aient entraîné l'appréciation de plusieurs monnaies européennes, le G-7 ne réagit pas. Il ne tenta pas davantage d'enrayer la dépréciation du yen en 1990. En 1993, les objectifs intérieurs ayant pris le pas sur les cibles fixées au plan international, l'accord du Louvre était quasiment devenu lettre morte. Des chocs politiques, tels que la réunification allemande et l'invasion du Koweït, et des faits économiques, comme la persistance de l'excédent extérieur courant du Japon malgré le niveau élevé du yen, sapèrent aussi la volonté d'appliquer l'accord. Le G-7 diminua la fréquence de ses actions, n'intervenant plus que ponctuellement en cas de désalignement extrême, et l'attention se détourna des niveaux des taux de change pour se porter sur leur instabilité.

Un réglage fin des taux de change n'est ni faisable ni souhaitable, ne serait-ce que parce que le taux de change est un instrument important de l'ajustement macroéconomique qui s'opère sous l'impulsion du marché. La montée, puis la baisse du déficit extérieur courant des États-Unis au cours des années 80 ont montré qu'un taux de change souple peut jouer un rôle significatif dans cet ajustement, tandis que la montée simultanée de l'excédent japonais indique qu'il convient de ne pas surestimer son importance. En outre, l'engagement de coordonner les politiques annoncé par les accords du Plaza et du Louvre n'était pas politiquement réaliste, vu la difficulté pour de grandes économies relativement fermées de conserver l'appui du public à la stabilité extérieure. Dans l'environnement économique et politique d'aujourd'hui, il n'y a pas de place pour un nouveau Bretton Woods.

Pour les mêmes raisons, le ciblage des taux, bien qu'il puisse être de quelque utilité pour des économies émergentes, n'est pas une option praticable pour les grandes économies. D'un côté, les marges d'intervention doivent être étroites pour avoir un effet stabilisateur. De l'autre, de forts chocs asymétriques

ou des tensions puissantes sur le marché peuvent survenir, qui rendront politiquement coûteux de modifier ou de défendre le taux de change. Pour être viables, les marges de fluctuation doivent être relativement larges, auquel cas elles deviennent une variante des taux de change flottants.

Mutations de l'environnement

D'autres raisons également font qu'un ciblage explicite des taux de change a peu de chances d'être efficace — à savoir l'évolution des attitudes vis-à-vis de la politique monétaire et l'apparition de mutations structurelles sur les marchés des changes.

Depuis les années 90, la politique monétaire des principales économies n'a plus qu'un seul grand objectif : la stabilité des prix intérieurs. La gestion du taux de change reçoit infiniment moins d'attention. Il s'ensuit que la politique monétaire ne peut servir à coordonner les politiques au niveau international que si les objectifs extérieurs sont compatibles avec les stratégies monétaires intérieures. Par exemple, la Banque centrale européenne relèverait ses taux d'intérêt pour enrayer une dépréciation de l'euro si la stabilité des prix était menacée, mais, face à une appréciation liée à une expansion budgétaire, elle ne les abaisserait sans doute pas.

Les marchés des changes ont connu des mutations structurelles spectaculaires. Entre 1989 et 1998, le volume net des transactions sur les marchés des changes a quasiment triplé, atteignant 1.500 milliards de dollars par jour, alors que les exportations mondiales ne progressaient que de 80 % en valeur nominale. L'introduction de l'euro a créé, du jour au lendemain, un marché intégré des obligations et des instruments monétaires d'une taille comparable à celle du marché américain. Et les marchés sont à présent beaucoup plus concentrés : Londres et New York représentent maintenant 50 % du volume mondial, au lieu de 42 % en 1989, et la part de marché combinée des dix premiers opérateurs est passée de 44 % à 50 % à Londres et de 48 % à 51 % à New York. De plus, avec le développement d'instruments nouveaux comme les marchés à terme et les dérivés financiers, la part du marché au comptant dans le total des transactions s'est contractée, passant de 59 % en 1989 à 40 % en 1998.

Si ces modifications structurelles permettent aux agents de diversifier le risque, contribuant ainsi à la stabilité macroéconomique, elles accroissent également la possibilité de mouvements déstabilisants de grande ampleur. Ce risque est intensifié par la dispersion des opérateurs et par le manque d'informations sur les transactions qui caractérisent le marché au comptant. Les informations sur les fondamentaux macroéconomiques, bien qu'aisément disponibles, sont de peu d'utilité à court terme, du fait du mauvais ajustement à cet horizon des modèles empiriques de taux de change. En raison des coûts de transaction, l'information peut souvent rester piégée dans un segment quelconque du marché jusqu'à ce qu'elle soit révélée par un intervenant, déclenchant un grand nombre d'opérations.

Tout cela est lourd de conséquences pour l'analyse et la gestion du taux de change. Premièrement, les conceptions théoriques de la détermination du taux de change sont en train d'évoluer. Il est bien connu que les taux de change flottants peuvent quelquefois s'écarter durablement des fonda-

mentaux macroéconomiques, même s'ils reviennent à long terme à leur niveau d'équilibre. Les modèles de la détermination du taux de change sur la base d'agents représentatifs incorporent à présent un comportement explicite d'optimisation à terme, et une attention croissante est portée à des aspects tels que le caractère hétérogène des attentes, le lien entre les prix et les flux d'ordres, l'incidence des informations non publiées et la façon dont le marché agrège l'information. Deuxièmement, les interventions exigent à présent des réserves plus importantes, une préparation soignée et une certaine publicité, et leur efficacité n'est jamais plus grande que lorsqu'elles soutiennent des réorientations de la politique suivie.

Une approche à double détente

Vu ces évolutions, tout nouveau dispositif international devrait viser essentiellement à coordonner les réponses aux chocs macroéconomiques, plutôt qu'à fixer des niveaux précis de taux de change, et à suivre les évolutions des marchés des changes et à informer les participants.

Coordination des réponses aux chocs macroéconomiques. L'incertitude au sujet du cours futur des politiques monétaire et budgétaire peut déclencher l'instabilité des taux de change. Pendant la crise russe d'août 1998, par exemple, l'anticipation des marchés était que les États-Unis et l'Europe réagiraient différemment — les premiers énergiquement, la seconde maintenant ses taux d'intérêt inchangés. En quelques semaines, les monnaies des pays de la future zone euro se sont appréciées de plus de 10 % vis-à-vis du dollar. Mais l'Europe a abaissé ses taux d'intérêt le 3 décembre 1998 et le 8 avril 1999, contribuant à enrayer la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro, et, au printemps 1999, la parité de change euro-dollar était revenue à son niveau de l'été précédent. On aurait pu éviter ces mouvements des taux de change en informant les marchés que les réactions à la crise allaient être symétriques.

L'incertitude au sujet des politiques pourrait être réduite soit par une coordination discrétionnaire dans le cadre du G-7, ou par l'adoption de règles. Mais une coordination discrétionnaire pose des problèmes en Europe, tandis que l'approche réglementaire que préfèrent les Européens pour des raisons de structure interne est peu appréciée aux États-Unis.

Une démarche reposant sur l'adoption conjointe par l'Europe, le Japon et les États-Unis d'un ensemble fondamental de principes macroéconomiques généraux fournirait un moyen terme entre le modèle discrétionnaire américain et le modèle européen qui repose sur des règles. Les fondements d'une telle convergence existent déjà, les pays du G-7 ayant beaucoup progressé dans l'élaboration d'une philosophie économique commune. Il conviendrait de mettre au point des dispositions permettant une représentation adéquate de la zone euro et de ses membres les plus importants — l'Allemagne et la France — au sein du G-7.

Il faudrait ensuite élaborer des principes communs, compatibles avec l'objectif de la stabilité des prix intérieurs, afin de délimiter les rôles respectifs des politiques monétaire et budgétaire dans la réponse aux chocs. Il ne s'agirait pas là de règles contraignantes, mais plutôt d'instruments destinés à réduire l'incertitude et les coûts de transaction, et qui fourni-

raient un cadre pour les entretiens sur la politique économique. Ni les taux de change ni leur ciblage explicite ne devraient faire partie des moyens d'action, mais il conviendrait que les principes retenus prennent en compte l'incidence de politiques données sur ces taux. Les gouvernements et les banques centrales devraient, par ailleurs, s'efforcer de donner une plus grande transparence à leurs objectifs et à leurs prévisions à moyen terme. Afin de préserver l'autonomie des nations, l'application des principes pourrait être adaptée aux institutions nationales. Si les circonstances l'exigeaient, il serait permis aux gouvernements de s'écarter — dans la transparence — des principes ou des cibles annoncées.

Il peut être relativement aisé de définir la réponse appropriée à des chocs communs; les chocs asymétriques sont une autre affaire. Du point de vue européen, les chocs de la demande qui frappent les pays d'Europe de façon symétrique — mais affectent les États-Unis différemment — sont aussi du ressort de la politique monétaire, et il en va de même pour les États-Unis ou le Japon. Mais cette attribution des rôles entraînerait nécessairement une certaine volatilité des taux de change, car les réactions de la politique monétaire amplifieraient l'effet des chocs sur ceux-ci. On ne peut déterminer a priori si cela est acceptable ou non. Si les taux de change doivent pouvoir être ajustés, de fortes fluctuations ne sont pas souhaitables. Dans de tels cas, la politique budgétaire devrait entrer en jeu, et il deviendrait nécessaire de modifier le dosage des politiques.

Suivi des marchés des changes. L'évolution de la nature des marchés des changes rend leur suivi de plus en plus nécessaire. Ce suivi ne devrait pas interférer avec le fonctionnement des marchés, mais viser à améliorer l'accès des participants à l'information afin de limiter la volatilité induite par les marchés. Des consultations sur la nouvelle architecture du système financier et monétaire international ont déjà abouti à des recommandations concrètes pour améliorer le fonctionnement des marchés financiers — à savoir accroître les obligations de transparence tant des États que des participants publics et privés au marché, et renforcer les réglementations prudentielles et la surveillance.

Étant donné les idiosyncrasies des marchés des changes, la question de la transparence mérite un examen détaillé. Comme nous l'avons dit précédemment, l'information sur le marché au comptant est insuffisante, car les flux d'ordres ne sont pas divulgués et l'information relative aux fondamentaux est en général inutilisable à court terme. Les données qui pourraient contribuer à expliquer le moment où s'opèrent des modifications de portefeuilles et leur ampleur — telles que l'encours des positions en actifs extérieurs, les anticipations de rendements internationaux et les corré-



M. Benoît Coeuré est chef du bureau Marché des changes et politiques économiques au Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie de la France.



M. Jean Pisani-Ferry est professeur associé à l'université Paris-Dauphine et Conseiller auprès du Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie de la France.

tions correspondantes, et l'exposition globale des institutions financières au risque — ne sont pas communiquées aux marchés, bien qu'elles puissent être connues de certains participants, qui les traitent — pour des raisons évidentes — comme confidentielles.

Il n'y a aucune raison cependant que les statistiques correspondantes ne puissent être fournies. Des travaux supplémentaires devraient être entrepris — peut-être par la Banque des règlements internationaux, sous l'égide du Forum sur la stabilité financière nouvellement créé — afin d'identifier les moyens par lesquels ces informations pourraient être communiquées aux banques centrales et aux autorités des marchés, puis agrégées et divulguées sur les marchés. Des informations agrégées sur les positions et les anticipations de rendements seraient communiquées aux marchés régulièrement et sans délai. Le cas échéant, le président du Forum sur la stabilité financière pourrait signaler confidentiellement au G-7 l'existence d'une exposition anormale au risque, permettant aux ministres et aux gouverneurs de diffuser les mises en garde appropriées sur les marchés. De récentes pénuries de liquidité et l'accumulation de positions ouvertes sur les marchés mondiaux donnent à penser que l'accès à l'information a le caractère d'un bien public et ne peut être laissé à la discrétion du marché.

Serait-il également utile de calculer les taux de change d'équilibre, qui donnent une certaine idée de l'ajustement des niveaux courants des taux de change? Un corpus considérable de travaux empiriques a produit des modèles raisonnablement robustes de la détermination du taux de change à moyen terme. Bien que les estimations soient imprécises, elles fourniraient une base de discussion rationnelle — plutôt que politique — aux entretiens du G-7 sur les taux de change et ont valeur indicative pour les marchés. Sur la base de ces estimations, le FMI pourrait être invité à déterminer de manière régulière si, à ce moment-là, les cours de change

et les positions des comptes des transactions courantes qu'ils impliquent sont dans l'ensemble compatibles avec les données économiques fondamentales à moyen terme. Les ministres des finances et les gouverneurs de banques centrales pourraient alors détecter les désalignements de taux de change plus tôt qu'il n'est actuellement possible de le faire et diffuser les signaux appropriés aux marchés.

La mise en oeuvre du cadre esquissé dans le présent article n'exige pas de modifications institutionnelles radicales. Elle peut s'effectuer dans le cadre des activités de surveillance du G-7, en s'appuyant sur l'expertise et les conseils d'institutions telles que le FMI et la Banque des règlements internationaux. Et cela protégerait l'économie mondiale des dégâts qu'une volatilité excessive des parités de change entre le dollar, l'euro et le yen est susceptible de causer. **F&D**