



Jouer sur les taux de change

Des opérateurs à la Bourse de commerce de Chicago.

LES POUVOIRS PUBLICS des pays avancés se tiennent généralement à l'écart des marchés des changes, laissant la détermination de la valeur de leur monnaie au jeu des forces du marché. Ils adoptent cette attitude en partie pour des raisons idéologiques, considérant que la loi du marché est en général la meilleure. Mais la réticence à intervenir tient aussi aux résultats très contrastés des précédentes tentatives — du milieu et de la fin des années 80 en particulier — visant à soutenir les grandes devises ou à éviter leur trop forte appréciation.

Les récentes craintes suscitées par les fluctuations marquées du dollar et d'autres devises fortes — comme l'illustre la déclaration du Groupe des Sept plus grands pays industrialisés (G-7) lors des réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale tenues en avril — ont remis d'éventuelles interventions sur les marchés des changes à l'ordre du jour. Mais quelles en seraient les chances de succès, si les décideurs optaient pour cette solution?

En théorie, il est facile d'influer sur le taux de change. Pour *affermir* le taux de change, il suffit que la banque centrale relève son taux directeur. Les investisseurs à la recherche de rendements élevés accroissent la demande de la monnaie concernée, dont le taux de change s'apprécie. En abaissant ses taux, la banque centrale peut *affaiblir* le taux de change. Mais dans la réalité, ces

décisions ont un coût; elles imposent à la banque centrale de subordonner sa politique monétaire à la réalisation de l'objectif de taux de change plutôt qu'aux objectifs de politique intérieure habituels que sont la maîtrise de l'inflation, le soutien à l'activité économique ou l'injection de liquidités lorsque le secteur financier est en difficulté.

Pour surmonter ce problème, les banques centrales ont mis au point une technique appelée stérilisation, pour distinguer les effets de sa politique monétaire sur le taux de change et ses effets sur les objectifs intérieurs. Le but visé est de compenser les achats ou ventes de devises de la banque centrale par des opérations internes d'*open market* (achat ou cessions d'obligations d'État) qui maintiennent la masse monétaire ou la politique de taux d'intérêt inchangée. À titre d'exemple, si la Réserve fédérale américaine intervenait pour soutenir le dollar (se servant de ses avoirs en devises pour acheter des dollars), l'opération consisterait à retirer des dollars de la circulation et à réduire la masse monétaire, ce qui équivaut à relever les taux d'intérêt et qui n'est pas à recommander si l'économie est au bord d'une récession. Pour «stériliser» cette opération, la Réserve fédérale devrait acheter des bons du Trésor américain en *open market* pour injecter des dollars et ramener la masse monétaire et le taux d'intérêt à son niveau initial.

Si une intervention stérilisée revient à maintenir les taux d'intérêt à un même niveau,

Les banques centrales doivent coordonner leurs interventions sur les marchés des changes pour être efficaces

Atish Ghosh

comment peut-elle donc avoir un effet sur le taux de change? En fait, dans un monde où les actifs seraient parfaitement substituables les uns aux autres, où l'information serait complète et les marchés totalement liquides, cet effet serait inexistant.

Cet article analyse comment une intervention stérilisée pourrait influer sur le taux de change et passe en revue les données empiriques sur les interventions qui produisent des effets et celles qui n'en ont pas. Il est centré sur les devises principales — dollar, yen et euro — parce que la simple taille de leurs marchés signifie l'efficacité d'une intervention.

Canaux de transmission

Les économistes définissent trois grands canaux par lesquels une intervention stérilisée peut avoir un impact sur le taux de change : le solde du portefeuille, l'effet de signalisation et la microstructure.

Équilibre du portefeuille. L'offre relative d'actifs influe sur la prime de risque et, partant, le taux de change. Supposons qu'une banque centrale tente d'affaiblir sa monnaie par rapport au dollar EU. Elle achète d'abord des dollars en échange de sa propre monnaie. Augmentant ainsi la masse monétaire, elle stérilise cette intervention en vendant des obligations publiques libellées en monnaie locale contre des espèces, ramenant ainsi la masse monétaire à son niveau initial. Ceci a pour résultat net d'accroître l'offre d'obligations libellées en monnaie locale. Lorsque les actifs ne sont pas parfaitement interchangeables, l'augmentation de l'offre relative d'obligations accroît la prime de risque, ce qui entraîne une dépréciation du taux de change.

S'il est avéré que les actifs ne sont pas parfaitement interchangeables, la description même de cette voie de transmission montre à l'évidence qu'en pratique elle n'aura pas une grande signification pour les principales devises. Le stock d'actifs est si vaste qu'une intervention à grande échelle s'imposerait pour avoir un impact significatif sur la prime de risque et par conséquent sur le taux de change.

Effet de signalisation. La banque centrale précise ses intentions au marché ou lui fournit des informations confidentielles dont elle dispose sur l'évolution future de l'offre et de la demande de monnaie (ou encore sur la trajectoire des taux d'intérêt). Le marché peut anticiper une spirale vertueuse, si par exemple la banque centrale montre de façon ferme et convaincante que le taux de change lui paraît trop élevé, et sa détermination à modifier ses taux directeurs si besoin est; les attentes du marché provoqueront alors des ventes de la monnaie, aboutissant ainsi à la dépréciation souhaitée.

Mais pourquoi une banque centrale ne peut-elle se borner à annoncer ses intentions ou à donner des informations? Pourquoi faut-il une intervention pour rendre de telles annonces crédibles? L'une des raisons est peut-être qu'une intervention impose à la banque centrale de «joindre le geste à la parole». Imaginons une banque centrale qui achète des devises pour affaiblir sa propre monnaie. Si cette monnaie s'apprécie par la suite, la banque centrale enregistre des pertes comptables au titre de ses achats de devises. Même pour les grandes banques centrales, ces pertes peuvent être politiquement embarrassantes — ce qui permet au marché de se convaincre que la banque centrale donnera suite (au besoin par une intervention stéri-

lisée) aux objectifs de politique qui donnent le signal d'une intervention stérilisée.

Microstructure. De récentes études montrent que la microstructure du marché (les flux d'ordres de vente et d'achat enregistrés à la minute) peuvent influer sur les prix des actifs, ces flux transmettant implicitement des informations au marché. En modifiant les flux d'ordres, l'intervention de la banque centrale peut influer sur le taux de change.

De même, si l'intervention de la banque centrale réussit à modifier le taux de change, certains participants au marché peuvent suivre la tendance et amplifier l'effet de l'intervention, provoquant le dépassement, c'est-à-dire les «points de résistance» du taux de change. Lorsque le nombre de courtiers techniques (dont les ordres reposent sur des analyses techniques) est élevé, l'effet de l'intervention initiale peut être hypertrophié, en particulier si le taux de change est perçu comme étant éloigné de son point d'équilibre.

Enfin, même si l'intervention stérilisée est de faible ampleur ou a un effet purement passager sur le niveau du taux de change, des interventions répétées pourraient avoir un impact durable sur la volatilité du taux de change. En fait, les banques centrales interviennent souvent lorsque le marché est perturbé et que la volatilité est jugée excessive.

Types d'intervention

La banque centrale a le choix d'**intervenir ouvertement ou secrètement** (encore que le secret total ne sera jamais garanti en raison des effets de l'intervention sur les flux d'ordres comme indiqué ci-dessus). L'effet de signalisation sera bien évidemment plus efficace lorsque l'intervention est annoncée. Mais la banque centrale peut vouloir agir avec discréption dans un premier temps — afin de jauger la profondeur et la volatilité du marché — par une intervention sans annonce. Ceci aura également l'avantage de préserver la crédibilité de la banque centrale au cas où l'intervention ne réussirait pas à moduler le taux de change dans le sens souhaité.

Dans certaines conditions économiques, le secret serait recommandé. Supposons qu'une banque centrale dispose d'informations confidentielles qui, si elles étaient divulguées, provoqueraient des mouvements brusques et perturbateurs du taux de change (si la banque centrale est prévenue, par exemple, de «mauvais chiffres» de la balance commerciale). Dans ces cas, une intervention ouverte révélerait ces informations, entraînant des variations brutales du taux de change. En intervenant sans annonce préalable, la banque centrale révèle partiellement l'information dont elle dispose et permet donc au taux de change d'évoluer dans la bonne direction — ce qui évite les variations brutales qui vont de pair avec la divulgation de l'information (chiffres du commerce par exemple).

Par ailleurs, l'**intervention peut être unilatérale ou coordonnée avec d'autres banques centrales**. Une intervention coordonnée a bien évidemment plus de chances de se révéler efficace. Pour ce qui est de l'équilibre du portefeuille, l'offre relative d'actifs est l'aspect déterminant; si le stock d'actifs d'un pays augmente et que celui des autres baisse, cela aura à l'évidence un impact proportionnellement plus important sur l'offre relative d'actifs que si la variation du stock d'actifs ne concernait qu'un seul pays. De même, pour l'effet de signalisation, l'offre relative de monnaie (ou l'écart des taux d'intérêt) est l'élément essentiel. Si l'intervention coordonnée

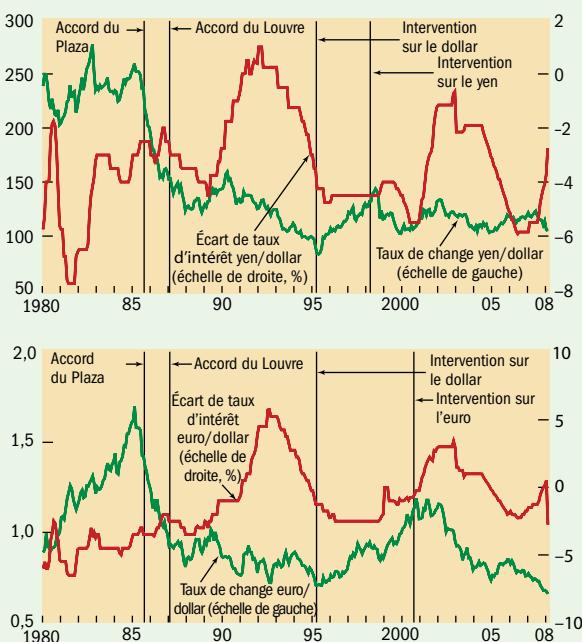
annonce les changements escomptés des taux d'intérêt des deux pays en sens opposés, l'impact attendu sur l'écart de taux d'intérêt et, partant, sur le taux de change sera proportionnellement plus marqué. Tout en étant plus efficace, une intervention coordonnée peut être plus difficile à mettre en œuvre parce qu'elle suppose que les banques centrales s'entendent sur le niveau souhaité et sur la dynamique du taux de change, ainsi qu'une coordination opérationnelle et logistique. Mais même si l'intervention n'est pas concertée, les politiques ou les déclarations des banques centrales doivent à tout le moins être concordantes pour que l'intervention soit couronnée de succès.

Que révèlent les antécédents?

En pratique, une intervention stérilisée est-elle efficace? Les résultats empiriques sont contrastés. Si certaines études des années 80, comme le rapport Jurgensen (1983), signalent une faible efficacité, les travaux récents — plus particulièrement axés sur l'analyse des événements — sont plus encourageants. Cinq grandes interventions coordonnées ont eu lieu depuis le milieu des années 80 : l'Accord du Plaza conclu en 1985 pour renforcer les monnaies des pays du G-5 autres que le dollar EU; l'Accord du Louvre de 1987 destiné à soutenir le dollar EU par rapport à d'autres monnaies des pays du G-6; l'initiative des ministres des finances du G-7 en 1995 pour soutenir le dollar EU; l'intervention concertée des États-Unis et du Japon, en 1998,

Points de rupture

Depuis le milieu des années 80, quatre des cinq grandes interventions coordonnées ont contribué à orienter la monnaie dans la direction voulue. Des écarts de taux d'intérêt propices ont été l'une des clés de ce succès.



Source : FMI, *International Financial Statistics*.

Note : Les lignes verticales signalent les grands épisodes d'intervention coordonnée. Les écarts de taux de change et de taux d'intérêt euro/dollar sont matérialisés par les séries de données sur les taux deutsche mark/dollar pour les années précédant le lancement de l'euro.

pour soutenir le yen, et l'intervention coordonnée de la Banque centrale européenne, de la Réserve fédérale et des banques centrales du Royaume-Uni, du Japon et du Canada de 2000 pour soutenir l'euro. Quatre ont été «réussies» au sens où elles ont provoqué un infléchissement (dans le sens souhaité) du taux de change (voir graphique) — bien qu'il soit difficile de dire ce qui se serait produit sans intervention (en 1985, par exemple, le dollar ayant atteint des niveaux faraïneux, sa dépréciation risquait de s'amorcer en tout état de cause).

Dans la logique de l'effet de signalisation d'une intervention stérilisée, la clé du succès a tenu au fait que les écarts de taux d'intérêt ont évolué dans le bon sens immédiatement après les interventions, ou tout au moins pas en sens opposé. Cet effet est également souligné par un échec retentissant : celui de l'Accord du Louvre de février 1987, qui n'a pas soutenu le dollar EU. Si l'écart entre les taux d'intérêt américain et allemand a d'abord augmenté, à partir de l'été, l'Allemagne a commencé à relever ses taux d'intérêt en raison de craintes de tensions inflationnistes. Conjugué aux chiffres négatifs du commerce extérieur des États-Unis, cela a entraîné une forte dépréciation du dollar EU et à la crise boursière d'octobre 1987, les marchés s'attendant à ce que la Réserve fédérale resserre sa politique monétaire (en relevant ses taux d'intérêt), en réaction aux tensions inflationnistes dues à la faiblesse du dollar.

La théorie et l'expérience montrent donc qu'une intervention stérilisée peut être efficace, mais uniquement si elle repose sur la ferme conviction que des politiques de soutien adéquates seront mises en œuvre si besoin est. En tant que telle, une intervention stérilisée ne constitue probablement pas un instrument pleinement indépendant. Mais, appliquée de manière crédible et surtout coordonnée entre plusieurs banques centrales, elle peut donner un surcroît de souplesse pour atteindre les objectifs de politique économique. En période de tension financière en particulier, lorsque les banques centrales s'emploient à atteindre divers objectifs intérieurs et extérieurs, elles peuvent chercher frénétiquement dans leur panoplie d'instruments, un outil qui fonctionne bien. ■

Atish Ghosh est Chef de division au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," *American Economic Review*, Vol. 83 (December), p. 1356–69.
- Evans, Martin, and Lyons Richard, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 110 (February), p. 170–80.
- Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (March), p. 199–219.
- Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschmark Rate," *Journal of International Economics*, Vol. 32, p. 201–20.
- , 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," *European Economic Review*, Vol. 46 (February), p. 253–72.
- Ishii, S., J. Canales-Krilljenko, R. Guimarães, and C. Karacadag, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: International Monetary Fund).
- Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?"