

LA LETTRE DU CEPII

CENTRE
D'ETUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

N° 182 — SEPTEMBRE 1999

LA BCE ET L'EURO

L'efficacité des interventions des banques centrales pour corriger le niveau ou réduire l'instabilité du taux de change est discutée. La principale condition du succès de ces interventions est que celles-ci soient cohérentes avec la politique macro-économique. De ce point de vue, l'implication conjointe du Conseil européen et de la BCE dans la politique de change de l'euro paraît judicieuse. Mais sa mise en œuvre sera difficile compte tenu des contraintes et des objectifs différents des deux institutions. Pour ne pas inhiber la capacité d'intervention de la BCE, des principes de coordination entre la politique monétaire et les politiques budgétaires devront être établis.

La politique de change est, depuis longtemps, considérée comme une zone d'ombre du traité de Maastricht¹. Le Conseil européen est seul habilité à conclure des accords formels du type zones-cibles, et il peut formuler des "orientations générales" ; mais la Banque centrale européenne (BCE) est obligatoirement consultée, et elle peut s'abstenir de mettre en œuvre une politique menaçant son objectif de stabilité des prix. L'ambiguïté n'a pas vraiment été levée depuis le lancement de l'euro. Durant la première moitié de l'année 1999, la BCE n'a pas cherché à freiner la dépréciation quasi-continue de l'euro par rapport au dollar : elle a abaissé ses taux d'intérêt en avril, et n'est pas intervenue sur le marché de l'euro² ; de leur côté, les ministres des Finances des Onze n'ont pas exprimé d'"orientation générale" pour la politique de change. Certes, le laisser-faire vis-à-vis du taux de change, qui a dominé le début de l'année 1999, était dicté par la conjoncture morose et l'absence de risque inflationniste dans la zone. On peut néanmoins se demander si la BCE aurait la volonté et les moyens d'intervenir sur le marché des changes.

■ Comment stabiliser les taux de change

Le taux de change est un élément essentiel d'amortissement des fluctuations économiques entre des pays ou zones aux cycles d'activité asynchrones. Au début de l'année 1999, par exemple, l'appréciation du dollar et la dépréciation de l'euro ont atténué la vigueur de l'économie américaine et soutenu

l'activité européenne. Cependant, les fluctuations des taux de change sont souvent excessives. Elles deviennent alors nuisibles dans la mesure où elles engendrent des coûts de couverture, freinent les investissements ou exacerbent les pressions protectionnistes. Ces fluctuations peuvent aussi entrer en contradiction avec les besoins de stabilisation macro-économique. Un exemple souvent cité est l'appréciation du dollar durant la seconde moitié de l'année 1984, alors que l'évolution du différentiel d'intérêt et l'augmentation du déficit extérieur auraient appelé une dépréciation. L'évolution du taux de change a ainsi accentué le déficit et accéléré l'accumulation de la dette extérieure. La forte appréciation du yen en septembre 1999, alors que la reprise au Japon est encore très incertaine, fournit un exemple plus récent.

Pour les relations entre euro, dollar et yen, certains économistes préconisent l'établissement de zones-cibles qui engagent les autorités monétaires concernées à maintenir les taux de change à l'intérieur de bandes de fluctuations réaménageables par concertation³. Beaucoup prônent plus simplement une action des autorités au cas par cas fondée sur une surveillance attentive de l'écart entre les taux de change et leurs niveaux fondamentaux eux-mêmes variables⁴. Dans tous les cas, la réussite du système dépend de l'existence d'instruments permettant d'agir sur le niveau ou sur l'instabilité du taux de change.

Le premier instrument possible est le contrôle des changes : en restreignant les entrées ou les sorties de capitaux, on

1. Voir A. Bénassy, A. Italianer et J. Pisani-Ferry "Les implications extérieures de la monnaie unique", *Economie et Statistique*, n°262-263, 1993.

2. Les interventions reviendraient en principe au SEBC (Système Européen de Banques Centrales). On parle ici de la BCE pour simplifier. La BCE est intervenue une fois (le 18 juin 1999), mais pour le compte de la Banque du Japon. Voir BCE, *Bulletin Mensuel* juillet 1999, p.28.

3. Voir, par exemple, F. Bergsten, "How to Target Exchange Rates", *Financial Times* 20 novembre 1998.

4. Voir O. Davanne, "Instabilité du Système Financier International", *Rapport du Conseil d'Analyse Economique* n°14, 1998.

limite les déséquilibres brutaux de la balance des paiements, et donc les fluctuations de change. La France a utilisé cet instrument pour défendre sa monnaie au début des années quatre-vingt. Mais le contrôle des changes renchérit le capital, et les innovations financières le rendent de plus en plus difficile à mettre en œuvre. Les pays industrialisés y ont renoncé au cours des vingt dernières années. C'est aussi le cas de nombreux pays en développement. Dans ces derniers toutefois, les crises financières récentes ont remis les contrôles à l'ordre du jour comme une mesure temporaire destinée à freiner la contagion internationale, ou comme un moyen de favoriser les entrées de capitaux à long terme au détriment des capitaux à court terme (contrôle à la chilienne).

Le deuxième instrument est la politique monétaire : en modifiant les taux d'intérêt à court terme, les banques centrales influencent l'allocation internationale des portefeuilles privés, ce qui, étant donné les volumes en jeu, a sur le taux de change un effet immédiat et même souvent antérieur à la modification du taux d'intérêt lorsque cette dernière est anticipée. Mais il y a aujourd'hui peu de chances pour que les pays du G7 infléchissent leur politique monétaire dans le seul but de stabiliser les taux de change. En effet, l'indépendance de plusieurs banques centrales, la part relativement modeste des marchés étrangers dans le PIB des Etats-Unis, du Japon et de la zone euro, et le rétrécissement des marges de manœuvre de la politique budgétaire font que chaque pays ou zone oriente sa politique monétaire en fonction d'objectifs purement internes. Dans ce contexte, la politique monétaire influence le taux de change, mais celui-ci n'est pas en lui-même un objectif.

Le troisième instrument consiste à intervenir directement sur le marché des changes : la banque centrale achète ou vend des actifs libellés en devises étrangères selon qu'elle veut faire baisser ou monter le cours de sa monnaie. Naturellement, cette opération modifie l'actif de la banque centrale, et donc la monnaie centrale offerte à l'économie. Lorsqu'elle ne veut pas que ses interventions sur le marché des changes interfèrent avec la politique monétaire, la banque centrale les stérilise, c'est-à-dire qu'elle conduit simultanément une opération de vente ou d'achat d'actifs domestiques de manière à ce que l'offre de monnaie ne varie pas.

Par le passé, les banques centrales des grands pays sont intervenues assez souvent sur le marché des changes. Par exemple, la Réserve Fédérale est intervenue 215 fois sur le marché mark/dollar entre 1985 et 1995, soit environ une fois et demi par mois en moyenne, même si une telle moyenne est trompeuse étant donné le caractère groupé des interventions (tableau 1)⁵. Les montants mis sur le marché – de l'ordre de 150 millions de dollars en moyenne – sont de plus en plus élevés (l'intervention concertée du 17 juin 1998 aurait porté sur plusieurs milliards de dollars), mais elles sont

moins fréquentes que dans la seconde moitié des années quatre-vingt et s'effectuent sur un marché des changes beaucoup plus actif (1500 milliards de dollars échangés chaque jour en moyenne en avril 1998, contre 590 milliards par jour en avril 1989)⁶.

Entre 1985 et 1995, près de la moitié des interventions de la Fed ont été effectuées en concertation avec d'autres banques centrales. Ces interventions concertées sont en général médiatisées. A l'inverse, les banques centrales s'arrangent parfois pour que le marché n'ait pas connaissance de leurs interventions, en s'adressant à un courtier, ou à quelques banques sélectionnées qui ont intérêt à ne pas divulguer l'information de manière à rester des interlocuteurs privilégiés. Ces interventions " secrètes " correspondent à des moments où la banque centrale n'a pas pour but de modifier le taux de change, par exemple lorsqu'elle reconstitue ses réserves⁷.

Tableau 1 - Les interventions sur le marché mark/dollar, 1985-1995 (2868 jours ouvrables)

	Réserve fédérale	Bundesbank	Interventions concertées
Nombre d'interventions officielles	215	264	97
Nombre d'interventions reportées dans la presse	184	161	-
Montant moyen (millions de dollars)	162	123	-

Source : Banques centrales.

2

Des interventions utiles en cas d'équilibres multiples

Les interventions des banques centrales sont en général stérilisées, même si le taux de stérilisation varie selon que l'objectif de change coïncide ou non avec l'objectif monétaire. Les interventions stérilisées ont en principe un impact sur le taux de change par deux canaux :

- l'effet de portefeuille : le montant mis par la banque centrale sur le marché des changes modifie l'équilibre entre l'offre et la demande mondiales pour une monnaie particulière ;
- l'effet de signal : en intervenant sur le marché des changes, la banque centrale révèle au marché une information qu'il n'a pas, relative, par exemple, à la politique monétaire future ; l'intervention agit sur le cours de la monnaie en provoquant une modification des anticipations des agents privés.

L'efficacité de ces deux canaux est loin d'être assurée. D'une part, les autorités monétaires n'ont pas les moyens d'intervenir massivement : les réserves de change mondiales représentent l'équivalent d'une journée seulement de transactions sur le marché des changes. Plus de la moitié de ces réserves sont détenues par les pays en développement, qui

5. Les données sur les interventions officielles ne sont divulguées – avec plusieurs années de retard – que par quelques banques centrales.

6. Sources : Direction du Trésor, "L'efficacité des interventions sur le marché des changes", annexe A de *Architecture du Système Financier International*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, 1999. Banque des Règlements Internationaux, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, mai 1999.

7. Voir K.M. Dominguez et J.A. Frankel, *Does foreign exchange intervention work ?*, Institute for International Economics, 1993.

n'ont pas l'habitude d'intervenir sur le cours des grandes monnaies entre elles, et la BCE ne détient qu'environ 15% des réserves mondiales. En cas d'attaque spéculative massive, l'effet de portefeuille ne peut donc être que limité. D'autre part, l'effet de signal peut être ambigu. En effet, si les banques centrales stérilisent leurs interventions, ces dernières n'apportent en principe pas d'information sur leurs intentions quant à l'évolution de l'offre de monnaie⁸. Dans ce cas, le signal ne porte pas principalement sur la politique monétaire à venir. Il s'agit plutôt d'attirer l'attention du marché sur une divergence entre le taux de change et ses déterminants fondamentaux (en supposant que les autorités monétaires aient un avantage informationnel).

En pratique, l'efficacité des interventions est discutée. En 1982, le rapport Jurgensen, réalisé à l'initiative des membres du G5, émettait des doutes sur l'efficacité des interventions en elles-mêmes, et insistait sur le rôle des politiques macro-économiques menées simultanément. Depuis lors, quelques interventions réussies ont marqué les esprits, comme les interventions effectuées contre le dollar suite à l'accord du Plaza, le 22 septembre 1985, ou, plus récemment, l'intervention coordonnée de la Banque du Japon et de la Réserve Fédérale pour stopper la dépréciation du yen, le 17 juin 1998⁹. L'étude systématique des interventions montre que celles-ci peuvent avoir un impact pendant quelques semaines à condition de ne pas être contredites par les évolutions macro-économiques¹⁰.

A très court terme, cependant, l'effet des interventions est surprenant (encadré)¹¹. Tout d'abord, celles-ci ont un impact parfois significatif sur les taux de change le jour-même, mais dans le sens contraire de celui attendu : un achat de dollars par les banques centrales entraîne une dépréciation de cette monnaie. Pour interpréter ce résultat, on pense, bien sûr, à la causalité inverse : les banques centrales achètent du dollar lorsque ce dernier se déprécie. Pourtant, cette explication est rejetée par l'économétrie. Une autre explication tient à la dynamique des marchés à très court terme : lors d'une intervention, les opérateurs testent la détermination de la banque centrale en pariant dans l'autre sens, de sorte que le taux de change peut varier dans la mauvaise direction en fin de journée. Après un jour, néanmoins, le taux de change tend à obéir à l'impulsion donnée par la banque centrale.

En second lieu, les interventions, sauf lorsqu'elles sont maintenues secrètes, **accroissent** la volatilité du taux de change à court terme. Ce résultat signifie d'abord que le marché ne reste pas indifférent aux interventions lorsque celles-ci sont rendues publiques. Il est également cohérent avec l'idée que le marché teste la détermination de la banque centrale à très

ENCADRÉ - LES EFFETS DES INTERVENTIONS À TRÈS COURT TERME¹²

On estime une équation qui explique les variations quotidiennes du logarithme du taux de change du mark par rapport au dollar (r_t) par l'écart de taux d'intérêt entre les deux monnaies (SPR_t), les interventions officielles des banques centrales concernées (IO^{BB}_t et IO^{FED}_t), ainsi que des effets jours $D1_t$ et $D2_t$ exprimant respectivement le nombre de jours fériés juste avant et juste après la date t ¹³, et une perturbation ε_t . La variance des perturbations est elle-même modélisée selon une spécification FIGARCH : les perturbations ε_t affectent cette variance de manière persistante, mais pas infiniment durable. Par ailleurs, on retient une distribution de Student pour les perturbations.

L'estimation est menée sur des données quotidiennes couvrant la période 1985-1995. Le résultat est le suivant :

$$r_t = -0,033 + 0,014 D2_t - 1,133 IO^{BB}_t + 0,303 IO^{FED}_t + 0,125 SPR_t + \varepsilon_t - 0,056 \varepsilon_{t-1} \\ (-257,3)^{**} \quad (0,96\phi) \quad (-312,3)^{***} \quad (1,001) \quad (1,48\phi) \quad (-3,119)^{**}$$

où la variance conditionnelle de ε_t est donnée par :

$$\sigma_t^2 = -0,004 + AL\varepsilon_t^2 + 0,162 D1_t + 1,136 |IO^{BB}_t| + 1,366 |IO^{FED}_t| - 0,147 |SPR_t| \\ (-0,18\phi) \quad (5,59\phi)^{***} \quad (1,84\phi)^* \quad (2,25\phi)^{**} \quad (-2,109)^{**}$$

où AL est une fonction de retard FIGARCH dont les coefficients estimés sont significatifs à 1%. Un r_t positif correspond à une hausse du dollar. Les t de Student sont indiqués entre parenthèses, et les étoiles indiquent les niveaux de significativité (*pour 10%, **pour 5%, ***pour 1%). Les achats de dollars par la Bundesbank font baisser le dollar, tandis que les interventions de la Réserve Fédérale n'ont pas d'effet significatif sur r_t . Les interventions de deux banques centrales accroissent de manière significative la volatilité σ_t^2 du taux de change. Ces résultats ne s'expliquent pas par une causalité inverse. En effet, des estimations complémentaires montrent que la variation du taux de change d'un jour sur l'autre et sa volatilité conditionnelle n'affectent pas de manière significative la probabilité d'intervention.

3

court terme. Mais il indique que les interventions ne peuvent pas être utilisées pour réduire la volatilité des taux de change au jour le jour.

Ainsi, les interventions officielles paraissent un instrument délicat à manier, car leur efficacité est très sensible à la réaction des marchés à très court terme, et parce qu'elles exigent d'être mises en œuvre de manière cohérente avec le reste de la politique économique. Par exemple, il est inutile d'intervenir pour soutenir une monnaie en présence d'un dérapage budgétaire assorti d'une politique monétaire expansive. A l'inverse, une stabilisation budgétaire et une faible inflation, par les anticipations favorables qu'elles suscitent, sont de nature à renforcer la valeur de la monnaie, sans recours à des interventions. Dans le premier cas, les interventions sont inefficaces ; dans le second, elles sont superflues.

8. C'est la raison pour laquelle A. Weber attribue à la politique de stérilisation de la Bundesbank une responsabilité importante dans les crises du SME de 1992 et 1993. Voir A. Weber, "Exchange rates and the effectiveness of central bank interventions : new evidence for the G-3 and the EMS", in E. Girardin et J. Méhitz, *European Currency Crises and After*, Routledge, 1995. On peut également citer les interventions de la Banque du Japon à la mi-septembre 1999, qui eurent un effet limité sur le yen en l'absence d'accompagnement par la politique monétaire.

9. Voir Direction du Trésor, *op. cit.*

10. Voir P. Catte, G. Galli et S. Rebecchini, "Exchange markets can be managed !", *International Economic Insights*, sept-oct. 1992, ou *La Lettre du CEPII* n° 112, avril 1993.

11. On reprend ici essentiellement les conclusions de l'étude de M. Beine, A. Bénassy-Quéré et C. Lecourt, "Central bank intervention and foreign exchange rates : new evidence from FIGARCH estimations", *Document de travail* du CEPII, 1999 à paraître, qui sont en grande partie cohérentes avec l'ensemble de la littérature sur le sujet.

12. D'après M. Beine, A. Bénassy-Quéré et C. Lecourt, *op. cit.*

13. Ces variables muettes sont destinées à rendre compte de la volatilité souvent plus importante des taux de change juste avant ou juste après un week-end ou un jour férié.

Cependant, les taux de change sont très souvent soumis à des équilibres multiples du fait de l'incertitude des opérateurs sur le modèle à utiliser. Par exemple, le niveau de l'euro par rapport au dollar au milieu de l'année 1999 pouvait être jugé correct au regard de la parité de pouvoirs d'achat ou de la bonne santé de l'économie américaine, mais trop bas si l'on tient compte du nécessaire rééquilibrage des soldes extérieurs de part et d'autre de l'Atlantique¹⁴. Dans l'incertitude où ils se trouvent, les opérateurs du marché peuvent changer brutalement de modèle ou réagir de manière grégaire aux rumeurs. Dans ce dernier cas, l'équilibre obtenu sur le marché des changes peut être déconnecté de la situation macro-économique.

C'est dans ce contexte d'équilibres multiples qu'apparaît la véritable utilité des interventions. Imaginons par exemple un ralentissement de l'activité dans un pays. La situation conjoncturelle exigerait une dépréciation. Mais le risque inflationniste étant faible et le solde extérieur s'améliorant du fait de la chute de la demande interne, les marchés pourraient anticiper une monnaie forte malgré un taux d'intérêt faible. C'est précisément la situation qu'ont connue les pays européens à la fin de l'année 1998. Dans un tel contexte, les interventions de change pourraient fournir un complément utile à la politique monétaire, en aidant le marché à sélectionner le taux de change le plus adapté à la situation macro-économique. De cette manière, la banque centrale révélerait au marché son intention de privilégier la stabilisation conjoncturelle en dépit d'une éventuelle hausse du déficit public.

Politique économique et politique de change dans la zone euro

Les institutions européennes, qui font de la politique de change une responsabilité *de facto* partagée entre le Conseil européen et la BCE¹⁵, sont cohérentes avec la nécessité de mener cette politique de concert avec les politiques monétaire et budgétaire. Mais les objectifs de la BCE et les contraintes du Conseil risquent de rendre difficile une telle

coopération. Tout d'abord, la politique monétaire est vouée principalement au maintien de prix stables, mais la BCE ne semble pas s'être formellement fixé de plancher d'inflation positive. Elle sera donc naturellement réticente à intervenir pour faire baisser l'euro, même en l'absence de risque inflationniste. D'autre part, la politique budgétaire est encadrée par le Pacte de stabilité et de croissance. Les dettes publiques étant essentiellement libellées en euros, une baisse de l'euro est favorable aux finances publiques, puisqu'elle stimule l'activité (et donc les rentrées fiscales) sans alourdir la dette. Les chefs de gouvernement seront naturellement réticents à intervenir pour faire monter l'euro, d'autant que, contrairement aux dirigeants de la BCE, ce sont des élus soumis aux pressions des industriels.

Une solution pour sortir de cette impasse institutionnelle serait d'établir des principes de coordination entre la politique monétaire et les politiques budgétaires¹⁶. En cas de baisse de la demande en Europe, par exemple, des interventions pourraient appuyer la politique monétaire dans le sens d'un euro faible, mais l'euro11 s'engagerait simultanément sur un calendrier de retour à l'équilibre du solde budgétaire agrégé de la zone. A l'inverse, en cas de dérapage inflationniste en Europe, des interventions officielles pourraient pousser l'euro à la hausse, mais la BCE s'engagerait sur un calendrier d'assouplissement de la politique monétaire. Enfin, en cas de bulle spéculative dans un sens ou dans l'autre, les interventions officielles devraient s'accompagner de déclarations claires des deux institutions. Ainsi, la politique de change de la zone euro pourrait être l'occasion pour la BCE et le Conseil de renforcer leur coopération afin de pouvoir utiliser de manière efficace les interventions sur le marché des changes. Cette démarche serait vivement appréciée par les partenaires du G7 qui souhaiteraient n'avoir qu'un seul interlocuteur¹⁷. Mais elle pourrait se heurter à des difficultés de coordination internes à l'euro11 ou au Système Européen de Banques Centrales.

Agnès Bénassy-Quéré

14. Voir D. Borrowski et C. Couharde, annexes B et C de *Architecture financière internationale* rapport du CAE, 1999.

15. En témoigne la résolution du Conseil européen d'Amsterdam (juin 1997) selon laquelle les décisions relatives au SME bis (taux pivots, bandes de fluctuations) doivent être prises conjointement par le Conseil et par la BCE. Rappelons néanmoins que la BCE reste libre de ne pas intervenir sur le marché des changes si cela entre en conflit avec son objectif de stabilité des prix.

16. Dans l'esprit de ce que proposent B. Cœuré et J. Pisani-Ferry pour la coordination au sein du G7. Voir B. Cœuré et J. Pisani-Ferry, "The euro, the yen and the dollar : the case against benign neglect", IMF *Conference on key issues in reforms of the international monetary and financial system* (Washington, mai 1999).

17. Aux Etats-Unis comme au Japon, le ministère des Finances assume seul la responsabilité de la politique de change, même s'il entre parfois en conflit avec la banque centrale.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 1999

REDACTION

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA

PUBLICATION :

Jean-Claude Berthélemy

REDACTION EN CHEF :

Agnès Chevallier

Stéphanie Guichard

CONCEPTION GRAPHIQUE :

Pierre Dusser

REALISATION :

Annick Hutteau

DIFFUSION

La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)

France 301,74 F TTC (46 € TTC)

Europe 311,58 F TTC (47,50 € TTC)

DOM-TOM (HT, avion éco.)

308,30 F HT (47 € HT)

Autres pays (HT, avion éco.)

311,58 F HT (47,50 € HT)

Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)

Adresser votre commande à :

La Documentation française,

124, rue Henri Barbusse

93308 Aubervilliers Cedex

Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD

3^{ème} trimestre 1999

Septembre 1999

Imp. ROBERT-PARIS

Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.