

■ Taux de change : les sept ans du G7

Pendant sept ans, de l'accord du Plaza de septembre 1985 à la fin 1992, le G7 s'est efforcé de piloter l'évolution des taux de change en adressant des signaux aux marchés et en coordonnant les politiques économiques. L'analyse des résultats obtenus montre que son action n'a pas réduit la volatilité à court terme des cours des monnaies, mais qu'à partir de 1987 elle a permis de stabiliser les taux de change réels dollar/mark et, à un degré moindre, dollar/yen. Elle montre aussi que cette action a rencontré ses limites dès lors que les objectifs monétaires internes ont pris le pas sur l'objectif de réduction des déséquilibres internationaux de paiements.

1

Théorie et pratique de la coordination

Il y a une théorie de la coordination, qui dit que des pays interdépendants gagnent à organiser de concert leurs politiques économiques lorsqu'ils sont simultanément frappés par un même choc : plutôt que de chercher séparément à échapper aux effets inflationnistes d'un choc pétrolier, ou que de renoncer à une relance par crainte d'en voir les effets profiter aux économies voisines, mieux vaut que les gouvernements s'entendent sur les mesures susceptibles de les rapprocher collectivement de leurs objectifs nationaux. La pertinence de cette théorie s'est plus d'une fois vérifiée par la négative, mais elle n'a été appliquée qu'en une seule occasion (antérieure, d'ailleurs, à son élaboration) : la relance concertée organisée en 1978 par le sommet de Bonn, qui a malheureusement débouché sur le second choc pétrolier.

Il y a aussi une pratique de la coordination, qui n'a pas grand'chose à voir avec cette théorie, et qui a fait le pain quotidien des réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G7 depuis que l'administration Reagan s'est en 1985 convertie à la coopération internationale. Elle combine l'élaboration d'un diagnostic partagé sur les priorités du moment, une information réciproque sur les objectifs nationaux, plus rarement des ajustements de politique économique en vue d'atteindre des objectifs communs : bref, une version affadie de ce que suggère la théorie. Mais elle s'est surtout illustrée par une tentative pragmatique de gestion des taux de change, initiée dans l'urgence aux temps de la surévaluation du dollar et poursuivie depuis lors au nom d'une conviction héritée des années 1980-1985, à savoir que le taux de change est une variable trop importante pour être laissée aux marchés (1).

Que ministres et banquiers centraux s'efforcent de piloter les changes est légitime si l'on admet que le libre fonctionnement des marchés leur imprime une volatilité excessive, et peut donner lieu à des désajustements prolongés des taux de change réels (les *misalignments*) générateurs de déséquilibres de paiements, de mauvaises allocations des ressources, et de conflits commerciaux. Cette instabilité ne suffit cependant à justifier l'action du G7 que si celui-ci fait mieux que les marchés. A l'heure où une nouvelle administration américaine se saisit des dossiers et affine sa doctrine, un bilan des sept ans que le G7 a consacrés à la gestion des changes permet de juger de ses succès et de ses échecs (2). Ce bilan s'articule autour de trois questions : le G7 a-t-il réussi à stabiliser les taux de change ? à quel niveau l'a-t-il fait, et pourquoi ? comment a-t-il géré la tension entre objectifs monétaires internes et externes ?

(1) Sur la genèse de la coordination sur les taux de change, voir Y. Funabashi, *Managing the Dollar : From the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, 1988. Pour un bilan plus récent, voir W. Dobson, *Economic Policy Coordination : Requiem or Prologue ?*, Institute for International Economics, 1991.

(2) Le G7 (ou plus exactement, alors, le G5) a entrepris de gérer les taux de change lors de la réunion du Plaza du 22 septembre 1985. L'exercice s'est poursuivi jusqu'à la fin de la présidence Bush, à l'automne 1992.

Le G7 a-t-il réduit la volatilité des changes ?

Depuis qu'au Plaza, en septembre 1985, ministres et gouverneurs s'engagèrent à "coopérer plus étroitement" pour piloter la baisse du dollar, en utilisant au besoin l'arme des interventions, les déclarations du G7 sur les taux de change se sont succédé au rythme d'environ deux par an. La première conférence du Louvre entérina en février 1987 le niveau atteint par le dollar vis-à-vis du mark et du yen, et les autorités s'engagèrent alors à maintenir les taux de change au voisinage des niveaux atteints. Un premier examen porte sur la volatilité des taux de change autour de leur tendance. Il faut distinguer trois périodes : le premier flottement, du début 1973 à août 1979 ; la montée du dollar et sa chute, du lancement de la politique Volcker (septembre 1979) à l'accord du Louvre (février 1987) ; la période de stabilisation, de l'accord du Louvre à la fin de la présidence Bush. Trois conclusions se dégagent :

- la gestion des changes par le G7 n'a pas réduit la volatilité à court terme (un ou trois mois) des parités entre grandes monnaies ;
- la volatilité des changes a diminué par rapport à la période 1980-1986, mais uniquement pour les fluctuations à 6 et 12 mois ;
- globalement, la volatilité enregistrée entre 1987 et 1992 diffère peu de celle observée pendant la première période de flottement.

TABLEAU - Volatilité des taux de change réels mark/dollar et yen/dollar (*)

	1 MOIS		3 MOIS		6 MOIS		12 MOIS	
	DM/\$	YEN/\$	DM/\$	YEN/\$	DM/\$	YEN/\$	DM/\$	YEN/\$
Jan. 73 - août 79 (1)	3,1	2,5	5,8	4,8	7,7	7,3	7,1	9,04
Sept. 79 - fév. 87 (2)	3,0	2,8	6,4	5,7	10,4	8,9	17,7	13,9
rapport (2)/(1)	0,97	1,12	1,09	1,17	1,35	1,22	2,50	1,54
Mars 87 - nov. 92 (3)	2,9	2,5	6,0	4,8	8,11	6,82	9,68	8,40
rapport (3)/(1)	0,94	0,99	1,03	0,99	1,05	0,93	1,36	0,93
rapport (3)/(2)	0,97	0,88	0,94	0,85	0,78	0,77	0,55	0,61

(*) écarts-types, en pourcentage, des glissements sur 1, 3, 6 et 12 mois respectivement. Les taux de change réels sont calculés à partir de prix de production, d'après les statistiques financières du FMI.

Les deux premiers résultats sont cohérents avec l'existence de "zones-cible" implicites relativement larges. Ils contrastent avec l'évolution de la volatilité des taux de change au sein du SME, où les marges de fluctuation ont une largeur fixe et où les banques centrales pratiquent des interventions avant que les cours des monnaies atteignent leur seuil d'alerte. Ainsi le SME a-t-il réduit de moitié la volatilité des fluctuations franc/mark entre les périodes 1973-1978 et 1987-1989, et ce pour toutes les fréquences considérées (3).

Le troisième résultat indique cependant que les performances de la coordination sont demeurées modestes. Faut-il finalement considérer que la période 1979-1987 fait exception et que, malgré les efforts du G7, les années 1987-1992 n'ont marqué qu'un retour à une pratique normale du flottement ? Pour en décider, il convient d'examiner non plus la volatilité des taux de change, mais de comparer leurs niveaux moyens aux objectifs poursuivis, tels qu'ils apparaissent à la lecture des communiqués des réunions ministérielles du G7. Ceux-ci fournissent en effet des indications qualitatives quant aux taux de change-cible, aux "planchers" et aux "plafonds" (4).

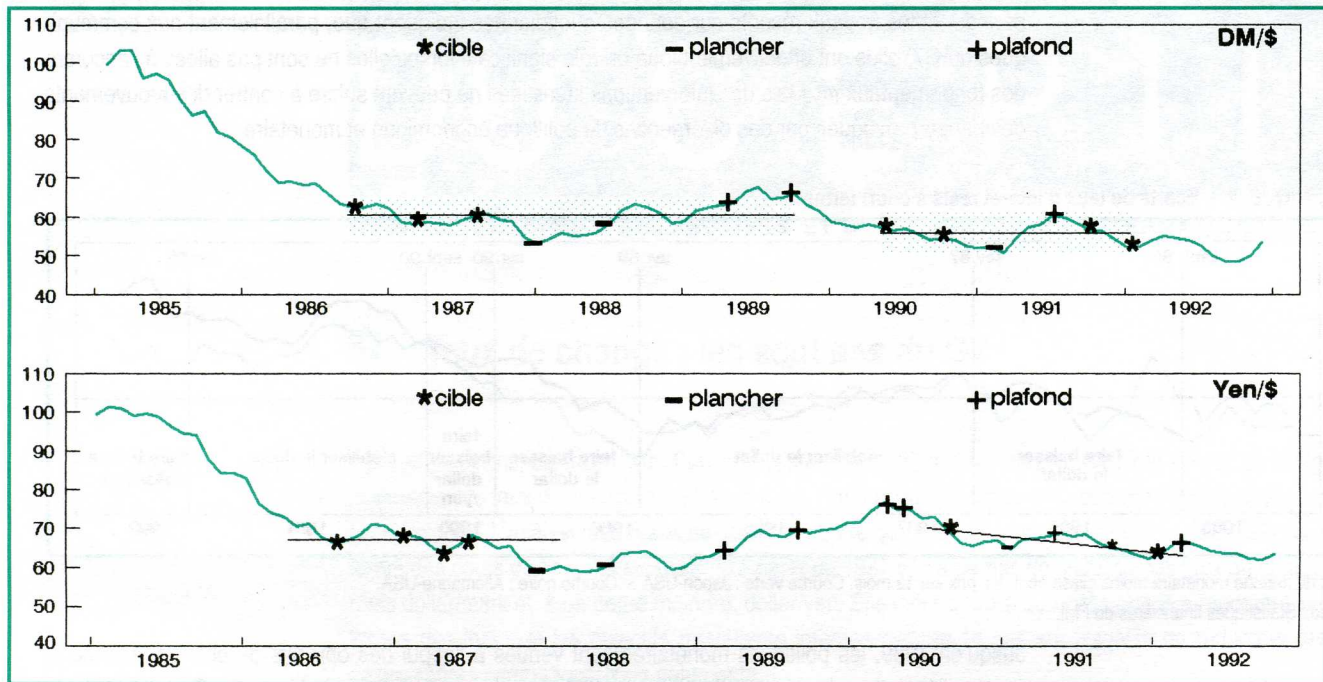
Le G7 a-t-il stabilisé les niveaux de change réel ?

Le G7 n'a jamais donné d'indications qu'en termes nominaux. Si on les transcrit en termes réels, il apparaît que depuis février 1987, les zones-cibles implicites n'ont pas beaucoup changé. De l'automne 1986, dès avant l'accord du Louvre, à la mi-1989, le taux de change réel dollar-mark se maintient dans une fourchette de plus ou moins 7 à 8 %, le point bas étant atteint aux lendemains du krach d'octobre 1987 et le point haut à la fin 1989 (graphique 1). En 1990-1991, la zone-cible se déplace dans le sens d'une dépréciation réelle du dollar d'environ 7 %. Enfin le G7 ne donne guère d'indications aux marchés en 1992, et laisse le dollar se déprécier jusqu'à atteindre un point bas à l'été 1992. Il faut sans doute y voir l'acceptation de l'appréciation du mark consécutive au financement budgétaire de l'unification et à la priorité donnée à la lutte contre l'inflation en Allemagne.

(3) Voir J. von Hagen et M. Neumann, "Real Exchange Rates Within and Between Currency Areas : How Far Away is EMU ?", *CEPR Discussion Paper* n° 660, 1992.

(4) Les indications portées sur les graphiques 1 et 2 dérivent de l'interprétation des communiqués des réunions ministérielles et des sommets du G7, à l'exclusion de toute autre source.

GRAPHIQUE 1 - Taux de change réel du dollar et objectifs du G7*



*Taux de change réels du dollar en marks et en yens calculés à l'aide des prix de production.

Source : Statistiques financières du FMI.

L'évolution du taux de change dollar-yen (graphique 1) suggère une difficulté plus grande à contenir la parité dans les limites souhaitées : si une certaine stabilisation est manifeste en 1987-1988, les signaux répétés adressés aux marchés n'empêchent pas la dépréciation du yen en 1989 et au premier semestre 1990. Le mouvement s'inverse à la mi-1990, date à partir de laquelle le G7 semble souhaiter une appréciation progressive, mais d'ampleur limitée, de la monnaie japonaise.

Ces évolutions doivent être mises en regard des développements économiques intervenus au cours de la période considérée. Si les années 1987-1989 voient effectivement s'opérer la réduction des déséquilibres de paiement qui avaient motivé l'intervention des autorités, à partir de 1990 le paysage change substantiellement. L'unification transforme l'excédent allemand en déficit, et induit une appréciation du mark et des monnaies qui lui sont liées. L'excédent japonais augmente de nouveau dès 1990, tandis que le déficit américain se résorbe conjoncturellement sous l'effet de la récession. D'un côté, donc, la liaison entre soldes extérieurs et objectifs de change est perturbée par le choc que subit l'Allemagne, de l'autre l'excédent japonais se montre rebelle à la médecine du G7.

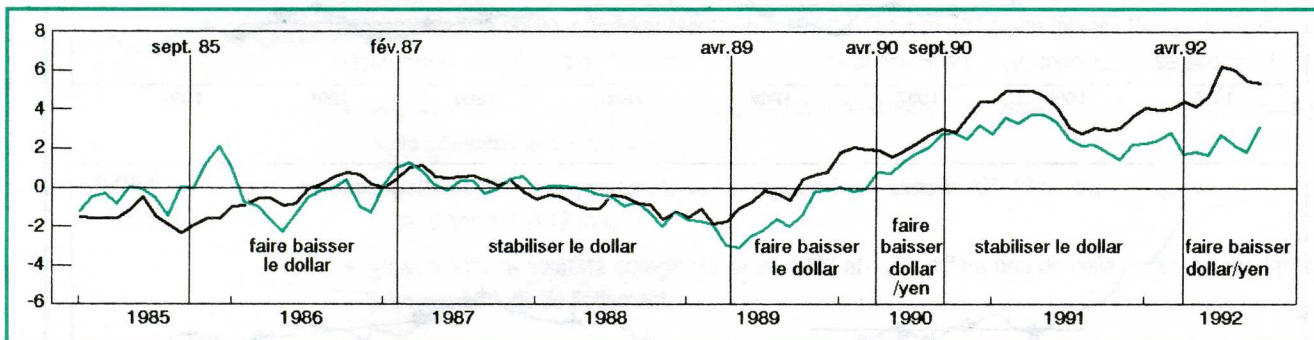
L'observation indique ainsi que le G7 a effectivement rencontré un certain succès dans la stabilisation des taux de change, mais elle montre aussi les limites de l'exercice : premièrement, le pilotage a été moins efficace pour le taux dollar-yen que pour le dollar-mark ; deuxièmement, la gestion des changes en vue d'une résorption des déséquilibres a été perturbée par l'unification allemande ; troisièmement, elle n'a pas atteint l'objectif d'une réduction durable de l'excédent japonais. L'année 1992 marque l'acceptation implicite par le G7 d'une flexibilité accrue des parités.

Les ministres des Finances et les gouverneurs disposent en théorie de trois instruments principaux pour mettre en oeuvre la coordination : les interventions sur les marchés des changes, les modifications de taux d'intérêt, et les inflexions de politique budgétaire. Le troisième n'a qu'exceptionnellement été mis en oeuvre de manière significative, les engagements de politique budgétaire affirmés dans le cadre du G7 étant le plus souvent le reflet de choix internes déjà effectués. Tout au plus peut-on considérer que les discussions entre ministres des Finances ont contribué à forger un consensus sur les objectifs budgétaires souhaitables à moyen terme. Restent donc les interventions et les politiques monétaires.

Les interventions stérilisées, c'est-à-dire celles qui n'affectent pas l'orientation de la politique monétaire interne, jouent surtout un rôle de signal : elles indiquent aux marchés quels sont les objectifs des autorités, et elles guident leurs anticipations en signalant quelles sont les variables décisives pour

l'évolution des taux de change (5). Elles ont été utilisées à cette fin à diverses reprises au cours de la période, et les travaux récents sur données quotidiennes indiquent que, parallèlement aux communiqués du G7, elles ont effectivement joué un rôle significatif lorsqu'elles ne sont pas allées à l'encontre des fondamentaux (6). Mais des interventions stérilisées ne peuvent suffire à contrer des mouvements de change provoqués par des divergences de politique économique et monétaire.

GRAPHIQUE 2 - Ecart de taux d'intérêt réels à court terme*



*Taux du marché monétaire moins glissement des prix sur 12 mois. Courbe verte : Japon-USA - Courbe noire : Allemagne-USA.

Source : Statistiques financières du FMI.

Jusqu'en 1989, les politiques monétaires sont venues à l'appui des objectifs de change, comme le montre l'évolution des écarts de taux d'intérêt réels à court terme (graphique 2). En particulier, la stabilisation du dollar en 1987-1988 malgré la forte dégradation du solde extérieur américain peut s'expliquer par la stabilité de l'écart de taux entre l'Allemagne et le Japon, d'une part, et les Etats-Unis d'autre part. L'objectif de change semble donc avoir été effectivement pris en compte par les autorités monétaires (7). Mais la coordination des taux d'intérêt a cessé de fonctionner correctement entre dollar et yen à partir de 1989 : les déclarations répétées du G7 sur la dépréciation excessive du yen sont allées de pair avec un taux d'intérêt réel sensiblement plus faible au Japon qu'aux Etats-Unis. Ce n'est qu'après la hausse des taux japonais au-dessus du niveau américain que le yen finit par s'apprécier au début 1990. Au même moment, cependant, la Bundesbank relevait les siens pour contrer les effets inflationnistes de l'unification, tandis que le Fed les baissait pour soutenir l'activité. A partir de cette date, les objectifs internes ont ainsi pris durablement le pas sur l'objectif de stabilisation des changes.

Ainsi la stabilisation des changes a-t-elle pu être conduite avec succès tant que l'objectif externe a été prioritaire, ou que les taux d'intérêt requis par les objectifs internes sont demeurés compatibles avec la poursuite de l'objectif externe. Lorsqu'en 1989-90 la tension entre les deux est devenue trop forte, les objectifs nationaux l'ont emporté.

Au total, l'analyse montre que l'action du G7 a permis de stabiliser les changes réels entre grandes monnaies. Elle montre aussi les limites de cette réussite : la volatilité des changes à court terme n'a pas été réduite ; les cibles de change ont perdu de leur clarté dès lors que l'objectif de réduction des déséquilibres de paiement a cessé d'être la priorité ; les politiques monétaires n'ont contribué à la stabilité des changes que pendant une période déterminée. Les ministres et gouverneurs, qui ont annoncé en février leur souhait de revivifier leur coopération, pourront sans doute prendre appui sur les succès d'hier pour s'attaquer aux problèmes d'aujourd'hui. Mais dans un contexte transformé, il leur faudra redéfinir les objectifs et les méthodes de la coordination.

Agnès Bénassy et Jean Pisani-Ferry

(5) Voir K. Dominguez et J. Frankel, "Does Foreign Exchange Intervention Matter ? Disentangling the Portfolio and Expectations Effects for the Mark", *NBER Working Paper* n° 3299, mars 1990. Voir aussi P. Catte, G. Galli et S. Rebecchini, "Exchange Markets Can Be Managed !", *International Economic Insights*, septembre/octobre 1992.

(6) Voir notamment M. Obstfeld, "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention : Recent Experience", in W. Branson, J. Frenkel et M. Goldstein (eds), *International Policy Coordination and Exchange Rates Fluctuations*, NBER University of Chicago Press, 1990. Voir également P. Catte et alii, op. cit.

(7) Le maintien des taux d'intérêt nominaux japonais à un niveau bas, en conformité avec l'objectif de change, a contribué à l'inflation des actifs boursiers en 1987-1988. L'absence de réaction de la Banque du Japon atteste le poids donné à l'objectif de change durant cette période.



Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. (1) 48.42.64.64
Télécopie : (1) 48.42.59.12

Rédacteur en chef :
Jean Pisani-Ferry.

Réalisation :
Annick Hutteau.

Diffusion :
La Documentation Française.

Abonnement (11 numéros)
France : 275 F.
Europe : 330 F.
Hors Europe : 370 F.
(envoi par avion).

Commande adressée à :
La Documentation française,
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Directeur de la publication :
Jean Pisani-Ferry.

ISSN 0243-1947

CPPP numéro 1462 AD
2ème trimestre 1993
Avril 1993

Imp. SNLIR - IVRY
Imprimé en France