

*Jeffrey Frankel*

## LA POLITIQUE DU DOLLAR DE CLINTON ET L'EFFICACITÉ DE L'INTERVENTION SUR LES TAUX DE CHANGE

L'intervention sur le marché des changes varie selon les modes. Au début des années 80, aux Etats-Unis ainsi que dans les autres pays du G7, ce procédé n'était guère à la mode. Avec l'accord du Plaza en 1985, il redevenait d'actualité. Aujourd'hui, par contre, l'intervention semble de nouveau démodée. Les critiques actuels considèrent les crises du Système Monétaire Européen de 1992 et 1993, et la chute du dollar sous la barre des 100 yen en 1994, comme autant d'échecs de la politique de change des gouvernements en général et de l'intervention en particulier.

Les expériences passées prouvent irréfutablement que si les principes macroéconomiques tels que la politique monétaire demeurent inchangés, l'intervention n'est pas en mesure d'influencer les taux de change à long terme. Dans le passé, nombreux sont les gouvernements qui ont perdu des millions de dollars des contribuables pour défendre vainement des monnaies qui au bout du compte ne pouvaient pas l'être. Cependant, dire qu'en général l'intervention ne peut pas avoir d'impact à long terme, ce n'est pas contester l'effet positif qu'elle peut parfois avoir à court terme (quelques mois). De plus, souligner que les Etats ont souvent gaspillé de l'argent lors des opérations mal conçues, n'empêche pas que d'autres Etats à d'autres moments ne les ont pas conduit d'une manière intelligente et utile (voir même profitable). A ce propos, il nous semble que jusqu'à présent la politique de change de l'administration Clinton a été plutôt bonne dans l'ensemble, quand bien même cette affirmation pourrait paraître choquante aux lecteurs de la presse financière américaine (ou britannique).

---

*L'auteur remercie Kathryn Dominguez, Randy Henning et John Williamson pour leurs commentaires.*

### *La politique d'intervention pendant l'administration Reagan*

Pendant la période 1981-84, la première administration Reagan mena essentiellement une politique de laissez-faire sur le marché des changes<sup>1</sup>. Elle était non-interventionniste au sens où le mouvement du dollar ne semblait nécessiter aucune sorte de réaction de la part du gouvernement, ni ne semblait représenter un problème. C'était donc du non-interventionnisme au sens étroit du terme, c'est-à-dire que l'administration s'abstenait de s'immiscer dans le marché des changes, donc de vendre (ou d'acheter) des dollars en échange de marks, de yens ou d'autres devises. Au cours du troisième mois de cette administration, le sous-secrétaire aux Affaires monétaires, Beryl Sprinkel, fit savoir qu'il n'avait aucune intention d'intervenir, sauf dans le cas de « marchés désordonnés ».

Pour Sprinkel, membre de longue date du « Shadow Open market Committee », monétariste et disciple de Milton Friedman, le problème était simplement celui des vertus du marché libre. Dans un système de taux de change flottants, le prix de la devise étrangère est celui qui parvient à équilibrer l'offre et la demande sur le marché ; c'est presque par définition le « bon prix ». Les tentatives des autorités monétaires d'intervenir sur le marché des changes pour maintenir la valeur de la monnaie à un niveau artificiellement haut ou bas sont des paris mal fondés avec l'argent du contribuable, susceptibles en outre d'aller à l'encontre du but recherché, à l'instar des actions entreprises par le Ministère de l'Agriculture sur le marché du grain, pour influencer les prix.

En effet, selon le modèle monétariste, l'intervention n'a aucun effet sur le marché dans la mesure où elle laisse l'offre de monnaie inchangée. Telle est la position que Sprinkel a adoptée lorsqu'en 1982, pendant les préparatifs du sommet du G7 à Versailles, son homologue français, Michel Camdessus, se faisait l'avocat des avantages de l'intervention sur le marché des changes<sup>2</sup>. Les Français soutinrent qu'elle représentait un outil indépendant et utile. Les Américains acceptèrent donc de constituer une commission intergouvernementale pour étudier la question (et pour établir un procédé de « surveillance multilatérale » pour le groupe des 5). Beaucoup ont jugé que les conclusions de cette commission favorisaient la position de Sprinkel<sup>3</sup>.

Le tournant dans la conception américaine du taux de change des années 80, passant d'une politique de laissez-faire relativement doctrinaire à une activité

<sup>1</sup> *L'histoire de la politique des changes sous l'administration Reagan est relatée par Destler et Henning (1989), Frankel (1994) et Funabashi (1988).*

<sup>2</sup> *Putnam et Bayne, 1987, p. 133.*

<sup>3</sup> *Henderson et Sampson (1983) résument la recherche sur l'intervention entreprise par la Fed pour le rapport du G7.*

plus flexible, s'est produit à l'arrivée de la seconde administration Reagan. En 1985, la valeur du dollar avait monté en flèche et la balance commerciale américaine avait dégringolé à un niveau si bas qu'il fallait obligatoirement réagir. Au même moment, une nouvelle équipe prit les commandes du ministère des Finances (le secrétaire James Baker et le vice-secrétaire Richard Darman), une équipe qui ne fut limitée dans ses choix stratégiques par aucune des deux contraintes qui liaient ses prédécesseurs : ni par une idéologie économique interdisant l'intervention sur le marché des changes, ni par risque de paraître déloyal au programme du gouvernement en arguant des effets indésirables de la policy-mix.

Le 22 septembre 1985, les ministres du G5 se sont rencontrés à l'Hôtel Plaza à New York, où ils ont convenu d'une « évaluation souhaitable » et déclaré qu'ils « seraient prêts à coopérer plus étroitement pour l'encourager, lorsque ce serait utile » ; selon les critères de tels communiqués ce langage semble (du moins rétrospectivement) avoir constitué une base solide pour une intervention concertée, bien que ce mot ne fût pas prononcé.

Le lundi où l'accord du Plaza fut rendu public, le dollar chuta soudainement de 4 % par rapport à une moyenne pondérée d'autres monnaies. Dans les jours suivants, les journaux ont signalé qu'une importante intervention avait eu lieu. Par la suite, le dollar se déprécia de nouveau progressivement à un taux semblable à celui qui prévalait depuis son niveau maximum atteint en février. Puisque dans les six mois suivant la rencontre des Sept au Plaza, le taux de dévaluation n'avait pas été plus fort que pendant les six mois précédant la rencontre, Feldstein (1986) conclut que le changement de politique était sans effet. Toutefois, ce raisonnement a des limites, car malgré toute l'attention portée au communiqué du Plaza, on peut supposer que le changement radical dans la politique interventionniste est survenu plus tôt — en février 1985, auquel cas la date correspond exactement à la volte-face de la valeur du dollar<sup>4</sup>.

Presque dix ans sont passés depuis le Plaza. Le gouvernement américain et les autres Etats sont intervenus périodiquement sur le marché du dollar, quelques fois dans une direction, quelques fois dans l'autre. Tout au long de cette période, les acteurs du marché ont considéré de telles interventions comme importantes : les cambistes bondissaient sur leurs terminaux lorsque les annonces des ventes ou des achats de la banque centrale y apparaissaient.

#### *Une analyse statistique de l'impact de l'intervention dans les années '80*

Alors que la plupart des économistes américains sont encore convaincus, comme au début des années '80, de l'inefficacité de l'intervention, l'expérience semble justifier d'y regarder de plus près. Une étude publiée récemment par

<sup>4</sup> La plupart des raisons expliquées dans Frankel (1994) ne sont, pas choisies ex-post.

L'Institute of International Economics (Dominguez et Frankel, 1993b) a réexaminé la question. Utilisant des informations sur l'intervention quotidienne de la Bundesbank et de la Federal Reserve depuis 1985 (données auparavant inaccessibles), nous y avons décelé des effets significatifs du point de vue statistique. Il y eut onze périodes importantes entre 1985 et 1991, et dix fois sur onze, dans le mois suivant l'intervention, le taux du DM par rapport au dollar évolua dans la direction voulue par les autorités monétaires. Une autre étude de la Banque d'Italie élargit les données en y incluant les opérations menées par d'autres banques centrales et affirma avoir indubitablement prouvé l'influence positive des interventions sur le taux de change<sup>5</sup>.

La partie économétrique de l'étude Dominguez et Frankel tente de démêler deux effets éventuels et distincts de l'intervention. Il y a d'abord l'effet portefeuille qui peut résulter d'achats ou de ventes de marks et de dollars sur le marché (sans se soucier si à ce moment-là les opérations de la banque centrale sont connues du public ou bien sont tenues secrètes, comme l'a fait quelques fois la banque centrale de New York). Le second effet est celui des anticipations prévisionnelles, par lequel les comptes-rendus publics de l'intervention peuvent modifier les prévisions du taux de change (sans se soucier si l'intervention a effectivement eu lieu) et qui vont jouer sur le prix d'équilibre courant. L'étude utilise en outre des informations qui n'avaient pas été intégralement prises en compte par d'autres chercheurs : mise à part les données sur les interventions quotidiennes, elle utilise les articles des journaux à ce sujet, aux sondages sur les prévisions des acteurs du marché, ainsi qu'à la mesure du risque de portefeuille. Les résultats démontrent une influence significative de l'intervention par le biais de ces deux effets, bien que seul l'impact estimé de l'anticipation soit quantitativement appréciable.

Les expériences passées nous informent sur l'instant le plus propice à l'efficacité de l'intervention.

— Premièrement, il est communément admis qu'étant donné l'immensité du marché des changes actuel (à peu près un milliard de dollars de transactions par jour, dans le monde entier), les achats et les ventes des gouvernements n'auront pas une grande influence *si le marché est déjà fermement convaincu de la juste valeur d'une monnaie*. Ceci est d'autant plus pertinent que le gouvernement tente de soutenir une parité que les principes macroéconomiques fondamentaux ne justifient plus ; pourtant, même si le gouvernement considère avoir ces principes de son côté, il perdra néanmoins chaque bataille dans laquelle le marché fait figure d'adversaire. *L'intervention ne peut réussir que lorsque le marché doute de la véritable valeur d'une monnaie et que donc il consent à être guidé par les autorités*. Un bon exemple fut la situation du

<sup>5</sup> Calte, Galli et Rebecchini (1992, 1994), Edison (1993) examine la récente recherche empirique sur l'intervention.

dollar en 1985 (peut-être cela était-il aussi le cas pour les nouvelles parités européennes avant 1992).

— Deuxièmement, de 1985 à 1991 (période échantillon) les toutes premières interventions eurent une influence plus décisive que celles qui ont suivi immédiatement. La surprise y a peut-être joué un rôle. L'effort est généralement accompagné d'un effet (quand il y en a un) dans les premiers jours ou semaines.

— Troisièmement, les opérations ont plus de chance d'être efficaces si elles sont « concertées », i.e. coordonnées entre plusieurs grandes banques centrales. Il est primordial que les Etats-Unis soient parmi les pays participant.

— Quatrièmement, c'est aux prévisions que sont dûs les résultats les plus concluants. Les comptes-rendus d'intervention (diffusés par les agences de presse et les journaux) ont influencé les anticipations (quel sera le taux un mois plus tard) de 0,4 %, effet qui fut répercuté presque intégralement dans le taux au comptant du moment; Ainsi, si les autorités souhaitent obtenir un résultat décisif, l'intervention doit être communiquée au public. Les déclarations explicites faites par le gouvernement américain ont plus d'influence (environ 0,8 %) que la banque centrale de New York qui partage l'information uniquement avec les banques avec lesquelles elle a des relations commerciales. La déclaration du Plaza en septembre 1985, celle du Louvre du mois de février 1987, ainsi que le « guet-apens » de l'administration Bush pour renverser la quotation du dollar en juillet 1991, sont autant d'exemples<sup>6</sup>.

— Cinquièmement, le gouvernement ne devrait pas s'attendre à pouvoir influencer le taux de change à long terme sans une modification correspondante des principes économiques de base. L'effet semble perdurer même un mois après l'intervention. En revanche, il est impossible de prédire s'il subsistera un an plus tard. Cependant, même les effets à court terme peuvent s'avérer utiles. Des exemples où les effets ont duré assez longtemps pour être efficaces tels que l'opération du « percement de la bulle dollar » en 1985, la « chasse aux vendeurs à découvert » en juillet 1988 — qui a soutenu le dollar comme un pont jusqu'à ce que les améliorations attendues de la balance commerciale se matérialisent —, ainsi que l'institution d'un plancher sur le dollar en février 1991 et d'un plafond en juillet 1991.

#### *La politique du taux de change sous l'administration Clinton*

La politique de change de l'administration Clinton a été ouvertement critiquée dans la presse financière, à tel point que la plupart des lecteurs américains seraient surpris d'entendre qui que ce soit la défendre. Il est communément admis que

---

<sup>6</sup> Dobson (1991), Destler et Henning (1989), Dominguez et Frankel (1993b), Frankel (1994), et Funabashi (1988).

Clinton et les fonctionnaires du ministère des Finances ont adopté une politique de dénigrement du dollar qui n'a été abandonnée que récemment, et que lorsqu'ils ont fini par intervenir en faveur du dollar, il était trop tard et l'intervention insuffisante. Pourtant, si l'on prend comme référence les déclarations et les actions du gouvernement et non les récits des journaux qui tinrent leurs informations les uns des autres, une analyse plus détaillée de la situation révèle une toute autre histoire<sup>7</sup>.

Durant les deux premiers mois de la nouvelle administration, le gouvernement aurait pu être soupçonné d'avoir dénigré le dollar. Le 19 février 1993, après un discours adressé aux Clubs national de la Presse à Washington, on demanda au ministre des Finances, Lloyd Bentsen : « Auriez-vous préféré que le dollar soit plus faible ? » Et lui de répondre : « J'aurais préféré que le yen soit plus fort. » Ce fut l'unique fois que le ministère des Finances dit favoriser une dévaluation du dollar, dans la mesure où un yen plus fort est corrélé avec un dollar plus faible<sup>8</sup>. (Caractériser cette déclaration de « politique » est quelque peu exagéré, car rien ne prouve qu'elle fût préméditée, ni qu'elle émanait d'une quelconque consultation entre les organismes gouvernementaux. Mais si ce ne fut pas le cas, peut-être aurait-ce dû l'être.)

La déclaration la plus citée entre toutes fut probablement celle du président Bill Clinton lui-même. Le 16 avril 1993, après une rencontre avec le Premier ministre japonais Kiichi Miyazawa, on demanda au Président pourquoi espérait-il que les relations commerciales avec le Japon s'amélioreraient et pour quelle raison le déficit américain se réduirait-il (en comparaison avec les gouvernements précédents). Il répondit « qu'il y a trois ou quatre choses qui fonctionnent aujourd'hui et qui pourraient porter leurs fruits : la première étant l'appréciation du yen japonais. » Cette réponse confirmait à la fois la montée de 30 % du yen par rapport au dollar durant les quatre années précédentes, et la corrélation entre le taux de change et la balance commerciale, telle qu'elle existe selon la plupart des économistes. On pourrait accuser le Président de faire étalage de ses connaissances économiques, mais on ne peut prétendre qu'il exprimait par là le souhait d'un yen plus fort qu'il ne l'était déjà.

En 1993 d'autres déclarations officielles sur la politique de change par le ministre-adjoint des Finances aux affaires étrangères, Lawrence Summers, étaient de la même nature que celle du Président : « Si la montée du yen

7 Henning (1984, pp. 303-305) discute la politique de change pendant la première année de l'administration Clinton.

8 L'événement principal des années 1993-1994 a en effet été une hausse de yen. Le dollar a été dans l'ensemble assez stable par rapport aux autres monnaies : la valeur moyenne du dollar n'a baissé que de 1,4 % entre décembre 1992, avant que Clinton n'entre en fonction, et le mois d'août 1993 (taux de la Réserve fédérale américaine).

survenue dans le courant de l'année est soutenue, cela constituerait peut-être un contrepoids aux forces qui tendent à accroître les surplus japonais. »<sup>9</sup>

Le yen s'est considérablement apprécié vis-à-vis du dollar durant les trois premiers mois du gouvernement Clinton et les rumeurs selon lesquelles les Etats-Unis voulaient un dollar plus faible furent certainement une des causes majeures de cette évolution. Il n'est pourtant pas certain que ce fût une si mauvaise chose. L'excédent commercial japonais ne cessait d'augmenter, triplant presque entre 1990 et 1992. S'il a jamais été question de nouvelles hausses du yen pour réduire le déficit commercial lors de la nouvelle administration américaine, ce fut probablement une bonne chose que de régler le problème du taux de change au début de l'année : si les acteurs du marché s'attendaient à une future dépréciation du dollar, leur réaction influencerait les taux d'intérêt américains d'une manière défavorable.

La question de l'évolution souhaitée du yen pourrait également être posée inversement : acquérir une puissante parité, par exemple, ne répond pas de la même façon au problème de la juste valeur du taux yen-dollar que ne le fait le critère de la balance commerciale. Si les mesures gouvernementales ont favorisé la hausse du yen, on peut tout au plus les qualifier d'un coup de fouet au marché. Les communiqués officiels ne préconisaient pas un dollar plus faible d'une manière si insistante que les acteurs du marché ont été amenés à le croire<sup>10</sup>.

Bien entendu, les journalistes et les acteurs du marché sont obligés de lire entre les lignes des communiqués apparemment inoffensifs des autorités monétaires, pour tenter de découvrir le fond de leur pensée. Si la presse et le marché interprètent mal les dires des hauts fonctionnaires, il incombe à ces derniers d'éclaircir leurs propos. C'est précisément ce que fit le ministère des Finances.

<sup>9</sup> *Ministère des Finances : Rapport au Congrès sur la politique économique internationale et sur la politique du taux de change, du 25 mai 1993, p. 6. Cette déclaration apparaît dans la partie concernant les prévisions de la balance commerciale et les facteurs de ce domaine. Comme le fait remarquer Henning (1994, p. 395) les responsables du ministère des Finances ont délibérément évité de se prononcer sur les niveaux souhaitables du taux de change, et ont écrit dans les rapports semi-annuels des mois de mai et de novembre que la manipulation du marché des changes était inopportune.*

<sup>10</sup> *De l'aveu général, lorsque le yen redescendit au début de 1994, d'autres responsables gouvernementaux distillaient des remarques à la presse, avertissant le Japon qu'il est impossible de progresser sur le front commercial tout en augmentant la pression à la hausse du yen. Après l'échec des « Framework Talks » américano-nippones de février 1994, ce qui a entraîné en guise de réponse une hausse de yen, on peut présumer que les représentants américains furent satisfaits par cette preuve évidente de leur ascendant sur le Japon — du moins jusqu'à ce qu'ils ne pressentent le danger que cette tendance du taux yen-dollar pouvait constituer pour les récentes hausses des taux d'intérêts américains. Dans toute administration, les fonctionnaires des organismes tels que le ministère du Commerce et l'Office des hauts fonctionnaires chargés des relations commerciales, se rendent difficilement compte à quel point le plus subtil de leurs commentaires peut peser sur les marchés financiers. L'approbation de cet article pour la politique du ministère des Finances envers le dollar ne s'étend pas à la politique envers le Japon.*

Les 27 et 28 avril 1993, juste avant une rencontre des ministres des Finances du G7 à Washington, Bensten a déclaré que l'Administration ne souhaitait pas une nouvelle chute du taux yen-dollar. « Ce que nous voulions était une stabilisation de la situation dans l'avenir. » Les sceptiques soupçonnant la langue de bois, pourraient mettre que c'est du bla-bla et par conséquent mettre en doute la sincérité de cette affirmation. Mais le ministère des Finances a traduit ses paroles en actes en s'alliant aux Japonais dans l'intervention sur le marché, en vendant des yens contre des dollars. Le 19 août 1993, Summers déclara que le gouvernement était « préoccupé par la hausse rapide de la valeur du yen japonais qui pourrait retarder la croissance des économies japonaise et mondiale ». De nouveau, les autorités américaines intervinrent en fixant un plancher du taux yen-dollar. Ceux qui prétendent que la politique de dépréciation du dollar a ainsi continué en 1994 — et c'est la cas de la plupart des observateurs — doivent alors expliquer pourquoi les autorités sont si souvent intervenues en faveur du dollar depuis le mois d'avril 1993.

Les opérations des mois de mai et d'août 1993 peuvent être considérées comme des cas d'école d'une intervention réussie, du moins si l'étude Dominguez-Frankel a été menée dans les règles de l'art;

— Premièrement, elles se sont produites (comme en 1985) à une époque particulièrement confuse où le marché ne savait pas très bien dans quelle direction le taux de change évoluerait<sup>11</sup>, ni quelle serait la politique de l'administration.

— Deuxièmement, on a rapporté que les interventions des mois de mai et d'août ont eu un effet de surprise sur le marché.

— Troisièmement, les interventions ont impliqué les autorités américaines et nippones.

— Quatrièmement, elles furent rendues publiques. Comme en septembre 1985 et en juillet 1991, les représentants des Finances ont fourni des explications justifiant la démarche de leurs opérations.

— Cinquièmement, les opérations furent appuyées par des principes monétaires de base telle que la réduction japonaise du taux d'argent au jour le jour, au mois d'août 1993.

Que ce soit grâce à ces cinq caractéristiques ou par pure chance, l'intervention de la mi-1993 paraît avoir réussi. Auparavant, le taux yen-dollar baissait régulièrement ; à la fin du mois d'août, il atteignit le niveau 101, avec une

*11 Une mesure de divergence entre les prévisionnistes calculée à partir d'une enquête menée par le Currency Forecasters Digest (l'écart entre la moyenne des 5 plus forts répondants et la moyenne des plus faibles, priés de prévoir le taux yen-dollar dans un an) était de 28 % à la fin du mois d'avril 1993 et de 30 % à la fin du mois de juillet. Par comparaison, elle n'était que de 17 % à la fin de 1992 avant l'élection de Clinton, et de 19 %, plus récemment, à la fin du mois de septembre 1994. (Un autre sondage mené tout au long des années '80 par MMS International insigne une divergence particulièrement importante au début de l'année 1985, avant le Plaza.)*

tendance telle que le passage de la barre des 100 semblait imminent. Après l'intervention du 19 août, le dollar monta immédiatement de 4 % en quatre heures. L'évolution des taux de change se renversa et n'atteignit plus le même niveau pendant les neuf mois qui suivirent.

Au printemps 1994, la monnaie américaine fut de nouveau dépréciée. Le dollar chuta non seulement par rapport au yen, comme ce fut le cas l'année précédente, mais aussi par rapport au mark. Le 4 mai, le dollar a atteint les 101 yen. Le 29 avril et le 4 mai, les autorités américaines achetèrent les dollars en commun avec d'autres banques centrales. Cette opération concertée impliqua 18 banques centrales, dont la banque du Japon et la Bundesbank. Bentsen fut clair : « Le gouvernement ne voit pas l'utilité d'avoir une monnaie sous-évaluée. Les autorités monétaires des principaux pays industrialisés se réunissent ce matin pour mener une intervention concertée. Ces opérations traduisent le fait que les récents mouvements des marchés des changes sont allés au-delà de ce que justifient les principes économiques de base. » Le 15 mai il répéta que les déclarations précédentes de l'administration avaient été dénaturées : « C'était mal interpréter nos propos que de croire que nous voulions voir baisser le dollar. » De nouveau, l'intervention doublée d'un communiqué de presse réussit momentanément à enrayer le déclin.

Cet épisode fut également accompagné de discrets ajustements des principes monétaires de base pour soutenir le taux de change. En coordination avec les opérations d'intervention du 4 mai 1994, la Banque du Japon baissa ses taux d'intérêt à des niveaux records. La Bundesbank diminua ses taux d'escompte et ses taux lombards de 50 points de base lors de la réunion de son directoire, 2 jours plus tard. Le « US Federal Open Market Committee » décida également d'augmenter le taux de référence des Réserves Fédérales et son taux d'escompte de 50 points de base lors de la suivante réunion le 17 mai.

Le 22 et 24 juin, le dollar atteignit le niveau 101 pour la troisième fois et 14, voir 17 banques centrales se mobilisèrent de nouveau pour acheter des dollars. L'opération se solda par un échec : le taux yen-dollar est passé sous la barre magique des 100 le 27 juin, et atteignit ainsi le 12 juillet un niveau historique de 96,55. Une des raisons de l'échec de cette opération, selon la presse financière, est que cette fois-ci le marché n'a pas été pris au dépourvu<sup>12</sup>.

Les représentants du ministère des Finances ont continué à affirmer qu'ils s'opposaient à une dépréciation du dollar (le 22, 24, 27, 28, 29 juin, puis les 8 et

---

*12 Certains ont suggéré qu'une autre des 5 conditions pour une intervention réussie, l'union parmi les gouvernements importants, manquait à l'appel les 22 et 23 juin. Il paraît que la Bundesbank était très réticente à rejoindre le groupe, bien qu'elle l'ait fait le 24 juin. (Wall Street Journal et Financial Times du 24 juin 1994, New York Times du 25 juin). D'autres sources disent cependant que le timing des opérations ne fut en fait aucunement affecté par le problème du consensus avec les Allemands.*

21 juillet)<sup>13</sup>. Les journalistes continuèrent pourtant à mettre en doute la véracité de ces propos. Les cambistes soulignèrent que le gouvernement avait passé toute l'année précédente à discréditer le dollar — en guise de preuves ils citèrent les commentaires de la presse. La presse, à son tour, souligna que l'Administration menait une politique de dépréciation du dollar, tout en arguant du contraire, en citant les cambistes en guise de source.

Au début du mois de juillet 1994, le ministère des Finances édicta un moratoire sur les interventions en faveur du dollar. Il est inutile de combattre le marché lorsqu'il est déterminé à évoluer dans telle ou telle direction. Ainsi, la décision du gouvernement fut probablement sage; Trois fois de suite il intervint avec succès pour maintenir la barre au-delà des 100 et cela durant plus d'un an<sup>14</sup> — période bien plus longue que celle passée à « dénigrer le dollar ». Mais les limites de ce que peut accomplir une intervention sont bien précises. Selon le vieil adage, celui qui s'est enfui vit dans l'espoir d'une revanche;

Métaphoriquement parlant, le marché des changes est un gorille d'une demi-tonne et l'intervention une laisse fragile. Quand le gorille sait clairement où il veut aller, mieux vaut ne pas tirer sur la laisse. Cela ne veut toutefois pas dire que l'intervention ne peut jamais être efficace, car parfois le gorille consent à se laisser guider. Ce ne fut pas cependant le cas depuis le 22 juin.

Abandonné à lui-même en juillet, le marché s'est vite lassé de ce jeu. Il décida que 96 yens pour un dollar était plus qu'assez et le taux de change demeura relativement stable pendant quelques mois. Il y a là une analogie avec la crise du franc français en août 1993 : confrontées à d'immenses flux des capitaux spéculatifs, les autorités européennes ont dû abandonner la fourchette étroite pour le FF. Toutefois, peu après y avoir renoncé, le taux de change retourna de lui-même à son ancienne échelle.

La politique gouvernementale du taux de change n'a pas été un exercice maladroit irrespectueux du pouvoir des marchés, comme le prétendent certains; D'autres sont peut-être d'avis que le ministre des Finances ne devrait jamais souffler mot du taux de change. Bien évidemment, quelques économistes américains pensent aussi que le ministère des Finances ne devrait jamais intervenir sur les marchés. Pourtant, ceux qui ont des opinions moins extrémistes voient mal comment le ministère aurait dû s'y prendre pour être plus subtil

*13 Le rapport semi-annuel au Congrès du 21 juillet 1994 a notifié que "l'administration s'inquiète au sujet des récentes fluctuations du dollar face aux autres monnaies principales, remarquant qu'elles ne correspondaient pas aux conditions établies et qu'un dollar plus fort serait souhaitable." p. 2)*

*14 Bien que ces importantes périodes d'achat de dollars se situèrent toujours autour du niveau 101, il n'y a pas de raisons de penser que le ministère des finances essayait de signaler au marché une zone cible, une autre limite, ou bien un niveau à atteindre pour le dollar. Le motif principal aurait plutôt été de contrebalancer l'impression qu'il donnait de vouloir déprécier le dollar, d'insufler une notion de risque à double sens sur le marché et d'éviter une pression inutile à la hausse des taux d'intérêts.*

dans sa poussée à la baisse du taux yen-dollar en février 1993, ou bien comment il aurait pu mieux défendre le dollar 3 fois de suite sur une période de 14 mois, avant que le taux de change ne passe la barre des 100 (avril 1993-mai 1994), ou encore ce qui aurait été plus habile que de s'être écarté du chemin du gorille déchaîné quand une nouvelle dépréciation semblait inévitable au début du mois de juillet 1994. Un critique peut remettre en question chacune de ces trois actions, en souhaitant un dollar plus faible s'il est principalement intéressé par la balance commerciale américaine, ou un dollar plus fort s'il est surtout concerné par l'inflation et le taux d'intérêt. En fin de compte, ces problèmes sont du ressort de la politique macroéconomique. D'après son comportement, il semble que le gouvernement en est conscient, qu'il a le respect requis face au pouvoir des marchés, et aussi qu'il utilise avec adresse l'outil d'intervention si l'occasion se présente, effectivement dans les limites étroites auxquelles ce procédé est sujet.

## COMMENTAIRE

DENIS SAMUEL-LAJEUNESSE

L'éclatement du Système Monétaire Européen à l'été 1993 et les déboires récents du dollar face au yen ont fait resurgir avec force le thème de l'inefficacité des interventions officielles sur les marchés des changes et l'on en revient progressivement au « nihilisme monétaire » des débuts de la période Reagan où Sprinkel expliquait qu'un dollar à onze francs était à son prix puisqu'à ce cours il y avait des vendeurs et des acheteurs.

C'est le mérite de Jeffrey Frankel de se pencher sur les quelques dix ans qui ont suivi l'accord du Plaza pour nous rappeler que les interventions peuvent être efficaces et à quelles conditions. Son plaidoyer en faveur de la politique de change de l'administration Clinton est moins convaincant : le succès des opérations d'intervention de mai et août 1993 ainsi que de mai 1994 a été mitigé : si à chaque fois la baisse du dollar a été arrêtée, les rebonds sont restés limités et n'ont guère été appuyés de déclarations consistantes sur la nécessité de leur pérennité ; par ailleurs si l'arrêt des interventions américaines en juillet 1994 peut être salué comme un acte de réalisme, il résonne surtout comme un aveu d'échec et d'impuissance. La reprise de ces interventions au début novembre 1994 n'empêche pas encore la conviction.

Le 50<sup>e</sup> anniversaire des accords de Bretton Woods aurait pu être l'occasion d'une nouvelle réflexion sur les interventions, et l'article de Frankel vient là à