

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^e 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

point, mais aussi sur l'évolution du système monétaire international et là les deux ou trois colloques qui l'ont ponctué m'ont laissé sur ma faim. D'accord avec Frankel sur l'utilité dans certaines circonstances des interventions, je voudrais revenir sur les conditions de leur efficacité. Des pistes me semblent aussi à ouvrir sur ce thème comme sur celui du système monétaire international.

1.4 Les conditions de l'efficacité des interventions

Le praticien que j'ai été — impliqué dans la gestion quotidienne du franc de 1977 à 1992 — relève avec satisfaction la démonstration statistique de Dominguez et Frankel sur les conditions de l'efficacité des interventions.

Celles-ci sont utiles pour corriger les excès des marchés qui emmènent périodiquement les parités en dehors de leurs bandes de vraisemblance (notion que je n'ai pas retrouvée dans l'article de Frankel). Pour être efficaces, mon expérience m'avait convaincu de la triple nécessité qu'elles surprennent les marchés, qu'elles soient concertées entre les principales autorités monétaires (de ce point de vue, le recul apparent de la coopération au sein du G7 est inquiétant) et qu'elles soient révélées au marché en temps réel.

J'ajouterais, par rapport à Frankel, que si l'effet de surprise est essentiel, la continuité des interventions est aussi nécessaire : les autorités doivent se montrer par leurs interventions deux, trois, quatre jours de suite ; elles doivent répéter à une semaine ou un mois d'intervalle des opérations concertées.

Frankel est évidemment dans le vrai quand il ajoute que ces interventions doivent être appuyées pour être crédibles par des ajustements dans les politiques économiques, monétaires au premier chef et que les autorités ne peuvent piloter les changes contre les données fondamentales, tant il est vrai pour reprendre une expression triviale « qu'on ne pisse pas contre le vent ».

Je voudrais enfin signaler l'importance de la communication par les autorités officielle, puisque, comme Dominguez et Frankel l'ont démontré, l'un des impacts le plus mesurable des interventions résulte de leur influence sur les anticipations. Cette communication doit recouvrir à court terme l'annonce des interventions mais aussi sur le moyen terme des indications par les autorités de leur jugement lorsqu'elles estiment que les parités sortent des zones de vraisemblance. Une communication homogène, cohérente des principales autorités concernées par les interventions est un des facteurs clés de leur succès. Le savoir-dire est aussi essentiel que le savoir-faire pour les autorités et les cambistes des banques centrales. A très court terme, l'avis de ces derniers sur le moment opportun pour les interventions doit être absolument recueilli : le marché doit en effet être pris à rebours lorsqu'une vague de hausse ou de baisse non désirée commence à s'essouffler. L'analyse graphique doit faire partie des outils utilisés par les autorités monétaires qui doivent être à armes égales avec les opérateurs de marché.

II - Les pistes de réflexion

Elles me paraissent nombreuses, certaines d'entre elles concernant les économistes dont je regrette que, effrayés de la puissance des marchés, ils renoncent trop souvent à les explorer :

— j'ai mentionné les zones de vraisemblance ; nous avons lancé avec D. Lebegue au milieu des années 80, l'idée des zones objectifs (target zones) ; le cinquantenaire de Bretton Woods devrait relancer les études sur ce thème ;

— la politique de change de l'Europe et donc largement de l'Allemagne n'a pas fait l'objet d'assez d'attention : les monnaies européennes sont, me semble-t-il, parfois prises au piège des tensions Etats-Unis/Japon et de la relation dollar/yen ; c'est le troisième côté du triangle dont je sais que la Bundesbank préfère le plus souvent ignorer l'existence ;

— l'évolution des monnaies des nouveaux pays industriels constitue enfin un thème qui devrait attirer davantage l'attention des chercheurs. Si je ne suis pas choqué de voir le Nord laisser les pays du Sud amorcer leur décollage économique grâce à une sous-évaluation monétaire quasi chronique, il me semble qu'il peut plaider que leur réappréciation graduelle serait un moyen efficace d'éviter des délocalisations excessives et de lutter contre les bouffées protectionnistes auxquelles il ne résiste pas toujours. Il y a là aussi, à mon sens, un rôle à développer pour le Fonds Monétaire International ;

— enfin, les autorités et plus particulièrement les banques centrales gagneraient à réexaminer les moyens d'augmenter les frottements sur les changes (cf. l'adéquation des fonds propres des intermédiaires financiers et des intervenants, voire la suggestion de Tobin d'une taxe statistique sur les transactions de change). Elles ne devraient pas non plus s'interdire toute réflexion, même si elles sont périlleuses, sur l'utilisation pour des interventions des marchés à terme et des marchés dérivés tant il est vrai que ceux-ci gouvernent aujourd'hui le comptant, le cash.

L'article de Frankel doit permettre une relance du débat sur les interventions. Le déficit d'analyse n'en reste pas moins important à mes yeux et j'adresserais volontiers ce reproche tant aux chercheurs qu'aux autorités.

Face à la montée en puissance des marchés, des analyses en profondeur sur les données économiques de base sont nécessaires : pour être efficaces, les marchés doivent être éclairés, sinon gare à la casse ! Ces analyses en profondeur doivent donc être l'aliment intellectuel nécessaire pour des interventions officielles ponctuelles et concertées dont l'efficacité ne peut reposer que sur une communication cohérente, c'est-à-dire articulée sur des analyses rigoureuses et des faits économiques convaincants.