



N° 18

Septembre 2007

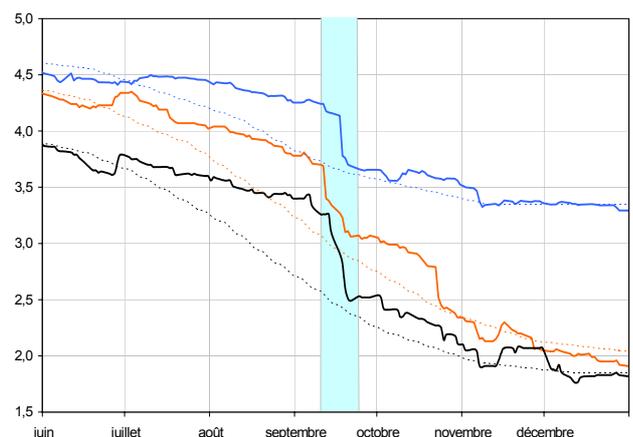
## TRÉSOR-ÉCO

## La coordination internationale des politiques macroéconomiques

- Dans le système de Bretton Woods, le maintien de parités fixes vis-à-vis du dollar imposait aux politiques monétaires nationales de suivre celle des États-Unis. La fin de ce système a posé la question de l'intérêt d'une autre forme de coordination des politiques macroéconomiques.
- D'un point de vue théorique, la coordination reviendrait à caler les politiques des différents pays sur celles conseillées par un «planificateur mondial omniscient» : cela permettrait *a priori* d'en renforcer l'efficacité et, en supprimant leur composante égoïste, de choisir des politiques supérieures en termes de bien être pour chaque pays. Les gains potentiels de la coordination sont significatifs dans un certain nombre de cas (politiques budgétaires en union monétaire, crise de liquidité, mésalignement manifeste des taux de changes, crise de la balance des paiements).
- Même si les instances de coordination sont nombreuses (G7, Eurogroupe, ...) l'existence de contraintes limite l'extension du champ d'application de la coordination. D'un côté, elle peut entrer en conflit avec des objectifs internes (compromis de politique intérieure, objectif principal et crédibilité des banques centrales). De l'autre, elle est difficile à mettre en œuvre en pratique du fait que ses effets propres ne sont pas toujours observables : définir des objectifs communs et vérifier l'engagement des parties est souvent délicat.
- Ces trois dernières décennies, mise à part la coordination au sein de l'union européenne et a fortiori en zone euro, la coordination des politiques macroéconomiques s'est principalement illustrée lors de situations particulières. Cela a été le cas après les attentats du 11 septembre 2001. Afin d'éviter tout risque de crise financière, les principales banques centrales se sont engagées, le jour même, à répondre à toutes les demandes de liquidité de la part des banques. Le 17 septembre 2001, la Fed, la BCE et la Banque du Canada ont décidé simultanément de baisser leurs taux directeurs respectifs de 50 points de base (voir graphe ci contre).

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi.

Taux d'intérêt nominaux court terme en 2001



Source : Datastream.

Depuis la fin du système de Bretton Woods, la coordination internationale en matière budgétaire, monétaire et financière entre les grandes zones s'est adaptée au nouveau cadre défini par un système de changes flexibles avec pleine convertibilité des devises et des marchés financiers internationaux en fort développement. En pratique, une place plus importante a été donnée à la régulation du système financier, en particulier *via* la définition et l'application de normes prudentielles communes, mais aussi aux échanges d'information sur le fonctionnement de l'économie, à la façon dont la politique monétaire est mise en œuvre, aux prévisions, etc. Dans tous ces domaines, la coordination s'est progressivement mise en place. En revanche, les ajustements macroéconomiques liés aux déséquilibres de balance courante<sup>1</sup> par exemple ont été en général laissés à l'appréciation des marchés des changes.

L'intérêt de la coordination se mesure au gain potentiel à caler les politiques des différents pays sur celles conseillées par un *planificateur omniscient* par rapport à la situation où les différentes autorités nationales (banques centrales et gouvernements) décident de leurs politiques respectives indépendamment les unes des autres, sans prendre en compte les externalités. Même si les travaux empiriques ont encore du mal à quantifier les gains de la coordination macroéconomique, la littérature économique s'accorde sur l'idée que ces gains peuvent être importants. Leur matérialisation est cependant rendue difficile du fait de l'existence de contraintes fortes qui limitent le champ d'application de la coordination (difficulté à partager de l'information, à organiser la coordination d'un point de vue pratique...) mais sans le faire disparaître.

## 1. Les gains de la coordination dans les modèles «de 1ère génération»

### 1.1 La coordination internationale des politiques macroéconomiques dans les modèles macroéconométriques traditionnels

Au cours des années 1980, une importante littérature visant à modéliser les gains théoriques de la coordination des politiques macroéconomiques et à mesurer les gains potentiels s'est développée. Elle s'appuie sur des modèles macroéconomiques de types keynésiens. Les principaux canaux de transmission internationale y sont les effets de demande (importations), les effets financiers (taux d'intérêt) et les effets prix relatifs (taux de change, termes de l'échange).

Ces canaux de transmission et les externalités qu'ils induisent fournissent un cadre d'analyse à la coordination. Par exemple, un pays qui s'engage dans une réduction des dépenses ou une hausse des impôts induit naturellement une baisse de l'activité et de l'inflation domestique. A l'étranger, cette politique se traduit (1) par une baisse de la demande mondiale et donc des exportations (effet demande) et (2) par une appréciation du taux de change réel du fait d'un différentiel de taux d'intérêt (effet PTINC<sup>2</sup>) et d'inflation défavorable (effet prix relatifs). Ces deux effets contribuent à la dégradation des balances courantes des autres pays.

**Une baisse des taux d'intérêt dans un pays conduit en général à une hausse de la demande intérieure et une dépréciation du change (PTINC).** L'effet sur la balance commerciale est plus ambigu : tout dépend des canaux de transmission de la politique monétaire à la demande intérieure et de la sensibilité de la balance commerciale au taux de change. Les effets sur l'activité des partenaires sont eux aussi ambigus. En revanche, le mouvement des changes a des effets certains sur l'allocation des facteurs (entre investissement et consommation, entre biens échangeables et non échangeables, etc.) et l'inflation.

Enfin, les politiques visant à modifier le niveau des taux de change sans modifier les taux d'intérêt (les interventions stérilisées sur le marché des changes par exemple) ont des

effets externes importants dans la mesure où aucune modification autonome de la demande intérieure ne vient compenser les effets du mouvement des changes sur les échanges extérieurs. L'effet sur l'activité, les prix et l'allocation des facteurs dans les autres pays est alors renforcé.

### 1.2 Selon ces modèles, les gains à la coopération pourraient être de l'ordre de ½ à 1 point de PIB à l'équilibre

**La meilleure réaction à une politique macro économique d'un autre pays n'est pas donnée d'avance.** Par exemple, en réaction à une réduction des dépenses publiques chez un de ses partenaires, un pays peut choisir soit de compenser la perte d'activité en augmentant ses dépenses publiques (substituabilité stratégique : le deuxième pays répond en faisant l'inverse du premier) soit de limiter l'effet sur la balance courante en les diminuant (complémentarité stratégique : le second pays répond en faisant la même chose que le premier).

La thèse du *global saving glut*<sup>3</sup> illustre la substituabilité stratégique. En substance, elle relie la baisse du taux d'épargne aux États-Unis à la politique budgétaire de soutien de l'activité (hausse rapide du déficit public). Cette politique serait la réaction à la «stratégie de croissance asiatique» reposant sur une accumulation de réserves de change (en liaison avec la hausse du taux d'épargne en Asie, voir graphique 1). On pourrait prolonger cette théorie en disant que la forte augmentation de la demande américaine conforte, en retour, la stratégie asiatique. Toutefois, en situation de substituabilité stratégique, si chaque pays fait bien ce qui est le plus profitable pour lui, l'équilibre atteint est en général inefficent. Une coordination possible consisterait alors à trouver une combinaison de politiques macroéconomiques qui réduisent les déséquilibres sans affecter la croissance mondiale.

Depuis les premiers travaux de Oudiz et Sachs<sup>4</sup> visant à quantifier les gains de la coordination des politiques macroéconomiques, le diagnostic, en général effectué à partir de modèles

(1) Ce qui était nommé «déséquilibres de la balance des paiements» dans le système de Bretton Woods.

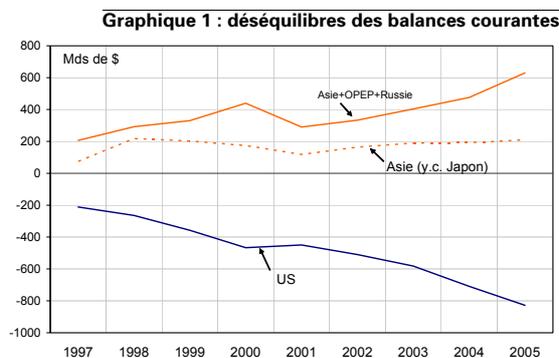
(2) Parité des Taux d'Intérêt Non Couverte.

(3) B. Bernanke (2005) : «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit», *speech at the Homer Jones Lectures, St. Louis, Missouri*, April 14, 2005.

(4) G. Oudiz et J. Sachs (1985), «Intertemporal Policy coordination in Dynamic Macroeconomic Models», in *Willem Buiter and Richard Marston, eds., International Economic Policy Coordination, Brookings Institution*.

macro-économétriques internationaux<sup>5</sup>, partagé au sein des économistes, est que les gains à la coordination sont réels mais modérés. Ils seraient de l'ordre de ½ à 1 point de PIB pour tous les pays, à l'équilibre, lorsque l'information sur le fonctionnement de l'économie et les réactions des autres pays est complète.

Avec une prise en compte du manque d'information (soit que les États ne connaissent pas le fonctionnement réel de l'économie, soit qu'ils ne sont pas d'accord entre eux sur le fonctionnement de l'économie) les gains de la coordination seraient toutefois moins importants.



Source : FMI-DOTS

## 2. La «nouvelle macroéconomie» change les termes du débat sur la coordination des politiques monétaires

A la base du changement de paradigme de la «nouvelle macroéconomie», le taux de change joue un double rôle dans l'économie :

(a) Il est d'abord le prix d'un actif ; par conséquent il reflète les anticipations des agents sur les valeurs futures des variables économiques ;

(b) il est aussi un prix relatif, et ne devrait à ce titre dépendre que des valeurs contemporaines des variables économiques.

Selon leur nature de «prix relatif», les variations des changes proviendraient principalement de celles des productivités relatives contemporaines et viendraient pallier le manque de flexibilité des prix et des salaires. Toutefois lorsque les évolutions des taux de changes sont principalement liés à leur caractère de «prix d'actif» (et notamment s'il existe une certaine rigidité des prix) alors ils ne reflètent plus nécessairement les fondamentaux et peuvent contribuer à éloigner l'économie de son équilibre efficient<sup>6</sup>. Cette situation peut alors motiver une prise en compte explicite ou implicite des taux de change dans les politiques monétaires, voire une coordination de celles-ci.

Par ailleurs, les modèles de la nouvelle macroéconomie keynésienne (ou de 2<sup>nd</sup>e génération) font l'hypothèse que les agents maximisent leur utilité de manière intertemporelle<sup>7</sup>, que le marché des biens est en concurrence monopolistique<sup>8</sup> et que les prix sont rigides à court terme. Dans ces modèles, l'analyse normative ne repose pas sur une utilité sociale *ad*

*boc* (critère d'inflation et de chômage par exemple) mais sur l'utilité des ménages.

Le modèle canonique<sup>9</sup> de cette littérature simplifie fortement les interdépendances macroéconomiques (en particulier, quasi-absence de canal financier et rôle trivial du taux de change<sup>10</sup>) et conclut que les gains en bien-être de la coordination des politiques monétaires sont nuls ou très faibles.

Toutefois, des travaux ultérieurs tendent à remettre en cause ce premier résultat. Notamment, lorsque les balances commerciales réagissent aux variations du taux de change, les gains de la coordination sont plus importants, en particulier si les marchés financiers sont très développés (les agents se couvrent sur les marchés internationaux contre des chocs spécifiques à chaque pays). Ils peuvent être au moins du même ordre de grandeur que les gains des politiques de stabilisation macroéconomique<sup>11</sup>.

Même si aujourd'hui les marchés financiers sont encore loin d'être aussi développés que ce que supposent les modèles théoriques, leur développement rapide au cours des dernières décennies devrait rapprocher l'économie mondiale de cette situation. Des marchés plus intégrés permettent un partage international des risques *via* la diversification des portefeuilles ; dans ces conditions, chaque agent a des intérêts dans les pays voisins. Les politiques économiques seront donc d'autant plus efficaces qu'elles s'attacheront à augmenter le bien-être global, par opposition au bien-être dans un seul pays.

(5) W. McKibbin (1997) : «Empirical Evidence on International Economic Policy Coordination», *Handbook of comparative economic policies*, Greenwood Press.

(6) L'argument de Friedmann en faveur de la flexibilité des changes reposait toutefois sur l'hypothèse que la nature «prix d'actif» du taux de change est moins importante que la nature «prix relatif».

(7) On dit que les agents ont un comportement intertemporel lorsqu'ils déterminent à une date  $t$ , les trajectoires futures de leur consommation et de leur offre de travail. Ces trajectoires découlent de la maximisation d'une «utilité intertemporelle», que l'on définit usuellement comme la somme actualisée des utilités futures (qui reflètent leur bien être à chaque date en fonction de leur consommation et de leur offre de travail).

(8) En concurrence monopolistique, chaque producteur est à la fois en situation de monopole sur les biens qu'il produit (car ceux-ci sont différents des autres biens) et à la fois en situation de concurrence (car les consommateurs peuvent néanmoins les substituer si nécessaire).

(9) M. Obstfeld & K. Rogoff (2001) : «Global Implications of self-oriented national policy rules», *Quarterly Journal of Economics* et G. Corsetti & P. Pesenti (2001) : «International Dimensions of Optimal Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*.

(10) Lorsque l'élasticité de substitution entre biens domestiques et biens étrangers est égale à 1, la balance commerciale est équilibrée quelque soit le change, car les effets prix sont exactement compensés par des effets volume. Par ailleurs, cette hypothèse permet de simplifier fortement le calcul de la règle des politiques monétaires optimales.

(11) Sutherland (2002) : «International Monetary Policy Coordination and Financial market integration», *ECB Working Paper*, No. 174.

Enfin, d'autres études indiquent qu'avec une spécification différente du modèle canonique (notamment une prise en compte des rigidités nominales spécifiques à chaque secteur,

des tailles relatives différentes entre les secteurs, etc.), les gains seraient encore nettement renforcés<sup>12</sup>.

### 3. Pourquoi les politiques macroéconomiques sont-elles si peu coordonnées ?

Le débat sur les conditions dans lesquelles les gains de la coordination sont élevés n'est pas encore tranché et la portée pratique du résultat est encore difficile à juger : la forme que doit prendre la coordination (quelles politiques suivant quels types chocs) et les gains à attendre dépendent encore beaucoup du modèle utilisé, aucun ne s'étant imposé comme le plus «raisonnable». Par ailleurs, au-delà de ce débat sur la taille des gains à attendre, un certain nombre de facteurs rendent la mise en œuvre de la coordination plus difficile.

#### 3.1 La complexité des situations économiques empêche les parties prenantes de s'engager contractuellement

Bien que les parties prenantes à une coordination des politiques macroéconomiques partagent la même information sur les risques et peuvent parfaitement observer les actions des autres, la difficulté, voire l'impossibilité de décrire les risques et donc le contenu (i.e. les politiques à mettre en œuvre) de la coordination limite celle-ci. Elles ne peuvent pas s'appuyer sur cette information pour se coordonner *ex ante*.

**Le risque de forte dépréciation du dollar peut servir d'illustration** : aujourd'hui tous les pays ont identifié ce risque. Pour autant, il est très difficile d'envisager l'ensemble des scénarios d'ajustement possibles : en particulier, la réaction des banques centrales dépendra du rythme de la dépréciation, de la hausse ou non des primes de risque, de la déconnection des taux longs entre les deux côtés de l'Atlantique... **La coordination *ex ante* vise donc non pas à organiser dès aujourd'hui les réponses optimales de politiques économiques, mais plutôt à réduire le risque d'une dépréciation désordonnée du dollar, au travers de politiques macroéconomiques adaptées et en annonçant par avance (communiqués du G7) la volonté de se coordonner *ex post* si la situation le demandait.**

De plus, l'asymétrie d'information limite la coordination *ex ante* (comme précédemment) mais aussi la négociation *ex post*. En effet, la capacité des parties à s'engager est fortement réduite dans les cas où l'information disponible au moment de la négociation n'est pas identique (une partie est mieux informée sur sa situation que les autres), ou lorsque les actions prises par les différentes parties ne sont qu'incomplètement observables (par exemple l'implémenta-

tion de politiques complexes comme des réformes structurelles)<sup>15</sup>.

#### 3.2 Les contraintes politiques internes peuvent entrer en conflit avec le besoin de coordination externe

L'observation des politiques macroéconomiques effectivement suivies montre que non seulement elles sont éloignées de l'équilibre coopératif (où toutes les zones choisiraient de manière coordonnée leurs politiques), mais qu'elles ne correspondent pas non plus à l'équilibre non coopératif (quand chaque zone choisit la politique qui lui est la plus favorable en prenant les autres comme données)<sup>14</sup>. Des auteurs<sup>15</sup> qui ont comparé les gains liés à la coordination (le passage de l'équilibre non coopératif à l'équilibre coopératif) aux gains liés au passage des politiques observées à l'équilibre non coopératif suggèrent que chercher à coordonner les politiques macroéconomiques aurait un impact sur le bien-être beaucoup plus faible que chercher à améliorer la qualité des politiques «égoïstes».

Plusieurs raisons peuvent expliquer l'écart entre les politiques effectivement suivies et les politiques optimales non coopératives. L'existence de contraintes politiques intérieures (les politiques suivies sont des compromis entre groupes ayant des intérêts divergents), le manque d'information sur le fonctionnement de l'économie ou la nature des chocs (information imparfaite), l'assujettissement des politiques macroéconomiques à la poursuite d'objectifs pour lesquels elles ne sont pas naturellement destinées, par manque d'autres outils de politique économique, etc.

L'étude de ces «imperfections de l'État» sort du champ de cette étude. Toutefois, la relative faiblesse des gains de la coordination par rapport à ceux que l'on peut attendre de meilleures politiques domestiques a pu contribuer, à côté des efforts traditionnels de coordination à mettre davantage l'accent sur la «pression par les pairs» (*peer pressure*)<sup>16</sup> dans les réunions internationales pour inciter à améliorer les politiques nationales dans un premier temps.

Cette méthode peut être efficace dans un grand nombre de domaines de la politique macroéconomique (en particulier budgétaires et fiscales) et structurelles (c'est par exemple un des enjeux des discussions macroéconomi-

(12) M. Canzoneri, R. Cumby & B. Diba (2002) : «The need for international policy coordination : what's old, what's new, what's yet to come ?», *NBER Working Paper*, N°8765 ; Z. Liu et E. Pappa (2005) : «Gains from international monetary policy coordination : does it pay to be different ?», *ECB Working Paper*, No. 514.

(13) Tirole (1999) : «Incomplete contracts : where do we stand ? », *Econometrica*, Vol. 67, N°4, pp. 741-781 pour un exposé des théories des contrats incomplets.

(14) L'équilibre de Nash est l'équilibre où chaque zone choisit sa stratégie politique en prenant comme fixées les stratégies des autres zones.

(15) A. Hughes-Hallet (1986) : «International Policy Design and the Sustainability of Policy bargains», *Journal of Economic Dynamics and Control* et M. Canzoneri et H. Edisson (1990) : «A new interpretation of the coordination problem and its empirical significance», in *Financial sectors in Open Economies : Empirical Analysis and Policy Issues*, Board of Governors of the Federal Reserves.

(16) La *peer pressure* désigne l'influence exercée par les pairs dans le but, explicite ou implicite, de modifier les actions ou les intentions d'un membre du groupe.

ques des réunions du Conseil Ecofin). Elle ne s'applique pas dans les mêmes termes pour la politique monétaire et la politique de change.

### 3.3 L'intérêt des négociations multidimensionnelles n'est pas toujours perçu

La littérature<sup>17</sup> n'a que récemment souligné le point selon lequel le gain à coordonner un grand nombre de politiques simultanément peut être élevé même si le gain à les coordonner chacune

**indépendamment est faible.** En effet, il n'est en général pas possible pour un pays qui gagnerait à la coordination de dédommager un pays qui y perdrait (les utilités ne sont pas transférables entre les pays). En revanche, les redistributions internes sont plus faciles à mettre en œuvre. Dans ce cas, plus la négociation inclut un nombre de champs important (politiques macroéconomiques, politiques commerciales, etc), plus chaque pays pourra faire des concessions dans un domaine particulier et espérer obtenir des compensations dans un autre.

## 4. Quel est le champ pertinent de la coordination : exemples d'expériences réussies

**La coordination internationale des politiques macroéconomiques, en particulier monétaire, est utile dans la mesure où d'une part, elle peut renforcer l'efficacité des politiques** (cas des interventions de change) **et d'autre part permettre de choisir des politiques supérieures en termes de bien être.** C'est notamment le cas dans les exemples suivants :

- **En union monétaire, la coordination doit, a minima, s'employer à éviter que le manque de discipline budgétaire ne remette en cause la stabilité de l'union.** C'est dans cette optique, que la zone euro s'est dotée du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC).
- **Lorsqu'il y a une crise de liquidité.** Les problèmes «d'aléa moral» liés à la situation de prêteur en dernier ressort empêchent l'annonce d'une coordination *ex ante* entre les banques centrales du G7. En revanche, la coordination *ex post* ne fait pas débat.
- **Lorsque les taux de change s'écartent de valeurs raisonnables.** Là aussi, la coordination *ex ante* (annonce de «cibles», par exemple) est beaucoup plus discutée que la coordination *ex post*.
- **En cas de crise de la balance des paiements commune à une région.** En particulier dans les cas de complémentarité stratégique des politiques (voir partie 1.1) la coordination limite le risque de forte baisse de l'activité régionale.

### 4.1 Le pacte de stabilité et de croissance

L'union monétaire n'impose pas, *per se*, la coordination des politiques budgétaires. Un certain degré d'hétérogénéité budgétaire peut même être le signe du bon fonctionnement des mécanismes d'ajustement, lorsque les pays de la zone subissent des chocs asymétriques. Toutefois, deux risques, associés à des politiques budgétaires nationales non coordonnées, imposent un certain degré de discipline, qui peut le cas échéant se traduire par de la coordination :

- Premièrement, les politiques nationales peuvent induire des effets externes négatifs sur les autres pays de la zone. C'est par exemple le cas des politiques de relance inflationnistes. Si le pays qui met en œuvre de telles mesures, bénéficiera temporairement d'une

baisse des taux réels (car la politique monétaire cible l'inflation moyenne de la zone), ses voisins au contraire subiront des taux réels plus élevés<sup>18</sup>.

- Deuxièmement, le risque d'insolvabilité d'un état et donc celui de monétisation de sa dette est, au travers de la monnaie unique, supporté par tous les états membres, même si un état seulement fait défaut.

Dans l'esprit, le Pacte de stabilité et de croissance a ainsi été conçu et instauré afin de contenir ces deux risques. Les deux principales règles, fixant les seuils de 3% de déficit et de 60% de dette, doivent permettre d'éviter tout excès de déficit et plus généralement toute trajectoire non soutenable des finances publiques. Par ailleurs, la définition par chaque état membre de son programme de stabilité, sa réévaluation annuelle devant la Commission et son approbation par le Conseil des Ministres des Finances, constituent un ensemble de mesures pouvant conduire, *de facto*, à davantage de coordination, par le bon usage notamment de la *peer pressure*.

### 4.2 Les crises de liquidité

Les crises de liquidités apparaissent lorsque la présence d'agents illiquides (detenant des actifs non liquides et un endettement à court terme) conduit, par une réaction en chaîne, à leur multiplication (le créancier d'un agent illiquide peut lui-même devenir illiquide s'il ne peut recouvrer sa créance). En général, ces crises peuvent être contenues si il y a un prêteur en dernier ressort qui peut soit renflouer directement les agents solvables devenus illiquides, soit prévenir la panique financière (baisse des cours boursiers ou *bank run*) en signalant qu'il jouera son rôle.

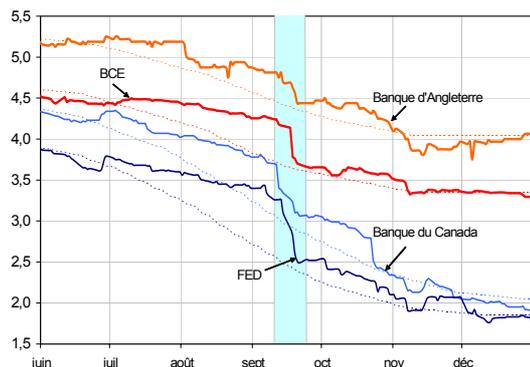
En théorie, une seule institution suffit pour jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Mais le fait que la plupart des grandes banques centrales annoncent de concert qu'elles fourniront largement des liquidités (coordination *ex post*) permet de renforcer l'effet de signal et de limiter fortement les risques de panique. Les gains de la coopération via l'échange d'information et la coordination des mesures pour apporter des liquidités sont, dans cette situation, potentiellement très élevés, d'autant que l'économie mondiale est fortement intégrée financièrement.

(17)L. Meyer, B. Boyle, J. Gagnon & D. Henderson (2002) : «International coordination of macroeconomic policies : still alive in the new millenium ?», *Federal Reserve working paper*, No. 723.

(18)Pour une analyse approfondie des mécanismes et des implications, voir Carton (2005) : «Les externalités budgétaires dans la zone euro», *DPAE n°87*

A titre d'exemple, la coordination des banques centrales au moment des attentats du *World Trade Center* a été particulièrement poussée :

**Graphique 2 : taux d'intérêt nominaux à court terme lors des attentats du World Trade Center en 2001**



Lecture : les courbes en pointillés représentent la moyenne des taux directeurs observés sur les trois mois suivants, augmentée d'une prime de risque. Sous l'hypothèse que les marchés anticipent parfaitement l'évolution future des taux directeurs, le taux 3 mois observé devrait être très proche de ce taux. En septembre 2001, on observe que les taux observés (trait plein) sont largement supérieurs à leur moyenne sur les trois prochains mois traduisant le fait que les marchés n'ont pas anticipé les mouvements du 17 septembre (-50pb pour la Fed et la BCE, -25pb pour la BoE).

Source : Datastream.

- Le 11 septembre 2001, les banques centrales américaines, européennes et canadiennes annoncent simultanément qu'elles accèdent à toutes les demandes de liquidités.
- Le lendemain, la Fed et la BCE concluent un accord de swap de devises afin de pouvoir livrer des liquidités dans les deux monnaies. Le 14 septembre le même type d'accord est conclu entre la Fed d'une part et les banques centrales canadienne et britannique d'autre part.
- Le 17 septembre, les trois banques centrales (Fed, BCE et Banque du Canada) décident simultanément de diminuer de 50 points de base leurs taux directeurs (graphe 2). Elles sont suivies le lendemain par la BoE (baisse de 25 points de base) et la BoJ (baisse de 15 points de base du taux de facilités permanentes à 0,10%<sup>19</sup>).

### 4.3 Les désalignements du change

Lorsque le niveau des changes n'est manifestement pas en ligne avec les fondamentaux macroéconomiques, les autorités peuvent mettre en œuvre des interventions stérilisées<sup>20</sup> sur les marchés des changes, c'est-à-dire l'achat ou la vente de devises par les banques centrales afin de modifier les niveaux des taux de change.

Ces interventions, menées dans le cadre de monnaies en change flexible avec liberté de mouvement des capitaux, peuvent affecter les taux de change à travers deux principaux canaux de transmission<sup>21</sup> :

- Le canal du portefeuille : en cas de vente de devises pour soutenir la monnaie, la demande de titres domestiques augmente par rapport à celle de titres étrangers ce qui apprécie son prix relatif (le taux de change).
- L'effet de signal : les interventions de change, si elles sont rendues publiques, véhiculent de façon crédible une information privilégiée des autorités concernant les fondamentaux économiques ou la politique monétaire future, ce qui peut affecter le niveau des changes.

L'importance du premier canal est sans doute aujourd'hui réduite en raison du développement des marchés financiers et de la taille des marchés des changes. Par contre, le deuxième canal est probablement aujourd'hui le principal canal de transmission, ce que semble confirmer la meilleure efficacité des interventions lorsqu'elles sont rendues publiques. Un troisième canal a été envisagé<sup>22</sup> :

- Le canal de la coordination des opérateurs de marché ; même lorsque la plupart des agents intervenant sur le marché juge une monnaie désalignée, la présence de chaînes mimétiques ou de chartistes peut retarder le retour vers l'équilibre. Les interventions de change permettent de coordonner les agents sur le nouvel équilibre.

Tant pour le deuxième que pour le troisième canal, la coordination des interventions de change augmente en principe la probabilité que celles-ci aient un effet. Les études portant sur les interventions menées depuis le début des années 1990 (pour lesquelles les données sont beaucoup plus riches que pour les interventions précédentes) ne rejettent pas leur efficacité à très court terme (de quelques heures à quelques jours) et valident en général le fait que les interventions de change multilatérales sont plus efficaces que les interventions de change unilatérales<sup>23</sup>. Par ailleurs, l'efficacité des interventions (coordonnées ou pas) est généralement conditionnée au désalignement flagrant des changes.

Les interventions de change de septembre 2000 fournissent un exemple récent de coordination réussie. Après plus d'un an et demi de dépréciation tendancielle de l'euro (voir graphiques 3 et 4) et quelques mois de déclarations contradictoires et dispersées sur la stratégie à suivre de la part des européens, les membres du G7 se sont accordés sur l'opportunité de mener des interventions afin de ramener la monnaie européenne vers ses fondamentaux.

(19) Le taux pour les opérations principales de refinancement était déjà fixé à 0% depuis mars 2001.

(20) Il s'agit d'achats (ou de vente) de devises par la banque centrale compensés par des ventes (ou achats) de titres domestiques.

(21) L. Sarno & M. Taylor (2001) : «Official intervention in the foreign exchange market : is it effective, and, if so, how does it work?», *CEPR Discussion paper, No. 2690*.

(22) K. Dominguez et J. Frankel (1993) : «Does Foreign Exchange Intervention Work?», *Institute for International Economics*.

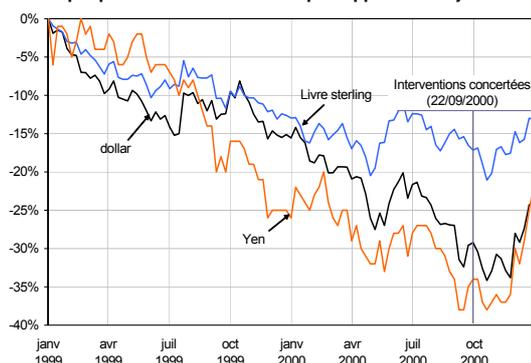
(23) Voir notamment Sarno et Taylor op. cit.

Graphique 3 : interventions de change sur l'euro dollar fin 2000



Source : BCE.

Graphique 4 : évolution de l'euro par rapport au 1er janvier 1999



Source : BCE.

Prenant les marchés par surprise, ces interventions ont eu lieu le 22 septembre, la veille du G7 de Prague du 23 septembre. 4,6 Mds d'euros ont alors été mobilisés dont 2,5 Mds par la BCE. Quelques semaines plus tard, l'institution monétaire européenne intervenait de nouveau, seule cette fois, mais dans des proportions similaires (1 Md d'euros le 3 novembre, 1 Md le 6 et 2,5 Mds le 9).<sup>24</sup>

#### 4.4 Les déséquilibres macroéconomiques

Même si *a priori* les autorités ne devraient avoir que des objectifs concernant les grandeurs macroéconomiques internes comme le niveau de l'activité et de l'inflation, plusieurs raisons ont pu les amener à se préoccuper aussi du niveau des balances courantes et des taux de change :

- La balance commerciale et le taux de change sont les principales variables par lesquels transitent les externalités des politiques macroéconomiques entre zones monétaires (cf. ci dessus). En particulier, le taux de change est un déterminant à court terme de l'activité et de l'inflation.
- Même en l'absence d'objectif sur leur valeur souhaitée, ils donnent une mesure du caractère approprié des politiques macroéconomiques.
- Le niveau des balances courantes peut faire partie des objectifs de la politique macroéconomique (*i*) lorsque la soutenabilité externe est en jeu ou (*ii*) lorsque

ses variations brutales et non-anticipées s'accompagnent de coûts d'ajustements importants.

- Un pays qui fait l'expérience d'une forte dégradation de sa balance commerciale connaît en général des pressions protectionnistes.

Il apparaît en fait, que suivant l'origine des déséquilibres de demande, les politiques à mettre en œuvre seront différentes<sup>25</sup> et la coordination pas automatiquement nécessaire :

- Lorsque l'origine est localisée dans une seule zone, la coordination n'est *a priori* pas nécessaire et les politiques devraient en priorité être menées dans la seule zone à l'origine du déséquilibre. Toutefois on peut considérer que les politiques de *first best* (éliminer la cause des déséquilibres) ne sont pas toujours possibles et que la mise en place de politiques de *second best* nécessite, elle, la coordination.
- Lorsque l'origine est localisée dans plusieurs zones, la coordination est essentielle si les déséquilibres d'une zone aggravent ceux des autres zones. En effet, dans ce cas, aucune zone n'a intérêt, de sa seule initiative, à résorber suffisamment son déséquilibre. A l'inverse lorsque les causes du déséquilibre dans une zone sont indépendantes des déséquilibres induits par les autres zones, la coordination n'est pas nécessaire si chaque zone met en œuvre des mesures visant à résorber les causes du déséquilibre domestique.

Les accords du *Plaza Hotel* (septembre 1985) et du *Louvre* (février 1987) fournissent un exemple de coordination des politiques économiques qui visaient à limiter le risque d'un ajustement brutal des déséquilibres de balances courantes. Depuis le début des années 80, la politique macroéconomique américaine avait combiné des taux d'intérêt élevés pour lutter contre l'inflation et un déficit budgétaire grandissant. Le déficit commercial américain s'était alors creusé en contrepartie d'excédents japonais et allemands, et la monnaie américaine s'était fortement appréciée et atteint son plus haut vis-à-vis du mark et du yen en février 1985.

En septembre 1985, le G5 a alors cherché à encourager une dépréciation prononcée du dollar et promis de mettre en œuvre les politiques économiques telles que les fondamentaux économiques soient compatibles avec sa dépréciation. En particulier, il a été envisagé des politiques de restriction de la demande aux États-Unis (réduction du déficit public) et de soutien de la demande en Europe (baisses d'impôts en Allemagne et en France, baisse des taux d'intérêt et libéralisation des marchés financiers au Japon). Toutefois, ces politiques n'ont été mises en place qu'avec peu d'ampleur.

Par ailleurs, de larges interventions stérilisées sur le marché des changes visant à soutenir le mark et le yen ont été menées de façon concertée par les banques centrales (pour près de 10 Mds de dollars à effet immédiat). Ces interventions semblent avoir atteint leur but : en deux ans,

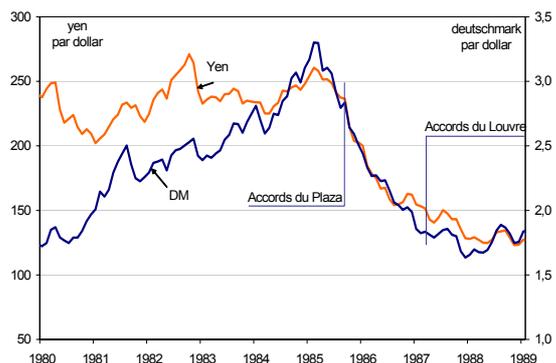
(24) C. Henning (2006) : «The External Policy of the Euro Area: Organizing for Foreign Exchange Intervention», *Institute for International Economics, Working Paper No 06-4*.

(25) On ne discute pas ici en détail des politiques à mettre en œuvre suivant la nature du déséquilibre.

le dollar se déprécie de près de 40 % vis-à-vis du yen et de 45 % vis-à-vis du deutschmark (voir graphique 5) ; début 1987, le risque d'une poursuite de la glissade du dollar, conduit le G5 à se réunir de nouveau, cette fois pour soutenir la monnaie américaine. Dans les accords du Louvre, les membres du G5 la jugent désormais correctement évaluée et annoncent qu'ils mettront en place les politiques visant à la maintenir à proximité des parités d'alors, sans toutefois annoncer de valeurs cibles précises.

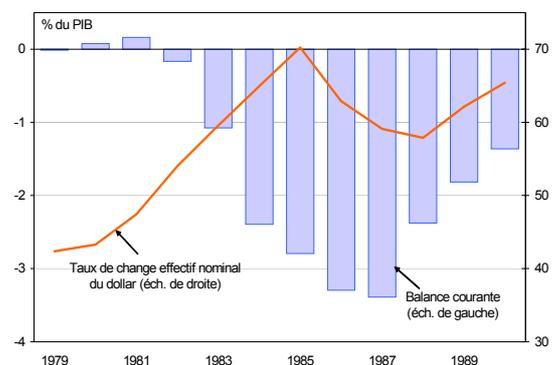
**Benjamin CARTON, Fabrice MONTAGNE**

**Graphique 5 : évolution du Yen et du Mark contre le Dollar**



Source : Bank of England.

**Graphique 6 : balance courante américaine (% de PIB) et dollar**



Source : OCDE Economic Outlook.

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie,  
des Finances et de l'Emploi  
Direction Générale du Trésor  
et de la Politique économique  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la Publication :**

Philippe Bouyoux

**Rédacteur en chef :**

Philippe Gudin de Vallerin  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtp.e.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

**Derniers numéros parus**

**Juin 2007**

**n°17 .** La France s'est-elle adaptée aux tendances récentes du commerce mondial  
Nicole MADARIAGA

**n°16 .** Les variables financières permettent-elles de mieux connaître l'état de l'économie en temps réel ?  
Othman Bouabdallah, Stélios Tselikas

**n°15 .** Les taux d'intérêt aident-ils à prévoir les taux de change ?  
Sébastien Hissler

**Avril 2007**

**n°14 .** Dynamiques d'ajustement et mobilité du travail en zone euro  
Clotilde L'Angevin

**n°13 .** Impact de Bâle II sur l'offre de crédit aux PME  
Maud Aubier