



Prudence et circonspection

Comment les banques centrales des pays en développement peuvent-elles intervenir au mieux sur des marchés de changes instables

Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimarães, Shogo Ishii et Cem Karacadağ

L'INTERVENTION officielle sur le marché des changes est une entreprise risquée, surtout pour les pays en développement dont les banques centrales manquent de crédibilité et dont la position de liquidité extérieure est faible. Cette intervention peut souvent s'avérer coûteuse et ne pas donner le résultat escompté. L'épuisement des réserves aux fins de la défense de la monnaie a été un facteur important des crises financières mexicaine en 1994 et thaïlandaise en 1997. Par la suite, le Brésil (jusqu'au début de 1999) et la Turquie ont cherché à stabiliser leur taux de change en intervenant sur le marché. Même pour les principales devises, la question de l'efficacité des interventions n'est pas tranchée. Avec l'appréciation marquée de l'euro par rapport au dollar, un débat s'est engagé sur l'éventualité d'une intervention coordonnée pour enrayer la chute de la monnaie américaine, comme à l'époque de l'Accord du Plaza vers la fin des années 80, lorsque la hausse du billet vert était devenue préoccupante.

Même controversée, l'intervention reste un outil important pour les banques centrales, en particulier dans les pays en développement. Après un aperçu de tendances et d'expériences récentes, nous allons examiner des éléments possibles de pratiques optimales en la matière.

Dans les pays en développement qui appliquent un régime de taux de change flexible, l'intervention des banques centrales sur le marché des changes répond à quatre objectifs principaux :

- *Corriger des désalignements ou stabiliser le taux de change.* La surévaluation du taux de change peut nuire à la compétitivité des exportations d'un pays et affaiblir sa position de liquidité extérieure, alors qu'un taux de change sous-évalué ou qui se déprécie excessivement peut créer des tensions inflationnistes. Nombre de pays en développement voient dans le taux de change une mesure symbolique et visible du succès de leur gestion macroéconomique. L'intervention est donc souvent utilisée pour contrecarrer de brusques fluctuations du taux de change et atténuer l'instabilité.

- *Ramener le calme sur des marchés désordonnés.* Un effondrement de la liquidité, qui survient lorsque les opérateurs du marché ont du mal à faire correspondre l'offre et la demande de devises, peut avoir de graves conséquences pour l'économie réelle s'il se prolonge.

- *Constituer des réserves.* L'accumulation de réserves de change constitue fréquemment une priorité, surtout au lendemain d'une crise monétaire, lorsqu'il est primordial de redonner confiance aux investisseurs, d'augmenter la capacité de remboursement de la dette et de retrouver l'accès aux marchés.

- *Alimenter le marché en devises.* Lorsque le secteur public est une source majeure de devises et que son agent de change est la banque centrale, celle-ci intervient principalement pour fournir des devises à l'économie dans son ensemble.

Théoriquement, le taux de change reflète la situation de base de l'offre et de la demande, qui devrait elle-même être liée aux données macroéconomiques fondamentales et autres facteurs fondamentaux. En fait, les ouvrages spéciali-

sés confirment l'existence d'une relation entre les taux de change et les données économiques fondamentales à *long terme*. Cependant, il est fréquent que les taux de change s'écartent nettement des valeurs déduites des données économiques fondamentales et des conditions de parité à court terme, même sur des marchés qui fonctionnent bien (Sarno and Taylor, 2002).

Cette déconnexion entre les taux de change à court terme et les données économiques fondamentales pourrait justifier une intervention stérilisée, qui agit sur le taux de change essentiellement par son effet sur les anticipations, les primes de risque et le flux d'ordres (la pression nette à l'achat sur le marché des changes). En particulier, une intervention stérilisée peut servir à limiter des variations injustifiées de taux de change consécutives à des chocs temporaires sans effet sur la situation macroéconomique. Dans les pays victimes de déséquilibres macroéconomiques ou de faiblesses structurelles, une intervention ne soulage temporairement les pressions sur les taux de change que si les autorités s'engagent de manière crédible à opérer des ajustements macroéconomiques et structurels et si elles accomplissent des progrès tangibles en la matière.

Les tendances

De nos jours, les banques centrales responsables des principales monnaies de réserve internationales — le Système fédéral de réserve des États-Unis et la Banque centrale européenne — n'interviennent que rarement, la seule exception étant la Banque du Japon. La tendance est la même dans les autres économies avancées, même s'il est vrai que l'espace des interventions s'explique peut-être par le climat financier mondial plus calme de ces dernières années. Par exemple, la Banque du Canada est intervenue régulièrement pendant des années, mais ne l'a plus fait depuis 1998. La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande n'est pas intervenue depuis 1985. Quelques pays à marché émergent ont suivi cet exemple. Par contre, de nombreux pays en développement continuent d'intervenir activement sur le marché des changes au comptant (Canales-Kriljenko, 2003).

La fréquence des interventions dans les pays en développement s'explique en grande partie par leur aversion pour l'instabilité excessive des taux de change. Dans leur document intitulé «Fear of Floating», Guillermo Calvo et Carmen Reinhart (2002) montrent comment ces pays tolèrent mieux l'instabilité des réserves de change, des taux d'intérêt intérieurs et du prix des produits de base que celle des taux de change. Ils constatent également que ces pays ont plus souvent recours à un ajustement des taux d'intérêt intérieurs qu'à une intervention sur le marché des devises pour défendre le taux de change.

Une intervention sur le marché des changes est peut-être plus efficace dans bien des pays en développement que dans les économies avancées, en dépit d'une moindre crédibilité de leur marché. En comparaison des économies avancées, les interventions dans les pays en développement sont souvent d'un montant élevé par rapport au volume des opérations sur le marché. Les banques centrales sont habituellement de gros clients sur le marché des changes, surtout lorsque le secteur public est une source majeure de devises. La réglementation des changes et des mouvements de capitaux permet parfois aussi aux banques centrales d'obtenir davantage d'informations que les autres opérateurs. Il s'agit, par exemple, des obligations d'information, qui permettent aux banques centrales

de connaître le flux d'ordres global sur le marché et les positions à découvert nettes des intermédiaires financiers.

Cependant, les crises monétaires des années 90 montrent bien l'efficacité limitée de l'intervention en tant qu'instrument indépendant. En 1994, le combat mené par le Mexique depuis un an pour défendre sa parité mobile a cessé brusquement lorsque le marché s'est rendu compte tardivement que les réserves de la banque centrale étaient épuisées. Au premier semestre de 1997, la banque centrale de la Thaïlande a quasiment épuisé ses réserves de change nettes en cherchant, sans succès, à défendre le baht.

Des enseignements à tirer

- L'intervention n'est pas un instrument indépendant. Elle ne peut engendrer de modifications durables des taux de change si le niveau visé ne concorde pas avec la politique macroéconomique.

- La crédibilité des institutions et de l'action est un facteur important de l'efficacité de l'intervention. La crédibilité renforce l'efficacité de l'intervention et peut même la rendre inutile.

- Des marchés de changes efficaces peuvent contribuer à réduire au minimum les désalignements et la désorganisation, et, partant, la nécessité d'intervenir.

Pratiques optimales

Si les banques centrales décident d'intervenir, comment doivent-elles s'y prendre? Bien des études ont été consacrées à l'efficacité des interventions, mais il n'existe guère de recommandations sur les aspects opérationnels et les pratiques optimales pour les pays en développement. Le FMI s'efforce de remédier à cette lacune. Les banques centrales se trouvent confrontées à plusieurs questions sur les mécanismes d'intervention, notamment :

- *Observation de règles ou politique discrétionnaire.* Les interventions de la banque centrale doivent-elles reposer sur des règles ou être discrétionnaires?

- *Montant et moment.* À quel moment et pour quel montant la banque centrale doit-elle intervenir?

- *Transparence.* Faut-il annoncer les interventions ou les garder secrètes? Quels sont les avantages et les inconvénients de chaque option?

- *Marchés et contreparties.* Dans quelle paire de monnaies, avec quels instruments et sur quels marchés faut-il intervenir? Avec qui la banque centrale doit-elle négocier et comment doit-elle aborder l'autre partie?

Pour répondre à ces questions, il faut disposer d'un vaste ensemble de politiques et de directives sur un large éventail de questions de fond, techniques et administratives. Le FMI a cherché à établir des pratiques optimales en matière d'intervention, dont voici quelques éléments :

- *Objectifs de l'intervention.* Les autorités doivent définir les objectifs de l'intervention en termes précis. Les objectifs sont souvent directement liés au régime de change ou concernent d'autres aspects du marché des changes, tels que ses turbulences. Il est primordial d'assurer la précision des objectifs de l'intervention pour garantir la réussite de leur exécution et évaluer leur efficacité.

- *Observation de règles ou politique discrétionnaire.* Les banques centrales doivent bénéficier d'une certaine marge de manœuvre pour décider du moment et du montant de leur

Les problèmes des pays appliquant un programme appuyé par le FMI

Les programmes d'ajustement soutenus par le FMI peuvent avoir, pour les pays appliquant un taux de change flexible, d'importantes répercussions sur les interventions officielles. Beaucoup de programmes imposent un plancher pour les réserves de change nettes, qui limite la capacité de la banque centrale à vendre des devises. En fait, ces programmes recommandent souvent de limiter les interventions au lissage de l'instabilité des taux de change. L'accumulation de réserves envisagée dans beaucoup de programmes appuyés par le FMI — grâce à un relèvement progressif des planchers des réserves de change nettes — entraîne, de par sa conception, une asymétrie entre la politique de change et la politique d'intervention. Plus particulièrement, les programmes visent à limiter les interventions destinées à défendre un taux de change subissant une pression à la baisse pendant une période prolongée, surtout si le taux n'est pas compatible avec la politique macroéconomique.

Pour nombre de pays appliquant un programme appuyé par le FMI, il s'agit donc d'accumuler des réserves et de respecter le plancher des réserves de change nettes, tout en réduisant au minimum l'effet de leurs interventions sur le taux de change. Ce problème est rencontré par bien d'autres pays et peut être résolu de plusieurs manières. Premièrement, comme n'importe quel autre client, la banque centrale peut intervenir discrètement sur le marché, sans dévoiler son objectif ni sa présence. Deuxièmement, elle peut annoncer à l'avance des achats périodiques de devises. Si cette stratégie réduira peut-être au minimum les répercussions sur le taux de change, le fait que les opérateurs du marché connaissent à l'avance le moment et le montant des achats de devises pourrait leur permettre de profiter de la banque centrale.

Les interventions destinées à ramener le calme sur des marchés désordonnés et à lisser l'instabilité des taux de change doivent être rares et méritent un examen particulier. Les marchés désordonnés sont difficiles à détecter et ne doivent pas servir de prétexte à une intervention visant à défendre un taux de change donné dans un régime de change prétendument flottant.

intervention, tout en restant assujetties à des directives générales. Cette discrétion est essentielle pour plusieurs raisons. Premièrement, une règle d'intervention n'est pas nécessaire lorsqu'un engagement envers un ancrage nominal autre que le taux de change, comme dans une stratégie fondée sur une cible d'inflation, existe déjà. Deuxièmement, les opérateurs du marché pourraient profiter d'une banque centrale dont les opérations sont réglementées strictement. Même si les autorités n'annoncent pas la règle d'intervention, les opérateurs du marché peuvent souvent la deviner, spéculer contre la banque centrale, et même lui causer des pertes. Celle-ci doit donc disposer d'une marge de manœuvre tactique. Troisièmement, des règles d'intervention «optimales» sont d'une utilité pratique limitée. Enfin, l'interprétation de données quantitatives et qualitatives fait généralement la part belle au jugement.

Une politique d'intervention fondée sur des règles peut être efficace pendant une courte période dans certains cas. Au Brésil, une telle politique d'intervention, qui prévoyait un plafond d'intervention de 50 millions de dollars par jour fin 2001, a permis de combler le déficit de la balance des paiements dû à la réduction des entrées de capitaux sans donner l'impression que la banque centrale ciblait le taux de change. De même, en Turquie, les adjudications de vente et d'achat de devises, dont le moment et le montant sont déterminés et annoncés à l'avance, ont renforcé de manière efficace et transparente l'engagement de la banque centrale envers le régime de taux flottant.

Plusieurs banques centrales ayant appliqué une politique fondée sur des règles ont souvent modifié celles-ci pour s'accorder une certaine liberté d'action. Ainsi, le Canada a modifié sa politique d'intervention mécanique des années 90 en 1995, puis l'a abandonnée en 1998 pour donner à la banque centrale davantage de marge de manœuvre et réduire la fréquence des interventions (Murray, Zelmer, and McManus, 1996). De même, au Brésil, la politique d'intervention fondée sur des règles, qui avait été réinstaurée au milieu de 2002, a été assouplie par la suite pour donner à la banque centrale plus de marge de manœuvre dans ses interventions sur le marché au comptant.

Montant de l'intervention. Il n'existe aucune règle simple pour déterminer le montant optimal de l'intervention. Les banques centrales fixent souvent le montant «effectif» de leur intervention par tâtonnements. Dans certains pays en développement, la pénurie de réserves est une contrainte majeure. Le montant de l'intervention dépend en partie de son effet sur les anticipations du taux de change. Un changement de ces anticipations peut amener les opérateurs à modifier leurs positions de change ouvertes nettes et à créer un flux d'ordres en faveur du taux de change visé, réduisant ainsi le montant nécessaire pour l'intervention.

Une banque centrale doit éviter de procéder à des interventions unilatérales de manière permanente. Il faut plutôt ajuster l'action pour corriger les causes des déséquilibres dans le flux d'ordres. Dans ce contexte, une intervention peut servir d'indicateur avancé et attirer l'attention sur le fait que le dosage des politiques n'est pas tenable. De même, les banques centrales doivent généralement s'abstenir de procéder à des interventions financées par des emprunts en devises lorsque la situation macroéconomique et la position de liquidité extérieure sont mauvaises. De telles interventions poseraient de gros risques — notamment des risques de change et des risques de refinancement.

Moment de l'intervention. Déterminer le moment propice pour intervenir est très subjectif. La banque centrale doit analyser des indicateurs et des informations du marché à la lumière de sa propre expérience et du contexte national. Les modèles économiques et les

règles peuvent aider à ancrer un processus décisionnel, mais le processus reste très subjectif et la marge d'erreur est élevée. Le moment choisi pour intervenir dépend, en fin de compte, de l'évaluation par la banque centrale des facteurs suivants :

- **Désalignement des taux de change.** Il convient d'évaluer le degré de désalignement pour justifier l'intervention. Dans la pratique, les banques centrales doivent s'en remettre à plusieurs indicateurs. Toutefois, il n'existe pas de consensus sur des indicateurs fiables.

- **Nature des chocs.** Le bien-fondé d'une intervention dépend de la nature des chocs. Par exemple, des chocs affectant en permanence les conditions monétaires intérieures ou

les termes de l'échange devraient normalement entraîner une modification des anticipations et un ajustement du taux de change, et il ne faut donc pas s'y opposer en intervenant, sauf en cas de «surajustement» persistant. Par contre, des chocs temporaires justifient peut-être d'intervenir s'ils provoquent des fluctuations injustifiées du taux de change sans peser sur les données macroéconomiques fondamentales. Il faut bien convenir de la difficulté de distinguer les chocs temporaires des permanents.

- **Accélération des fluctuations des taux de change.** Une accélération des variations des taux de change peut constituer un des principaux symptômes de l'illiquidité du marché. Toutefois, de rapides fluctuations peuvent aussi apparaître sur un marché liquide, mais être préoccupantes quand même, parce qu'elles risquent de créer une dynamique de variation des prix et de perturber divers équilibres de change, ce qui nécessitera une intervention.

- **Écarts cours acheteur-vendeur.** Un élargissement de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur signale une plus grande incertitude autour du taux de change, qui risque de réduire la liquidité du marché. Les cambistes élargissent généralement les marges pour se protéger contre l'instabilité des taux de change et un flux d'ordres inattendu qui pourrait être le signal d'une information privée. Si la marge est élevée, il se peut que les opérateurs n'effectuent aucune transaction en attendant que l'orientation du taux de change se clarifie.

- **Composition et montant des transactions.** Les données y afférentes peuvent fournir des indications importantes quant à la liquidité et à la dynamique du marché. En particulier, une progression des transactions interbancaires par rapport à celles entre clients et banques pourrait indiquer que les cambistes ont plus de mal à trouver des contreparties pour les ordres passés par leurs clients.

- **Instabilité des taux de change.** L'instabilité reflète souvent l'incertitude entourant la politique économique et d'autres déterminants fondamentaux des taux de change. Dans la mesure où les prix fluctuent sur un marché organisé (liquide), l'intervention de la banque centrale serait injustifiée. De plus, il est essentiel de tolérer un certain degré d'instabilité pour donner au marché le sentiment d'un risque bilatéral. Les banques centrales doivent trouver un juste équilibre entre stabilité et instabilité des changes, et réserver leurs interventions aux cas de fluctuations extrêmes qui pourraient traduire une défaillance dans le fonctionnement du marché. À long terme, les pouvoirs publics doivent s'efforcer de crédibiliser leur action.

Transparence. La clarté de la politique de change et des objectifs de l'intervention peut améliorer la crédibilité de la banque centrale en la rendant comptable de l'exécution de sa politique. Toutefois, le degré de transparence lié à l'exécution tactique de l'intervention peut varier en fonction des objectifs spécifiques de celle-ci. Ainsi, une banque centrale jugera peut-être bon d'intervenir secrètement pour établir un sentiment de risque bilatéral sur le marché ou conserver un élément de surprise.

Choix des marchés. Une intervention doit généralement avoir lieu sur le marché au comptant plutôt que sur le marché à terme. Une intervention sur le marché au comptant agit directement sur le taux de change au comptant. Une intervention sur le marché à terme dépend du mécanisme de transmission entre le taux à terme et le taux au comptant, qui peut être influencé par l'évolution du marché monétaire et une éventuelle régle-

mentation des changes ou des mouvements de capitaux. Il est aussi plus facile de trouver des contreparties sur les marchés au comptant, où les limites sont en général moins contraignantes.

Lieu et monnaie. Une intervention doit normalement se dérouler sur le territoire national et dans la monnaie la plus échangée afin de réduire les coûts et de faciliter le règlement. Une intervention à l'étranger peut se justifier s'il y existe un marché particulièrement actif pour cette monnaie, si des transactions déstabilisantes y sont effectuées et si la banque centrale souhaite contrer ces activités avant qu'elles ne déstabilisent le marché des changes intérieur.

Contreparties. La banque centrale doit fixer des critères objectifs et transparents s'agissant du choix des contreparties de l'intervention et traiter principalement avec des teneurs de marché, notamment sur les marchés compétitifs et efficaces.

Administration et gouvernance. Il doit exister une coordination étroite et des circuits de communication fiables entre les individus chargés d'adopter et d'exécuter la politique monétaire et la politique de change. De plus, la banque centrale doit s'attaquer aux problèmes de gouvernance qui se posent normalement en cas d'intervention de ses propres cambistes.

Conclusions

L'intervention n'est pas un instrument indépendant; son succès dépend de la concordance entre le taux de change visé et la politique macroéconomique. Il est très difficile de détecter des désalignements de taux de change et des marchés désordonnés — les justifications les plus courantes d'une intervention —, et les banques centrales doivent donc faire preuve de parcimonie dans leurs interventions. Déterminer le moment et le montant de l'intervention est une question de jugement et dépend fortement de la situation du marché, qui ne cesse de changer; une certaine marge de manœuvre est donc nécessaire. Utiliser judicieusement cette marge de manœuvre et garantir la transparence de la politique et des objectifs des interventions renforceront probablement l'efficacité des interventions, tout en réduisant les risques au minimum. ■

Shogo Ishii est Chef de division et Jorge Iván Canales-Kriljenko et Cem Karacadağ sont économistes au Département des systèmes monétaires et financiers du FMI. Roberto Guimarães était économiste dans ce département au moment de la rédaction de l'article; il est actuellement économiste au Département Hémisphère occidentale. Cet article s'inspire du document de travail du FMI 03/152, rédigé par Canales-Kriljenko, Guimarães et Karacadağ et intitulé «Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice».

Bibliographie :

Calvo, Guillermo A., and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), p. 379–408.

Canales-Kriljenko, Jorge Iván, 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey," *IMF Working Paper 03/95* (Washington: International Monetary Fund).

Murray, John, Mark Zelmer, and Des McManus, 1996, "The Effect of Intervention on Canadian Dollar Volatility," in *Exchange Rates and Monetary Policy, proceedings of a conference held by the Bank of Canada* (October).

Sarno, Lucio, and Mark P. Taylor, 2002, *The Economics of Exchange Rates* (Cambridge, U.K.: Cambridge University Press).