

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Le choix du régime de change pour les économies émergentes

Mohamed Daly Sfia

FSEG tunis

May 2007

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4075/>
MPRA Paper No. 4075, posted 17. July 2007

Le choix du régime de change pour les économies émergentes

Sfia Mohamed Daly

Le choix du régime de change pour les économies émergentes

Par Sfia Mohamed Daly

Mai 2007

Résumé

Ce papier revoit la problématique du choix d'un régime de change pour les économies émergentes. Nous revoyons la littérature théorique et empirique sur la question en attachant une attention particulière à l'évolution des régimes de change (éventuelle disparition des régimes intermédiaires) et aux performances macroéconomiques des différents régimes de l'éventail allant de la fixité rigide au flottement. Notre analyse tend à confirmer l'hypothèse de Frankel (1999) « qu'aucun régime de change ne serait universel ou éternel »

Mots clés : régimes de change, hollowing out, performances macroéconomiques

E-Mail: Sfia_daly@yahoo.ca

I- Introduction

Pour la plupart des pays le choix du régime de change représente la décision de politique économique la plus importante. Cela est d'autant plus justifié que le taux de change est une variable qui détermine à la fois les flux des échanges des biens et services et qu'elle exerce une pression importante sur la balance des paiements, le niveau général des prix ainsi que d'autres variables macroéconomiques clés. Le choix du régime de change a de ce fait été, et depuis plusieurs décennies, au centre des débats de politique économiques. Quels sont les coûts et avantages des différents arrangements de change ? Quels sont les principaux déterminants du choix du régime de change et comment est ce que l'évolution de l'environnement économique et financier international a affecté ce choix ? Ou encore quelles sont les performances macroéconomiques des différents régimes de change sont autant de questions qui ont servi à animer les premiers débats sur le choix du régime de change.

Aujourd'hui, la hausse considérable dans les mouvements et la volatilité des capitaux et les récentes et successives crises de change, qui ont eu lieu dans un contexte de régimes de changes fixes, et qui ont surtout menacé par leurs virulences et leurs envergures d'engloutir le système monétaire international, ont ravivé les débats sur le choix du régimes de change pour les économies émergentes. Ce débat aussi été renouvelé à la suite de la création de l'Union Européenne et l'avènement de sa monnaie unique en 2001, éléments qui représentent, et sans aucun doute, l'un des développements les plus significatifs dans l'organisation des systèmes monétaires et change depuis le début du 21^{ème} siècle. On ne peut enfin pas négliger les développements récents à la fois dans la théorie économique, avec les propositions de macroéconomistes confirmés en faveur du recours à des règles dans la conduite de politique économique, telle que la recommandation de John Taylor d'une règle du taux d'intérêt Taylor

(1993)¹, ou encore l'émergence et l'envergure du succès dont jouit cette nouvelle stratégie de politique monétaire et de change qu'est le ciblage d'inflation².

C'est donc principalement à la suite de ces événements importants qu'il y a eu un regain d'intérêt sans précédent en ce que devrait être un régime de change optimal ou en la manière dont une politique de change devrait être mise en œuvre. L'une des manifestations les plus notables de ce regain d'intérêt est le nombre extraordinaire de working papers, de conférences et de recherches sur le sujet. Alors que la plupart des débats théoriques et des résultats empiriques des recherches sur le choix du régime de change pour les économies émergentes restent controversées, quelques conclusions et consensus semblent aujourd'hui se dégager et commencent à faire l'unanimité parmi les chercheurs en macroéconomie ouverte et sont, de ce fait, de plus en plus, pris en considération par les autorités monétaires des pays dans leur quête du régime de change optimal. Tout d'abord le choix d'un régime de change dépend de manière cruciale des spécificités et caractéristiques d'une économie donnée. Ces derniers incluent les critères des zones monétaires optimales (taille et degré d'ouverture de l'économie, structure de la production et des exportations, nature des chocs susceptibles de frapper l'économie etc.). Ce choix serait au même moment déterminé par le degré d'intégration financière de l'économie dans l'environnement économique international ainsi que par des critères qui trouvent leurs racines dans les théories basées sur la crédibilité institutionnelle. Il n'existerait donc, vraisemblablement, pas de régime de change optimal pour tous pays confondus. Ce choix devrait donc être établi en fonction du degré d'importance accordé aux facteurs susmentionnés et qui sont appelés à évoluer à la fois dans le temps et l'espace. Aucun régime de change n'est donc universel ou éternel et se doit impérativement d'évoluer parallèlement aux

¹ Pour une discussion des règles de politique monétaire, voir Pollin (2004)

² Pour plus de détails sur le ciblage d'inflation, voir Bernanke et Mishkin (1997)

caractéristiques structurelles, économiques et financières mais aussi politiques dans le pays. Il faut ensuite souligner qu'il est incontestable que la hausse significative dans les mouvements et la volatilité des flux de capitaux ait entamé la crédibilité et la soutenabilité des régimes de change dits intermédiaires ou à arrimages souples et qui se situent entre les régimes de fixité rigide et de flottement pur. Ces régimes étaient perçus comme une solution du milieu qui permettrait de combiner le meilleur des deux mondes. Il semble aujourd'hui, que dans un contexte de globalisation financière, il n'y ait plus de place pour ce type de régimes qui représente une invitation aux attaques spéculatives. Plusieurs auteurs qualifiés de « nouvelle orthodoxie »³ jugent aujourd'hui que tous les pays opteront à long terme pour les solutions en coin⁴. Cette thèse de la disparition des solutions du milieu n'implique cependant pas, en réalité, la fin des régimes intermédiaires puisque des arrangements du type des bandes glissantes peut très bien fonctionner lorsqu'il est supporté par des politiques macroéconomiques prudentes et appropriées. Ce type de régime serait de ce fait plus adéquat pour des économies dont l'accès aux marchés internationaux de capitaux est limité mais il devrait être progressivement assoupli avec le développement de l'économie et la libéralisation de son compte de capital. Enfin et pour assurer la soutenabilité de n'importe quel type d'arrangement de change en place et pour que ce dernier puisse garantir une compétitivité et une stabilité du taux de change réel, toute autorité monétaire doit prendre conscience de la nécessité de la présence d'un environnement économique favorable incluant des politiques macroéconomiques prudentes, un secteur financier robuste et un certain niveau de crédibilité institutionnelle. La politique monétaire devrait de ce fait aller de pair avec les objectifs poursuivis par la politique de change et un certain degré de discipline budgétaire devrait être assuré afin d'éviter l'effondrement du régime de change en place. Aussi une gestion adéquate et une supervision accrue du système financier et en particulier du système bancaire

³ Le terme est de Williamson (1999b)

⁴ Ces auteurs incluent Obstfeld et Rogoff (1995), Fisher (2001) parmi d'autres

avec une exposition prudente aux échanges extérieurs et une réduction des engagements externes en devises sont nécessaires pour maintenir une certaine compétitivité de l'économie et éviter les éventuelles crises de change. Il ne faut enfin surtout pas sous estimer des mesures permettant des restrictions sur les flux de capitaux dans le sens où elles peuvent aider à atténuer les effets de chocs imprévisibles. Ces contrôles doivent, cependant, avoir un caractère temporaire puisqu'ils tendent à perdre leur efficacité dans le temps. Ils devraient en conséquence être impérativement et progressivement desserrés au fur et à mesure que l'économie se développe et que le secteur financier se renforce.

Ce papier a pour principal objectif d'analyser le choix du régime de change pour les économies émergentes. L'approche retenue consiste à revoir les principales avancées théoriques et empiriques enregistrées sur le sujet au cours des dernières années afin de distinguer les éléments nécessaires pour les analyses à venir. Aussi, nous commençons par revoir la problématique de la classification des régimes de change avec une distinction entre classifications de jure et de facto et une mise en exergue de l'apport et des limites des nouvelles classifications qui ont été mise au point récemment. Nous passons par la suite pour revoir les principales théories qui ont à la fois influencé les décisions des autorités de politique économique et dominé les débats sur le choix du régime de change pour les économies émergentes. Nous nous intéressons enfin à deux principales questions empiriques des plus controversées et des plus contestées à savoir la tendance générale dans la dynamique des régimes de change et aux performances macroéconomiques générées par les différents arrangements.

II- Les classifications des régimes de change

En l'an 2000 une étude importante de Guillermo Calvo et de Carmen Reinhart est venue identifier un élément crucial pour l'analyse de la gestion des

taux de change dans les économies émergentes⁵. Selon les auteurs bon nombre de pays ayant officiellement déclaré un taux de change flottant ont « peur de flotter ». Les auteurs se sont basés dans leurs analyses sur l'étude du comportement des taux des taux de change, des réserves, des agrégats monétaires et des produits de base pour 154 arrangements de change pour tenter de confirmer ou d'infirmer les prédictions de la théorie économique concernant le comportement de ces variables. Cette dernière prévoit que dans un régime de change flexible la variance du taux de change et des taux d'intérêt soit élevée dans la mesure où la demande de monnaie subit des chocs et la variance des réserves est nulle puisque la banque centrale n'intervient pas. D'autre part et dans le cadre d'un régime de change fixe parfaitement crédible, où le risque de défaillance est quasi nul, on s'attend à ce que la variance du taux de change soit nulle, que la variance des taux d'intérêt soit fortement corrélée à la variance des taux d'intérêt internationaux et enfin à ce que la variance des réserves de change soit élevée puisque les autorités réagissent aux chocs de monnaie⁶.

Les résultats de Calvo et Reinhart (2000) montrent cependant que le recours aux instruments des réserves de change et du taux d'intérêt est une pratique courante dans les économies émergentes qui déclarent un régime de change flottant. Les auteurs concluent que la « peur du flottement » est un phénomène fortement répandu qui serait due aux problèmes chroniques de crédibilité dans les économies émergentes, à une peur des fluctuations du taux de change puisque une appréciation peut très bien entamer la compétitivité prix dans le pays alors qu'une dépréciation combinée à une forte dollarisation de la dette pourrait être désastreuse pour le système financier et enfin à une peur de l'inflation justifiée par un coefficient de Pass-through⁷ élevé dans les économies

⁵ Calvo G and Reinhart C (2000) "Fear of floating (mimeo)". Baltimore, MD, University of Maryland.

⁶ La même méthodologie est désormais adoptée par le FMI ou les chercheurs afin d'identifier les politiques de change de facto

⁷ On utilisera le terme Pass-through, pour désigner la transmission des effets des fluctuations des taux de change aux prix nationaux

émergentes. Cette notion de « peur du flottement » a donc permis de mettre en évidence les divergences majeures entre les déclarations faites par les pays membres du Fond monétaire International (FMI) sur leurs régimes de change et les pratiques réelles des économies émergentes en matière de gestion des taux de change. Cette question est d'autant plus importante que les classifications des pays membres selon le régime de change en place s'effectuaient sur la base des simples déclarations de ces pays au FMI ce qui rendait ces classifications de jure très peu crédibles et les résultats des recherches empiriques qui les utilisaient plus ambigus les uns que les autres. La prise en considération de ces éléments a pressé le FMI à réviser sa méthodologie en matière de classification des régimes de change afin de générer une nomenclature beaucoup plus réaliste.

II-1 La classification officielle du FMI

Les schémas de classification ont de tout temps été sujets à une large controverse. La classification des régimes de change ne fait pas exception à la règle. Placer tel ou tel régime dans une rubrique ou une catégorie donnée s'avère aujourd'hui, même pour des institutions spécialisées telles que le FMI, un des plus grands challenges au niveau empirique. Jusqu'en 1999, la revue annuelle du FMI « Exchange Rate Arrangements and Exchange rate Restrictions » publiait une classification des régimes de change qui étaient exclusivement basée sur les déclarations officielles des Etats membres. Comme le montre le tableau 1.1, qui donne l'évolution des régimes du taux de change depuis les années 50, cette classification ne considérait initialement que deux principales catégories ; (taux de change fixe et autres) pour ensuite évoluer au début des années 80 et distinguer quatre rubriques ; (taux de change fixe par rapport à une ou plusieurs monnaies, flexibilité limitée, flottement dirigé et flottement libre). Ces quatre rubriques ont été présentes tout au long de la décennie et jusqu'à la fin des années 90 et les recherches empiriques ont été exclusivement basées sur cette classification officielle. Il faut dire que cette classification de jure présentait les principaux avantages de couvrir un large

panel de pays, d'être automatiquement et fréquemment (tous les trimestres) actualisée et de fournir une base de données historiques consistante puisqu'elle s'étalait jusqu'au début des années 1950

Tableau 1-1 : Evolution de la classification des régimes de change par la revue « Exchange Rate Arrangements and Exchange rate Restrictions »

| |
|--|
| <p>Volumes 1950-1973</p> <p>1- Valeur fixe du taux de change</p> <p>2- Taux de change effectif, autre que fixé, appliqué à toutes ou la plupart les transactions.</p> <p>Volume 1974</p> <p>1- Taux de change maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites par rapport au (dollar US, Livre Sterling, Franc Français, un ensemble de monnaies, une moyenne des taux de change des principaux partenaires commerciaux.</p> <p>2- Taux de change non maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites.</p> <p>Volumes 1975-1978</p> <p>1- Taux de change maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites par rapport au (dollar US, Livre Sterling, Franc Français, Rand Sud Africain, Peseta espagnole, un ensemble de monnaies.</p> <p>2- Taux de change non maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites.</p> <p>Volumes 1979-1982</p> <p>1- Taux de change maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites par rapport au (dollar US, Livre Sterling, Franc Français, Dollar Australien, Escudo Portugais, Rand Sud Africain, Peseta espagnole, un ensemble de monnaies ou d'indicateurs.</p> <p>2 - Taux de change non maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites.</p> <p>Volumes 1983-1996</p> <p>Taux de change déterminé sur la base de :</p> <p>1- Ancrage par rapport au : Dollar US, Livre Sterling, Franc Français ou autres devises.</p> <p>2- Flexibilité limitée par rapport : à une devise, arrangement coopératif.</p> <p>3- Arrangements plus flexibles ajustés selon un certain nombre d'indicateurs et autres flottements dirigés.</p> <p>4- Flottement libre.</p> <p>Volumes 1983-1996</p> <p>1- Arrimage par rapport : à une devise, panier de devises.</p> <p>2- Flexibilité limitée</p> <p>3- Flottement dirigé</p> <p>4- Flottement libre</p> |
|--|

Source Reinhart et Rogoff (2002)

Cependant, et comme on l'a souligné cette classification n'arrive pas à cerner les différences entre ce que clament les pays et ce qu'ils font en réalité. Cette divergence entre les régimes de Jure et de facto a d'une part

considérablement réduit la transparence en matière de conduite des politiques de change limitant ainsi l'efficacité des recherches empiriques et d'autre part, et en n'effectuant pas de distinction claire entre les différents degrés de rigidité des régimes de change, a échoué à fournir une idée sur les degrés réels d'autonomie de la politique monétaire qu'offrait chacun de ces régimes. Ce n'est donc que récemment et principalement à cause des critiques à l'encontre de sa classification de jure que le FMI a reconnu les graves limites et lacunes évidentes qu'elle contenait et a en conséquence révisé son approche. Les déclarations des pays membres sont désormais corrigées par l'observation statistique des fluctuations sur le marché des changes⁸. Cette nouvelle classification de facto essaye d'identifier les pratiques réelles en matière de gestion du taux de change par une analyse de données financières⁹ et la complète par une information sur les stratégies de politiques monétaires adoptées par les pays membres (ciblage d'inflation, ciblage monétaire, autres...) et les intentions implicites ou explicites des autorités monétaires. Cette méthode, qui peut être qualifiée d'hybride, a ainsi permis de générer une classification plus réaliste constituée de huit rubriques (Tableau 1.2)

Tableau 1-2 : Classification des régimes de change par le FMI (depuis 1998)

| |
|---|
| <p>I. Régimes fixes</p> <p>1- Régime sans monnaie propre</p> <p>2- Caisse d'émission</p> <p>3- Change fixe</p> <p>II. Régimes intermédiaires</p> <p>4- Bandes de fluctuations</p> <p>5- Change glissant</p> <p>6- Bandes glissantes</p> <p>III. Régimes flexibles</p> <p>7- Flottement géré</p> <p>8- Flottement pur</p> |
|---|

Source : IMF, Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange rate Restrictions 1999

⁸ Les pays membres du FMI sont tenus d'effectuer leurs déclarations dans les 30 jours suivant leur adhésion. Ils sont aussi tenus de déclarer promptement les changements survenus dans le régime de change.

⁹ Taux de change, Réserves officielles, taux d'intérêt etc.

II-2 Les classifications alternatives

Malgré que la nouvelle classification de facto des différents pays membres du FMI a enregistré une nette amélioration par rapport à la première classification de jure, elle est restée d'une étendue empirique relativement limitée et l'utilisation de cette nouvelle classification a soulevé de sérieux problèmes de mesures. En effet, cette dernière considère non seulement des données à fréquences annuelles mais elle ne s'étend que jusqu'au début des années 90, ce qui rend les résultats des investigations empiriques qui se basent sur cette classification très peu crédibles. Reconnaisant les mérites de classifications plus réalistes et plus exhaustives, tant en termes qualitatifs que quantitatifs, un certain nombre de classifications alternatives a vu le jour. La classification « hybride » de Ghosh et al (1997), la classification de Levy-Yeyati et Sturzenegger (1999) (LYS), la classification dite « naturelle » de Reinhart et Rogoff (2002) et enfin celle de Bubula et Ötoker-Robe (2002) sont aujourd'hui parmi les plus reconnues et les plus utilisées dans les travaux empiriques¹⁰.

II-2-1 La Classification « hybride » de Ghosh et al (1997)

Dans une importante étude sur les performances macroéconomiques des différents régimes de change, Ghosh et al (1997) ont utilisé une classification basée à la fois sur les déclarations de jure et l'observation du comportement des taux de change. Les auteurs soulignent que même si la classification de facto par l'analyse des données statistiques présente l'avantage de détecter le comportement effectif des taux de change, elle ne permet à elle seule de distinguer la stabilité des taux de change qui proviendrait de l'absence de chocs notables de celle qui résulterait de réponses de politiques monétaires adéquates, de bonnes performances macroéconomiques ou encore d'une confiance accrue

¹⁰ Voir aussi Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) ou Bailliu, La France et Perrault (2002)

de la part des marchés. Par ailleurs, et comme l'ont montré Calvo et Reinhart (2000), les classifications de jure contiennent souvent des régimes « déguisés ».

Tableau 1-3 : La Classification « Hybride » de Ghosh et al (1997)

| |
|---|
| Régimes fixes |
| 1- Ancrage par rapport à une seule monnaie |
| 2- Ancrage par rapport à un panier de devises |
| 3- Autres « Ancrages publiés » par rapport à un panier de devises |
| 4- Ancrage par rapport à un panier non divulgué |
| Régimes intermédiaires |
| 5- Systèmes coopératifs |
| 6- Flottements « non classés » |
| 7- Flottement à l'intérieur d'une fourchette prédéterminée |
| Régimes flexibles |
| 8- Flottement sans une fourchette prédéterminée |
| 9- Flottement pur |

Source : IMF, Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange rate Restrictions 1999

Ghosh et al (1997) ont utilisé un échantillon couvrant 140 pays pour la période 1960-1990 et, au delà de la simple dichotomie entre régimes fixes et flexibles, ont combiné la classification de jure du FMI avec une analyse statistique du comportement des taux de change et des fréquences de changement dans les parités pour distinguer entre les régimes où les interventions sont fréquentes (plus d'une modification par an) et les régimes où elles sont peu fréquentes. La classification de Ghosh et al (1997) a fait ressortir 25 catégories de régimes de change puis elle a été affinée pour ensuite, ne que distinguer 9 rubriques allant de l'ancrage par rapport à une seule monnaie au flottement pur tout en passant par de nouvelles catégories telles que les arrimages par rapport à un panier non divulgué « Secret Basket Pegs » ou les « systèmes coopératifs ». Il importe de souligner que le contenu informationnel de cette classification « hybride » a pour une grande part, contribué dans la construction de la nomenclature de la classification actuelle de facto du FMI. La classification de Ghosh et al (1997) présente cependant certaines limites dont la plus importante est sans doute qu'elle ne distingue pas entre les arrimages souples et des formes d'ancrages plus rigides et qu'elle place certains pays dans une rubrique « non classifié ».

II-2-2 La Classification LYS (1999)

Contrairement à l'approche utilisée par Ghosh et al (1997), La classification de LYS (1999) a complètement ignoré les classifications de jure et de facto du FMI. Les auteurs ont ainsi essayé de générer une classification alternative à celle du FMI sur la seule base d'analyses statistiques du comportement de taux de change (volatilités du taux de change nominal et de la variation du taux de change nominal mesurées par la moyenne de la variation mensuelle du taux de change en valeur absolue et l'écart type de la variation mensuelle du taux de change) et de la volatilité des réserves internationales (mesurée par la moyenne de la variation mensuelles des réserves officielles), variables considérées à la suite des études Calvo et Reinhart (2000) ou Hausmann, Panizza et Stein (2000) comme indicatrices du degré d'interventionnisme des autorités monétaires. La classification LYS (1999) couvre un large échantillon de 184 pays pour la période 1974-2000 et a généré une nomenclature formée de 4 catégories, tableau 1-4.

Tableau 1-4 : La Classification LYS (1999)

| | Volatilité du Taux de change nominal | Volatilité de la variation du taux de change nominal | Volatilité des réserves de change |
|------------------|--------------------------------------|--|-----------------------------------|
| Non concluant | Faible | Faible | Faible |
| Flexible | élevée | élevée | Faible |
| Flottement sale | élevée | élevée | élevée |
| Ancrage glissant | élevée | Faible | élevée |
| fixe | Faible | Faible | élevée |

Source : Levy-Yeyati et Sturzenegger (1999)

L'approche retenue par LYS (1999) présente deux améliorations essentielles par rapport à celle de Calvo et Reinhart (2000) puisqu'elle n'a pas eu recours au taux d'intérêt comme un des critères dans la classification et qu'elle utilise des mesures des taux de change à la fois en niveau et en variation pour essayer

d'identifier les régimes à ancrage glissant. Les auteurs ont d'abord commencé par calculer les valeurs des trois variables considérées, pour chaque année et chaque pays. Ils ont ensuite eu recours à des analyses en « cluster » pour regrouper toutes les observations en cinq rubriques : flexible, flottement sale, ancrage glissant, fixe et non concluant selon les critères spécifiés par le tableau 1.4. Les analyses en cluster ont été effectuées en deux round : 1062 observations parmi les 2860 retenues par les auteurs ont été classifiées au cours du premier round, le reste des 1798 observations ont été soumises au même traitement dans le but réduire au maximum le nombre d'observations non concluantes. A la fin de ce second round, 698 observations (24%) de l'ensemble sont encore considérées comme non concluantes.

Alors que la classification LYS (1999) représente une analyse exhaustive des régimes suivis par l'ensemble des pays du monde et qu'elle est souvent reprise dans les études sur les effets des régimes de change, puisque les auteurs ont généreusement mis leur fichier à la disposition du public sur Internet, elle présente néanmoins certaines limites évidentes puisqu'elle ne couvre en réalité que 110 pays parmi tous les membres du FMI, pour lesquels les données sur les taux de change et les réserves internationales sont disponibles. La classification LYS (1999) présente aussi des données annuelles et n'est donc pas valable pour les années où il y a eu transition d'un régime vers un autre ou dévaluation. Aussi, l'approche retenue et les résultats générés par les analyses en cluster représentent la principale limite de la classification LYS (1999). En effet, les résultats placent un certain nombre de pays, où les conclusions concernant le régime de change en place devraient être évidentes puisque les variabilités des taux de change et des réserves observées sont presque inexistantes, dans une rubrique « non concluant ». L'Argentine, qui avait adopté un currency boards au cours de la période 1991-2001 et où le taux de change Peso/Dollar était de un Dollar pour un Peso tout au long de la même période, a été par exemple classée en 1996-1997-1998 dans cette rubrique. Le même problème se pose au regard

des classifications de la Lituanie entre 1995 et 2000 et de l'Estonie entre 1994 qui avaient aussi opté pour des régimes à caisse d'émission¹¹.

II-2-3 La Classification « naturelle » de Reinhart et Rogoff (2002)

Dans un papier paru récemment, Reinhart et Rogoff (2002) ont présenté une nouvelle classification de facto. Les auteurs soulignent le fait que malgré les avancées considérables en matière de classifications des régimes de change, pour qu'elles soient pertinentes, les analyses empiriques nécessitent une spécification plus aigüe des régimes de change. Ainsi, les pays qui connaissent des épisodes fréquents d'instabilité et de turbulences macroéconomiques ont souvent des taux d'inflation élevés, ce qui pourrait s'accompagner par de fortes et fréquentes dépréciations du taux de change. Reinhart et Rogoff (2002) soulignent que la classification de tels régimes comme flottants, intermédiaires ou fixes est problématique dans le sens où les fluctuations pourraient être attribuées de façon erronée au régime de change en place. Les auteurs font aussi valoir que si, en plus, il existait des marchés de taux change parallèles qui diffèrent substantiellement des taux officiels, alors ils représenteraient un meilleur baromètre de la politique de change sous jacente.

Pour générer leur classification dite « naturelle », Reinhart et Rogoff (2002) ont eu recours à une procédure de triages successifs. Les auteurs ont, tout d'abord, commencé par vérifier l'éventuelle présence d'un marché de change parallèle dans chacun des pays de leur échantillon. Si oui, ils procèdent ensuite à une classification statistique basée sur le pourcentage de variations dans le taux de change nominal et sur la probabilité que le taux de change demeure dans une fourchette de fluctuations déterminée. Enfin, et dans le cas où il existe un seul

¹¹ La Belgique et la France qui avaient été classées par le FMI comme ayant des régimes de bandes de fluctuations, Hong Kong qui avait opté pour une caisse à émission ou encore d'autres pays faisant partie d'unions monétaires ont aussi été placés dans la catégorie « non concluant » à la suite de l'analyse en cluster.

marché de taux de change, la classification est effectuée par une confrontation entre les déclarations du pays et les analyses statistiques du régime de facto¹².

Tableau 1-5 : La classification « naturelle » de Reinhart et Rogoff (2002)

- | |
|--------------------------|
| 1- Régime fixe |
| 2- Flexibilité limitée |
| 3- Flottement dirigé |
| 4- Flottement pur |
| 5- « Tombant librement » |

Source : Reinhart et Rogoff (2002)

La classification mise au point par Reinhart et Rogoff (2002) a utilisé des données à fréquences mensuelles, qui permettent entre autres de s'affranchir des problèmes de changements de régimes en cours d'année, pour 153 pays couvrant la période 1946-2001 et a généré une nomenclature presque similaire à la classification de facto du FMI. Leur classification a introduit, néanmoins de nouvelles catégories de monnaies, dites « tombant librement » (freely falling) qui caractérisent les pays où le taux d'inflation annuel est supérieur à 40% et « hyper flottement » (Hyper float) lorsque le taux d'inflation mensuel est supérieur à 50%. La classification « naturelle » des régimes de change de facto et leur vérification par les auteurs a aussi été effectuée par l'analyse de séries sur les taux de change officiels ou/et parallèles, elle distingue de ce fait cinq catégories de régimes (tableau 1.5). En présentant cette nouvelle classification « naturelle », Reinhart et Rogoff (2002) ont amélioré les méthodes existantes et ont permis de prendre en considération les limites évoquées en identifiant les périodes de sévères perturbations macroéconomiques et en incorporant les taux de change sur les marchés parallèles, pour les pays où il existait un double marché des changes. On pourrait, toutefois, nous questionner sur la capacité

¹² Une représentation schématique de l'algorithme ayant servi pour la classification naturelle est fournie par Reinhart et Rogoff (2002)

réelle des taux de change sur les marchés parallèles ou doubles à pouvoir servir de baromètre pour la politique de change de facto.

II-2-4 La Classification de Bubula et Ötker-Robe (2002)

Les classifications des régimes de change basées sur les seules analyses statistiques des comportements des séries des taux de change et des réserves restent limitées pour plusieurs raisons. D'abord l'indisponibilité des données concernant ces deux variables pour un grand nombre de pays et les différences dans les fréquences des publications et d'actualisation représentent une réelle entrave à l'établissement d'une classification exhaustive couvrant tous ces pays. Plus important encore, ne compter que sur l'analyse statistique de ces variables pour classer les régimes de change peut dans plusieurs situations conduire à des résultats inadéquats. En effet, la stabilité du taux de change qui pourrait être attribuée à un régime de change fixe peut très bien être le résultat de bons fondamentaux, de politiques macroéconomiques prudentes ou encore de l'absence de chocs notables sur l'économie. Aussi, une variabilité excessive du taux de change peut très bien provenir d'une seule et unique forte dévaluation dans le cadre d'un régime de change fixe ou de dysfonctionnements fréquents dans le marché de change et être perçue comme étant liée au flottement de la monnaie. Compléter les analyses du comportement du taux de change par une analyse statistique des réserves n'a généralement pas un apport significatif et pose pratiquement les mêmes problèmes puisque les variations des réserves de change peuvent par exemple être liées à une stratégie particulière de gestion des réserves ou de la dette et pas nécessairement d'interventions régulières sur le marché de change pour stabiliser le taux de change. Aussi, les autorités monétaires peuvent très bien influencer le taux de change sans avoir recours à des interventions directes par l'achat ou la vente de monnaie sur le marché de change mais plutôt par des mesures indirectes telles que des contrôles administratifs, pratiques généralement répandues dans les pays où les marchés de change sont relativement peu développés.

En recourant à des analyses à partir de chaînes de Markov afin de tester l'hypothèse de disparition des régimes intermédiaires et d'identifier une tendance générale dans les transitions vers les régimes de change Bubula et Ötker-Robe (2002) ont pris en considération ces critiques et ont par conséquent complété les analyses des séries des taux de change et réserves par des données à caractère qualitatif pour générer leur propre classification de facto. L'approche retenue par les auteurs est quasi identique à celle entreprise par le FMI pour sa classification de facto. Ils ont ainsi procédé à des discussions bilatérales avec les représentants des pays membres et à des consultations régulières auprès d'économistes spécialisées (par pays) du FMI. Ces entretiens ont été complétés par d'autres sources informations incluant des rapports, des articles, des communications de presse ou des notes techniques. Les données utilisées par Bubula et Ötker-Robe (2002) couvrent tous les pays membres du FMI mais se limitent à une période relativement restreinte de onze années allant de Janvier 1990 à décembre 2001. Leurs analyses ont fait ressortir 13 catégories de régimes de change qui peuvent être regroupées en régimes de change fixes, intermédiaires et flexibles, tableau 1-6.

Tableau 1-6 : La Classification de Bubula et Ötker-Robe (2002)

| |
|--|
| <p>Régimes fixes</p> <p>1- Dollarisation 2- Union monétaire 3- Currency board</p> <p>Régimes intermédiaires</p> <p>5- Arrimage par rapport à une seule monnaie 6- Arrimage par rapport à un panier de devise 7- Bande (horizontale) de fluctuations 8- Changes glissants (prospectifs ou rétrospectifs) 9- Bandes glissantes (prospectives ou rétrospectives) 10- Flottement fortement dirigé</p> <p>III. Régimes flexibles</p> <p>11- Autre flottement dirigé 12- Flottement pur</p> |
|--|

Source : Bubula et Ötker-Robe (2002)

L'approche adoptée par Bubula et Ötker-Robe (2002) offre plusieurs avantages par rapport à celles qui se sont exclusivement basées sur des analyses

purement statistiques. Cependant son recours excessif à une information à caractère qualitatif rend sa validité largement tributaire de l'information récoltée ce qui pourrait introduire un élément d'incertitude puisque les autorités des pays consultées peuvent exprimer une réticence quant à la divulgation de certaines informations importantes. Cette classification reste aussi et à un certain degré subjective puisque l'interprétation de l'information recueillie dépend significativement des jugements des chercheurs.

III- Les déterminants du choix d'un régime de change

Les débats relatifs au choix du régime de change optimal ne datent pas d'aujourd'hui. En effet, la question sur les mérites des changes fixes par rapport aux changes flottants et leurs capacités à promouvoir et à intensifier le commerce entre pays ou à stabiliser l'économie a été présente bien avant l'effondrement du régime de Bretton Woods. Les dernières décennies ont cependant produit une vaste littérature sur les déterminants du choix du régime de change. Les premiers travaux sur les zones monétaires optimales qui ont vu le jour au début des années 60 (Mundel (1961), de McKinnon (1963), Kenen (1969)) ont alors mis en évidence l'importance de la prise en considération des spécificités et des caractéristiques structurelles dans un pays donné ainsi que le degré d'asymétrie des chocs entre partenaires commerciaux. Le modèle traditionnel de Mundell-Fleming a ensuite souligné la dichotomie entre chocs nominaux et réels comme principal déterminant du choix du régime de change. Encore plus récemment, plusieurs auteurs (Eichengreen (2001), Chang et Velasco (1999), Aghion et al (2003)) ont insisté sur les implications de l'intégration financière et de la hausse considérable dans les mouvements de capitaux et sur le fait qu'elles sont un élément clé dans la détermination du choix du régime de change pour des économies de plus en plus insérées dans l'environnement financier international. La théorie économique a enfin connu un renouveau suite aux travaux développés en économie ouverte par Barro et Gordon (1983), et inspirés des premières recherches de Kydland et Prescott

(1977) sur l'incohérence temporelle comme source d'inefficacité et comme principal déterminant du biais inflationniste, et a mis en exergue le rôle de la crédibilité dans la détermination du choix du régime de change. Vu de cet angle, l'ancrage nominal externe ou la fixité du taux de change est considérée comme un substitut à la crédibilité des autorités monétaires insuffisamment crédibles. Cette dernière approche présente donc le choix du régime de change comme un arbitrage entre une crédibilité garantie par la fixité du taux de change et une flexibilité garant d'un ajustement automatique face aux chocs.

III-1 Les zones monétaires optimales et la nature des chocs

La théorie des zones monétaires optimales, introduite par Mundell (1961) et développée ensuite par McKinnon (1963) et Kenen (1969) explicite les circonstances dans lesquels un groupe de pays à intérêt à former une union monétaire par l'adoption d'une monnaie unique. En prenant un tel engagement, tous les pays membres doivent donc renoncer à utiliser le taux de change comme instrument de politique économique. Cette théorie a donc cherché à identifier les mécanismes d'ajustements qui pourraient se substituer efficacement au processus d'ajustement que garantit la flexibilité du taux de change. Vu d'un autre angle, la théorie des zones monétaires optimales peut être perçue comme une approche qui essaye d'opposer les gains microéconomiques apportés par la fixité des taux de change (élimination des coûts des transactions, baisse de l'incertitude liée aux fluctuations des taux de change, amplification des effets externes positifs) et les coûts qui résultent de l'adhésion à l'union monétaire (abandon du taux de change en tant qu'instrument de stabilisation de la conjoncture et perte de l'autonomie monétaire),

III-1-1 Les critères des zones monétaires optimales

Dans son célèbre article publié en 1961 « Optimum Currency Areas », Robert Mundell (Lauréat du prix Nobel d'économie en 1999) présente le degré

de mobilité des facteurs de production comme principal déterminant d'une zone monétaire optimale. Selon Mundell (1961), la mobilité des facteurs de productions, et plus précisément du facteur travail, constitue un mécanisme naturel permettant un retour à l'équilibre initial suite à un choc perturbateur. Ainsi, si un choc asymétrique (interne ou externe) affecte deux économies liées par un processus d'intégration, et en l'absence du mécanisme correcteur qu'est le taux de change, l'ajustement ne s'effectuera qu'en présence d'une forte mobilité des capitaux et de la main d'œuvre et/ou une forte flexibilité des prix et des salaires. Dans le cas contraire, où la mobilité des facteurs est faible et la rigidité des salaires est faible les pays auront beaucoup plus de difficulté à faire face aux chocs macroéconomiques, la perte de l'instrument du taux de change par une constitution d'une zone monétaire sera alors fortement préjudiciable.

McKinnon (1963), a développé par la suite la deuxième contribution majeure des zones monétaires optimales en introduisant le critère de l'ouverture économique d'un pays ou, formulé autrement, le ratio des échangeables sur les non échangeables. Selon McKinnon, les coûts liés à l'abandon du taux de change comme instrument de politique économique diminuent en fonction du degré d'ouverture des économies et de l'importance de leurs échanges réciproques. L'auteur fait ainsi valoir qu'une économie ouverte à intérêt à participer à un régime de taux de changes fixes, afin d'éviter les fluctuations des prix relatifs entre biens échangeables et non échangeables, pour deux principales raisons. D'abord, les variations de change affectent fortement le rapport du prix des échangeables à celui des non échangeables. Ainsi, plus grand sera le degré d'ouverture de l'économie et plus grandes seront les répercussions des variations du taux de change sur les prix domestiques, la fixité du taux de change entre monnaies permet alors de réduire ou de faire disparaître ce qu'il appelle l'illusion monétaire. McKinnon souligne ensuite que la politique de change a tendance à perdre de son efficacité avec le degré d'ouverture de l'économie puisque les effets attendus d'une dévaluation (baisse

des importations, hausse des exportations) seront plus limités si l'économie est plus ouverte.

Par ailleurs, et dans sa réplique aux travaux initiaux de Mundell (1961) et de McKinnon (1963), Kenen (1969) a mis l'accent sur la spécialisation des économies, au sens de la diversification de la production et de la consommation, comme un autre critère déterminant de l'optimalité des zones monétaires. L'idée défendue par Kenen (1969) est que moins les économies sont spécialisées, c'est-à-dire plus leur production est diversifiée, et moins elles seront vulnérables aux chocs. Il ressort de l'analyse de Kenen (1969) que des pays aux productions diversifiées peuvent plus facilement adopter des changes fixes ou s'intégrer à une zone monétaire optimale. Inversement, les économies plus spécialisées auraient plus intérêt à laisser flotter leurs monnaies pour être capables de faire face à un choc à la demande par une stimulation des exportations au moyen d'un ajustement du taux de change. Ingram (1969) souligne, néanmoins, que la proposition de Kenen (1969) comme celles de Mundell (1961) et de McKinnon (1963), négligent une composante cruciale à savoir le rôle que joue la sphère financière dans la détermination du taux de change. L'auteur retient de ce fait le critère d'intégration financière comme un critère primordial des zones monétaires optimales. Son approche est basée sur l'idée que les capitaux ont tendance à se déplacer plus rapidement que la main d'œuvre et qu'ils peuvent ainsi la remplacer dans le rôle d'un mécanisme correcteur des déséquilibres de la balance des paiements. Lors d'une forte intégration financière, et même en l'absence de l'instrument du taux de change, des changements modestes des taux d'intérêt peuvent ainsi causer des mouvements de capitaux équilibrant. Une zone monétaire ne peut donc fonctionner, et à plus forte raison être optimale, sans une mobilité totale des capitaux et une libéralisation accrue des services financiers.

Au fil du temps, et à mesure des progrès réalisés par la théorie économique et avec la transformation de l'environnement économique et financier, la liste

des critères que doit remplir un ensemble de pays pour pouvoir éventuellement constituer une zone monétaire optimale, n'a cessé de s'élargir. Kindelberger (1986) a par exemple proposé récemment, le critère d'homogénéité des préférences et des objectifs comme un déterminant majeur de l'adhésion à une union monétaire. Il souligne que les pays de la zone monétaire doivent impérativement communiquer entre eux et adopter un consensus sur les objectifs de politique économique visés, par exemple par l'acceptation d'un même compromis entre inflation et chômage. En outre, et pour qu'elle soit optimale une union monétaire faisant face à de chocs asymétriques affectant la demande ou l'offre des biens d'un pays de l'union, doit voir se mettre en œuvre une procédure d'ajustements automatiques évitant ainsi des modifications dans les taux de change nominaux entre les pays adhérents. Les autres critères développés récemment incluent aussi bien des critères à caractère traditionnel tels que la similarité des taux d'inflation ou l'intégration fiscale que des critères fortement liés à la nature des chocs tels que le degré de variabilité du taux de change réel ou le degré d'asymétrie des chocs macroéconomiques¹³.

III-1-2 La nature des chocs

Outre la distinction entre chocs symétriques et asymétriques telle que spécifiée par la théorie traditionnelle des zones monétaires optimales, la nature des chocs subis par les économies est également primordiale pour la considération du régime de change. L'enseignement du modèle traditionnel de Mundell-Fleming est alors que, dans leur quête du régime de change optimal, les autorités monétaires doivent aussi distinguer entre les chocs nominaux et les chocs réels du fait des différentes implications qu'ils entraînent sur la situation de base de l'économie. Ainsi, lorsque les chocs susceptibles de toucher l'économie sont nominaux, il est admis qu'un régime de change fixe est

¹³ Ces derniers sont qualifiés par Mongelli (2002) de « métacritères » dans le sens où ils ne se préoccupent pas des facteurs économiques susceptibles de justifier la formation d'une zone monétaire par un groupe de pays

beaucoup plus adéquat puisqu'il permet un meilleur ajustement vers l'équilibre. On distingue dans ce cas les chocs monétaires qui sont généralement dus à une variation imprévue de la masse monétaire en circulation amenée le plus souvent par un changement dans les comportements des agents économiques quant à la détention de la monnaie nationale et les chocs liés à la dépense qui sont principalement dus à une variation dans l'absorption interne due à la modification de l'une de ces composantes : la consommation, l'investissement ou la dépense publique. A la suite d'un choc monétaire, par exemple, une hausse de la détention de la monnaie pousse à la hausse le taux d'intérêt qui à son tour décourage les investissements et réduit par la suite le produit national. L'amélioration du compte des opérations en capital du fait des entrées de capitaux et du compte courant du fait de la réduction de la dépense intérieure et de la demande des biens importés consolide la balance globale du pays et le taux de change tend à s'apprécier. L'intervention de la banque centrale afin d'éviter une telle appréciation par la vente de la monnaie nationale permet d'accroître la masse monétaire et de combler l'excédent de la demande et de faire baisser les taux d'intérêts à leur niveau initial.

A l'inverse lorsque les chocs frappant l'économie sont plutôt réels, il est admis qu'un taux de change flexible est plus justifié. On distingue dans ce cas les chocs liés aux termes des échanges qui sont principalement dus aux changements qui affectent le compte courant du pays qui sont à leur tour dus à une modification des importations ou des exportations et les chocs liés aux mouvements internationaux de capitaux dus aux changements non anticipés dans le compte des opérations financières comme les fuites ou les entrées massives de capitaux. A la suite d'un choc réel sur les termes des échanges, par exemple, une baisse dans la demande étrangère pour les biens exportables nationaux tend à dégrader le solde du compte courant et à détériorer la balance globale des paiements. Sous un régime de change fixe l'intervention de la banque centrale, par la vente de monnaie nationale, est indispensable pour défendre la parité du taux de change, elle permet toutefois, en même temps, de

contracter la masse monétaire en circulation et amplifie la baisse initiale de la demande de produits dans le pays. Avec un taux de change flottant, l'ajustement se fait de manière systématique. Avec un déficit courant la monnaie nationale tend à se déprécier et l'amélioration de la compétitivité prix accroît la demande des produits nationaux et contrecarre la tendance initiale. Le modèle traditionnel de Mundell-Fleming nous enseigne donc qu'il peut être rationnel de changer de régime de change si la nature des chocs se modifie. Il indique au même moment qu'au fur et à mesure que les chocs réels deviennent fréquents à cause de l'intensification des mouvements de capitaux et d'une intégration financière accrue des économies émergentes dans l'environnement international, on devrait assister à une tendance globale vers des arrangements plus flexibles.

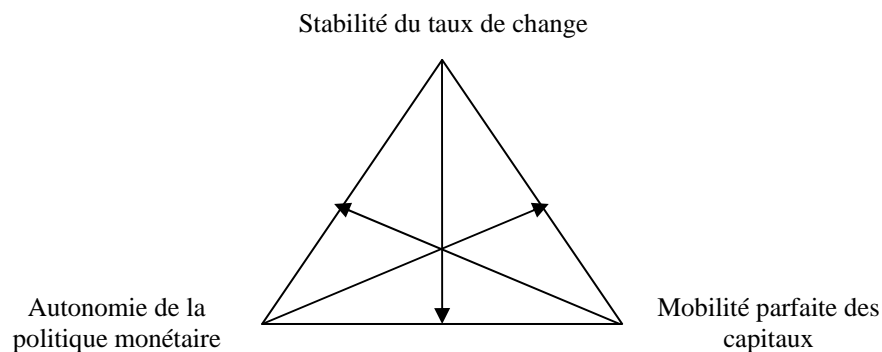
III-2 L'approche de l'intégration financière

Selon ce nouveau courant de littérature économique, le choix du régime de change est déterminé par le degré d'intégration économique et financière des pays. Cette approche trouve aussi bien ses sources dans la trinité impossible attribuée à Robert Mundell que dans les nouvelles thèses basées sur la peur du flottement. La première a été reprise par plusieurs économistes contemporains dans le contexte d'un système monétaire international, encore secoué par les crises financière récentes et en quête d'identité, pour aujourd'hui prendre la forme du bipolarisme. Autrement dit, face à une perte de notoriété et une insoutenabilité évidente des régimes intermédiaires, les économies émergentes n'auraient plus de choix que d'opter pour les solutions radicales de fixer indéfiniment le taux de change ou de le laisser flotter librement. La seconde approche est liée de très près aux causes de la peur du flottement et donc aux caractéristiques financières et structurelles dans les économies émergentes. Selon cette thèse les pays émergents ne choisissent pas leur régime de change mais il leur est imposé par certaines conditions bien spécifiques, ils sont de ce fait piégés entre les deux pôles de fixité rigide et de flottement pur.

III-2-1 La trinité impossible

Comment, dans une économie ouverte, arriver à une stabilité du taux de change ou des prix avec une mobilité des capitaux de plus en plus grande et une politique monétaire orientée ou axée sur des objectifs de stabilisation macroéconomiques internes sachant que les trois objectifs ne peuvent être réalisés simultanément. La trinité, exposée à l'origine par Mundell (1961) et connue aujourd'hui sous trinité économique ou impossible, est celle qui contraint les autorités monétaires d'un pays à choisir entre trois principes attractifs à la fois en tant qu'instruments et objectifs : fixer le taux de change pour les besoins de la stabilité relative des prix, bénéficier d'une libre mobilité des capitaux pour des besoins d'efficience et de flexibilité et jouir d'une autonomie dans la conduite de la politique monétaire pour des besoins de stabilisation macroéconomique Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2003), figure 1.1

Graphique 1.1 : Le triangle d'incompatibilité de Mundell



Certains auteurs soulignent, cependant, qu'en obligeant les autorités de politique économique à choisir entre une autonomie de la politique monétaire et une stabilité des changes, la trinité impossible pose un faux dilemme puisqu'il n'y aurait aucune raison pour que les économies émergentes permettent une libre mobilité du capital Rodrik (1998), Bhagwati (1998). Le fait que les revirements des flux de capitaux ont joué un rôle central dans le déclenchement

des crises récentes a conduit ces auteurs, ainsi que d'autres, à proposer l'alternative d'imposer des contrôles sur les capitaux, surtout lorsque le secteur financier est mal régulé ou supervisé, afin de réduire le risque de l'apparition de crises financières et à un moindre degré d'atténuer leurs virulences et leurs coûts exorbitants. Imposer des restrictions sur certaines catégories de capitaux, telles que les investissements en portefeuille et les formes de capital à fort caractère spéculatif, qualifiées de « monnaie chaude », peut, comme dans le cas du Chili, non seulement immuniser le pays des effets de contagions des crises financières mais aussi engendrer des effets de substitutions rallongeant la maturité des entrées de capitaux¹⁴.

L'hypothèse de la trinité impossible est aujourd'hui exprimée par la thèse de la disparition future des régimes du milieu, et donc par une dynamique vers les solutions en coin, à cause d'une globalisation accrue des marchés de capitaux. L'idée selon laquelle les régimes à mi-chemin entre l'arrimage ferme et le flottement pur sont intenables provient du fait qu'ils ont été un élément central dans toutes les crises majeures qui ont frappé les marchés émergents ces dernières années. Elle est donc plus basée sur les limites qu'a montré ce type de régimes, que sur les avantages potentiels que procurent les solutions en coin. Il n'est donc pas surprenant de voir un grand nombre responsables de la politique économique déconseiller les taux de change rattachés à d'autres monnaies mais ajustables dans les pays ouverts aux flux de capitaux.

Plusieurs justifications à l'hypothèse bipolaire ont été présentées mais comme on l'a souligné, ces dernières tiennent plus aux vulnérabilités des régimes intermédiaires qu'aux qualités et avantages des solutions en coins. Ces justifications incluent dès lors l'hypothèse que les régimes intermédiaires amplifient les phénomènes d'aléa moral et d'anti-sélection McKinnon et Pill

¹⁴ Pour plus de détails sur l'expérience du Chili avec son système de réserves non rémunérées voir Edwards (2001).

(1999). Ainsi, lorsqu'un gouvernement décide de cibler le taux de change, comme pour les économies asiatiques au cours de la période d'avant crise, les agents économiques, principalement les firmes et les banques, sous-estiment les risques d'un effondrement dans la valeur de la monnaie, considérant la politique de ciblage comme une garantie ou un filet de sécurité contre les risques de dévaluations. Ce phénomène d'aléa moral pousse la plupart des entités financières nationales à emprunter massivement en devise et à ne pas se couvrir contre ces risques de taux de change, avec des conséquences désastreuses non seulement pour les bilans des firmes et des banques et le système financier dans son ensemble mais aussi pour l'économie entière. Un autre argument jouant en faveur de la thèse de la disparition des régimes intermédiaires a aussi été montré par la récente expérience asiatique avec ce type de régime. Cet argument stipule que les économies qui avaient exclusivement basé leurs politiques économiques sur un ciblage du taux de change et qui ont par la suite connu de larges revirements des flux de capitaux, ont souvent été incapables de dévaluer à temps avec des pertes énormes de réserves de change. Cet état de fait peut être aussi perçu au regard des expériences du Mexique ou de la Corée qui ont aussi commis l'erreur de s'être inutilement acharnés à défendre la parité jusqu'à un épuisement complet des réserves de change. L'expérience montre aussi que l'abandon d'un régime de ciblage du taux de change n'est pas sans coûts politiques. Cet argument, souligne donc, que pour éviter ce type de difficultés, les autorités monétaires doivent adopter un engagement institutionnel ferme en faveur de la fixité du taux de change ou préparer au préalable une stratégie de sortie du régime en place. Frankel et al (2000) ont offert une autre raison possible en faveur de l'option de la fixité rigide : la vérifiabilité. Les cibles intermédiaires, telles que les taux de change, annoncées par les banques centrales permettent alors au public de vérifier plus facilement la compétence des autorités monétaires et la fiabilité du régime de change en comparant les cibles déclarées et les données observées. L'idée de base des auteurs est que les régimes les plus « simples » sont les plus facilement véritables. Ils utilisent dans leurs analyses des données statistiques pour le Chili afin de distinguer les

régimes intermédiaires (ancrages par rapport à un panier de devises avec marge de fluctuations prédéterminée) des régimes flottants. Ils montrent par la suite, par un recours à des simulations de Monté Carlo, que la quantité d'information nécessaire pour la vérifiabilité augmente avec la complexité du régime en place qui dépend de la largeur de la bande des fluctuations et du nombre de devises composant le panier. Même si l'étude de Frankel et al (2000) a permis de montrer que les régimes d'arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile (BBC), sont beaucoup moins vérifiables qu'il était perçu auparavant, elle n'est pas considérée comme un argument théorique fiable en faveur du bipolarisme. De fait, même si chacun des arguments présentés précédemment (asymétrie de l'information, dangers liés à des engagements en devises non couverts, difficultés et coûts politiques inhérents à l'abandon des régimes intermédiaires ou même la vérifiabilité) permet d'expliquer à un certain degré la thèse de la disparition des régimes du milieu, aucun d'entre eux n'offre une raison théorique suffisamment valable pour la valider définitivement.

Calvo (2000) a présenté l'une des rares justifications théoriques permettant de soutenir la thèse de l'éventuelle disparition des régimes intermédiaires. Il fait ainsi valoir, que dans un contexte de forte mobilité des capitaux et en présence de participants au marché mal informés, les économies émergentes sont plus sujettes à des phénomènes de paniques bancaires, de mimétisme et de contagion. Selon Calvo (2000), le remède idéal serait d'opter pour un régime de change qui permette d'introduire des niveaux élevés à la fois en termes de transparence que de crédibilité. Il ajoute que seuls deux types de régimes peuvent remplir ces conditions, à savoir les régimes de fixité rigide, la dollarisation¹⁵ en particulier, et un flottement (très) pur.

¹⁵ Le terme dollarisation ne désigne pas nécessairement le remplacement de la monnaie nationale par la dollar mais aussi la possibilité de recourir à une autre que celle ci

III-2-2 L'approche des vulnérabilités structurelles

Cette approche présente le choix du régime de change pour les économies émergentes comme fonction des caractéristiques des systèmes financiers et des effets de Pass-through pour ces pays. Elle est fortement inspirée des travaux mis au point dernièrement et qui visent à identifier les causes et l'ampleur de la peur du flottement dans les économies émergentes. La récente littérature sur la peur du flottement tend ainsi à souligner l'importance de facteurs tels que le péché originel, le currency mismatch et les effets potentiels des dépréciations des taux de change sur la charge de la dette ou l'effet de Pass-through dans la détermination du degré d'interventionnisme des autorités monétaires sur le marché de change.

III-2-2-1 Le péché originel

Le péché originel¹⁶ est aujourd'hui considéré comme un des principaux facteurs déterminants du choix du régime de change pour les économies émergentes puisqu'il en est une spécificité incontestable. Ce terme introduit à l'origine par Eichengreen et Hausmann (1999a) désigne l'incapacité pour un pays en général et pour les économies émergentes en particulier à emprunter à l'extérieur dans leurs propres monnaies. Cet état de fait, les conduit à accumuler des dettes en devise avec d'importantes conséquences sur la stabilité financière et les politiques macroéconomiques. Selon une récente étude de Hausmann, Panizza et Stein (2000), la peur du flottement dans les économies émergentes est dans une grande part amenée par une concentration des risques et une forte dépendance par rapport aux flux de financements externes qui les expose aux risques de crises de confiance. Plus récemment, Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) ont utilisé des données pour la période 1993-1998 concernant les valeurs mobilières et les créances bancaires pour développer trois mesures du

¹⁶ Original Sin selon la terminologie anglo-saxonne

péché originel afin d'explorer le rapport entre d'une part la politique monétaire et le taux de change et d'une autre la flexibilité du taux de change et le péché originel. Les auteurs ont recours à trois mesures différentes de la flexibilité du taux de change. La première est une variable discrète (*LYS*) issue de la classification de Levy-Yeyati et Sturzenegger (1999) qui prend la valeur 1 pour un régime de change flottant, 2 pour un régime intermédiaire et 3 pour un régime de change fixe. La deuxième mesure (*HPS*) de la flexibilité du taux de change est donnée par le rapport entre les réserves monétaires internationales et l'agrégat monétaire M2 selon Hausmann, Panizza et Stein (2000). Enfin et dans le sillage de Bayoumi et Eichengreen (1998), les auteurs examinent le recours effectif des pays à leurs réserves pour intervenir sur les marchés des changes en comparant la volatilité des réserves et celle des taux de change (mesure notée *BE*). Ils prévoient une corrélation positive entre les variables et le péché originel dans les deux premiers cas et négative dans le dernier.

Tableau 1-7 : Péché originel et flexibilité du taux de change

| | LYS | HPS | BE |
|--------------------------------|-------|--------|--------|
| Péché Originel | 1.503 | 0.248 | -0.801 |
| Niveau du développement | 0.302 | -0.053 | 0.026 |
| Degré d'ouverture | 0.198 | -0.014 | 1.017 |
| Montant de la dette extérieure | 0.290 | -0.036 | -0.570 |

Source : Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003)

Le tableau 1.7 donne les résultats de la régression de l'indicateur du péché originel sur les trois mesures de la flexibilité du taux de change après avoir neutraliser les effets possibles du niveau du développement, du degré d'ouverture et du montant de la dette extérieure¹⁷. Les estimations montrent que le péché originel est positivement (négativement) corrélé avec la flexibilité du taux de change dans les deux premiers cas (dernier cas). Non seulement les

¹⁷ Les coefficients de LYS sont obtenus avec la méthode Tobit pondérée, alors que ceux de HSP et de BE le sont avec les moindres carrés généralisés

coefficients montrent les signes attendus et sont statistiquement significatifs mais ils sont aussi économiquement importants. Les auteurs ont ainsi fourni une explication plausible au phénomène de la peur du flottement, ils soulignent, cependant, la possibilité d'une éventuelle causalité inverse. Comme le montrent Burnside, Eichenbaum et Rebelo (2001) une faible instabilité des taux de change peut provoquer une aggravation du péché originel ce qui porte à se préoccuper sur le sens de la causalité.

III-2-2-2 Le Currency Mismatch

Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) définissent le « currency mismatch » comme le différentiel de valeur entre actifs et passifs en devises, détenues par une économie, et évoluant selon le taux de change. Dans l'ensemble quand un pays dévalue, l'endettement de ses agents en devise, compté en monnaie nationale s'accroît. Ce concept est fortement lié au phénomène de péché originel déjà exposé et est aujourd'hui considéré comme l'un des principaux déterminants du choix du régime de change pour les économies émergentes. Selon Calvo et Reinhart (2000), une des principales explications du syndrome de la peur du flottement est l'appréhension des effets néfastes des fluctuations du taux de change sur les bilans des banques et des entreprises endettées en devises. De larges fluctuations du taux de change peuvent dans ce cas être désastreuses non seulement pour ces agents, mais aussi pour le système financier dans son ensemble, vu que les dépréciations peuvent générer une situation d'insolvabilité généralisée comme l'a montré la crise asiatique Radelet et Sachs (1998).

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer le fait que les économies émergentes ont un recours excessif à l'endettement en devise. A côté de l'explication du péché originel, il importe de souligner que la faible flexibilité du taux de change, et donc la peur du flottement, se nourrit d'elle même renforçant ainsi le problème du Currency mismatch. Selon Velasco (2000) et

Mussa et al (2000) l'obstination des autorités monétaires à lisser les fluctuations du taux de change à l'intérieur de fourchettes relativement étroites décourage les opérations de couverture. Krugman (1999) souligne que ce cercle vicieux pourrait être brisé si les autorités tolèrent de plus larges variations du taux de change. Ainsi, si les agents économiques perçoivent un risque de dévaluation, ils n'hésiteraient, selon l'auteur, plus à se couvrir contre un tel risque.

Une littérature abondante s'est récemment développée pour essayer d'expliquer la prise de risque par des agents non couverts. La plupart de ces études évoquent les problèmes d'aléa moral (garantie implicites) et le manque d'assurances suffisantes Mishkin (1996), Krugman (1999), Bachetta (2000), Burnside et al (2000). Ces problèmes inciteraient les institutions financières dans les économies émergentes à offrir des crédits en dollar à des entreprises dont les revenus sont en monnaie nationale. Ces institutions financières ne veulent (Burnside et al (2000)) ou ne peuvent (Eichengreen et Hausmann (1999a)) aussi pas couvrir leurs risques de change. Indépendamment des raisons qui poussent les agents économiques à ne pas se couvrir, la seule existence de dettes contractées en devises réduit significativement l'efficacité de la politique monétaire même dans le contexte de taux de change flottants. Krugman (1999) et Bachetta (2000) ont ainsi souligné le rôle de la dette contractée en devise (les effets de bilan) comme une entrave réelle au fonctionnement de la politique monétaire. Leurs études montrent qu'une économie avec une large part de la dette contractée en devise a plus de probabilité de subir une crise auto-réalisatrice et qu'indépendamment du régime de change en place, dans une telle économie, la politique monétaire peut être inefficace. En outre, si l'investissement dans le pays dépend amplement de la situation financière des entreprises et qu'une large proportion des emprunts est libellée en devises, une perte de confiance des investisseurs étrangers pourra se justifier d'elle-même par un phénomène de pur mimétisme. Les réponses de politique économiques par un assouplissement des conditions monétaires seront non seulement inefficaces mais pourraient renforcer les dépréciations de la monnaie et amplifier les effets

adverses sur les bilans des entreprises. L'obstination des autorités monétaires à garder le taux de change dans une marge de fluctuations étroite pose aussi d'autres problèmes sérieux avec des conséquences beaucoup plus sévères. L'expérience montre que, dans un contexte de forte mobilité du capital, les pays émergents sont touchés par des phénomènes de retournements des flux de capitaux « sudden stop » entraînant des discontinuités dans l'accès aux marchés. De fait, la crise mexicaine, qui s'était traduite par des sorties de capitaux représentant environ 6% du PIB, avait été précédée par des afflux de capitaux représentant 27.1% du PIB entre 1989 et 1994. Ces derniers auraient été, et dans une grande part, attirés par les garanties implicites liées au « mirage des taux de change fixes », qui ont conduit à une sous-estimation des risques et une couverture insuffisante des positions en devise Calvo (1998).

Tableau 1.8 : La probabilité de rétrogradation dans les notations de crédits à la suite d'une crise

| Groupe de pays | Rétrogradation 6 mois après la crise | Rétrogradation 6 mois après la crise | Plus d'une Rétrogradation 12 mois après la crise |
|---------------------------|--|--|--|
| Economies émergentes | 20.0 | 26.7 | 6.7 |
| Economies industrialisées | 10.0 | 10.0 | 0.0 |
| Ecart | 10.0 | 16.7 | 6.7 |

Source : Calvo et Reinhart (2001)

Calvo et Reinhart (2001) ont montré que les économies émergentes souffrent de plus fortes restrictions dans leurs accès aux marchés internationaux de capitaux et que, face à des chocs adverses extérieurs ou intérieurs (une crise bancaire ou de change par exemple), les comptes courants dans ces pays nécessitent de plus larges ajustements. Comme le montre le tableau 1.8 les rétrogradations dans les notations durant les périodes de crises sont beaucoup plus fréquentes dans les économies émergentes que dans les pays industrialisés. De même le tableau 1.9 montre les différences énormes entre les ajustements dans les comptes courants des économies émergentes et des pays développés.

Tableau 1-9 : Ajustements dans les comptes courants avant, pendant et après une crise de change

| Groupe de pays | 1 an avant la crise | Pendant la crise | 1 an après la crise |
|---------------------------|---------------------|------------------|---------------------|
| Economies émergentes | -4.46 | -3.97 | -1.39 |
| Economies industrialisées | -2.84 | -3.06 | -2.10 |
| Ecart | -1.62 | -0.91 | 0.71 |

Source: Calvo et Reinhart (2001)

III-2-2-3 L'effet de Pass-through

L'effet de Pass-through et les conséquences qu'il peut amener en termes de déstabilisation de l'économie par l'irruption d'une forte inflation, représentent un élément important dans le choix du régime de change pour les économies émergentes comme pour les économies les plus avancées. Ce dernier est défini comme le degré par lequel les fluctuations dans les taux de change sont transmises au niveau général des prix dans le pays. De fait, si les économies émergentes montrent un effet de Pass-through plus élevé que celui des pays industrialisés, les préférences des autorités monétaires, pour un régime de change où les fluctuations du taux de change sont limitées, seraient alors d'autant plus justifiées puisqu'il permet de minimiser la volatilité de l'inflation .

Un grand nombre de recherches s'est employé à mesurer l'importance de l'effet de Pass-through à la fois dans les économies émergentes que les pays avancés. Sur un plan empirique, McCarty (1999) a tenté d'analyser l'impact de variations du taux de change et des prix à l'importation sur les indices des prix à la consommation et à la production dans un modèle VAR récursif. En utilisant des données pour six pays industrialisés membres de l'OCDE, il montre que les effets des fluctuations du taux de change sur l'indice des prix à la consommation sont modérés et que l'effet de Pass-through tend à être corrélé au degré d'ouverture de l'économie. Burnside, Eichenbaum et Rebelo (2001) se sont intéressés à la dynamique de l'inflation dans neuf pays émergents et

industrialisés¹⁸ suite à de fortes dévaluations et trouvent un faible effet de Pass-Through du taux de change vers l'indice des prix à la consommation. Goldfajn et Werlang (2000) se sont aussi employés à mesurer et à comparer l'ampleur des effets de Pass-through dans les économies émergentes et industrialisés. Les auteurs ont utilisé des données de panel, pour 71 pays pour la période 1980-1998, pour montrer que les principaux déterminants de l'ampleur de l'effet de Pass-through sont liés aux composants cycliques du produit, au degré de surévaluation initiale du taux de change réel, au taux d'inflation initial et au degré d'ouverture de l'économie. Ils trouvent néanmoins que l'effet de Pass-through est beaucoup plus élevé dans les économies émergentes que dans les pays industrialisés tableau 1.10.

Tableau 1-10 : Effet de diffusion par groupe de pays, 1980-1998

| Mois | Pays industrialisés | Pays émergents | Autres pays émergents | Pays de l'OCDE | Pays non OCDE |
|------|---------------------|----------------|-----------------------|----------------|---------------|
| 6 | 0.245 | 0.394 | 0.340 | 0.113 | 0.471 |
| 12 | 0.605 | 0.912 | 0.506 | 0.188 | 0.754 |

Source : Goldfajn et Werlang (2000)

Tableau 1-11 : Effet de Pass-Through par régions, 1980-1998

| Mois | total | Europe | Afrique | Amérique | Océanie | Asie |
|------|-------|--------|---------|----------|---------|-------|
| 1 | 0.012 | 0.018 | 0.018 | 0.013 | 0.002 | 0.093 |
| 3 | 0.169 | 0.016 | 0.159 | 0.199 | 0.051 | 0.166 |
| 6 | 0.426 | 0.211 | 0.343 | 0.539 | 0.092 | 0.367 |
| 12 | 0.732 | 0.360 | 0.643 | 0.692 | 0.158 | 0.712 |
| 18 | 0.701 | 0.460 | 0.520 | 1.240 | 0.193 | 0.841 |

Source : Goldfajn et Werlang (2000)

Goldfajn et Werlang (2000) montrent aussi que la transmission des effets du taux de change vers les prix en Amérique Latine est la plus élevée quant elle

¹⁸ Finlande, Suède, Mexique, Corée, Thaïlande Malaisie, Philippines, Indonésie et Brésil

est comparée aux autres régions du monde, que cet effet de Pass-through est beaucoup plus faible en Europe, Afrique et Océanie qu'en Asie ou en Amérique et qu'il est, enfin très faible dans les pays de l'OCDE par rapport aux économies émergentes tableau 1.11.

Le fait que les prix sont beaucoup plus sensibles aux fluctuations des taux de change dans les économies émergentes que dans les économies avancées pose d'importantes implications pour la prise de décision puisque les récentes crises dans ces pays ont montré qu'elles sont systématiquement suivies par de fortes dévaluations. Les autorités monétaires peuvent, dans une telle situation, réagir soit par une hausse des taux d'intérêt et donc par un resserrement des conditions monétaires qui fera que le taux de change nominal s'apprécie, soit par une forte inflation. Goldfajn et Gupta (1999), montrent que la meilleure réponse de politique économique en présence d'un effet de Pass-through élevé serait une hausse des taux d'intérêt puisqu'elle augmente la probabilité d'un renversement de la dépréciation initiale par une appréciation nominale plutôt que par l'apparition d'une forte inflation. Les expériences récentes de pays émergents tels que le Brésil, le Mexique ou le Chili permettent d'expliquer les implications d'un effet de Pass-through élevé pour le choix du régime de change. Ces pays ont récemment adopté des stratégies de ciblage d'inflation pour remplacer le taux de change dans le rôle d'ancre nominale¹⁹. La présence d'un effet de Pass-through élevé dans un modèle de ciblage d'inflation est fortement problématique puisqu'elle peut nuire à la crédibilité des autorités monétaire lorsque les cibles annoncées pour l'inflation sont fréquemment ratées. Cet état de fait, oblige alors la banque centrale à réduire systématiquement les fluctuations du taux de change afin de prévenir les risques de ratages multiples et d'irruption d'une forte inflation.

¹⁹ Pour plus de détails sur les expériences de ces pays avec le ciblage d'inflation voir Mishkin et Savastano (2000)

III-3 L'approche de l'économie politique

Si les propriétés stabilisatrices des régimes de change sont généralement mises en avant par les économistes, une autre catégorie de considérations pèse en fait bien d'avantage dans les décisions des gouvernements : l'apport du régime de change à la crédibilité de la politique économique. Selon le nouveau courant de l'économie politique des réformes, les facteurs politiques tels que la stabilité politique ou la tentation du gouvernement à l'inflation constituent des critères importants du choix du régime de change. Ce courant, à l'origine initialisé par les travaux de Kydland et Prescott (1979) et repris récemment par Barro et Gordon (1983) dans le cadre d'une économie ouverte, oppose la politique économique discrétionnaire à celle régie par des règles. Selon ces auteurs, les incitations pour les décideurs de la politique économique à poursuivre des objectifs à court terme (croissance, emploi), même en connaissance des conséquences graves en termes d'inflation qui ne se manifesteront qu'après un certain temps, crée un problème d'incohérence temporelle²⁰. Pour remédier à cette incohérence temporelle, Kydland et Prescott (1979) ont proposé de bannir les politiques discrétionnaires, définies comme résultant d'une optimisation à chaque instant. Pour les auteurs, la politique économique doit plutôt s'attacher à suivre des règles fixes et l'évaluation des politiques alternatives doit porter sur la comparaison entre différentes règles, non entre différentes décisions. Le renouveau de ces travaux a fait aujourd'hui que le choix du régime soit présenté comme un dilemme entre le principal avantage que procure la flexibilité du taux de change, à savoir l'autonomie dans la conduite de la politique monétaire et donc la poursuite de stabilité des prix comme principal objectif, et la crédibilité et la discipline supposées garanties par un régime de change fixe puisqu'il constitue une règle mécaniste dans la conduite de la politique économique et joue le rôle d'une ancre nominale pour les anticipations inflationnistes.

²⁰ Pour une revue exhaustive de la littérature voir Drazen (2000)

III-3-1 La fixité comme ancre nominale

Si les régimes de change à ancrage souple ou rigide permettent en général d'encourager le commerce et l'investissement entre pays en réduisant les coûts des transactions et les risques provenant de la volatilité du taux de change, les économistes tendent à mettre en exergue leurs capacités à améliorer la crédibilité des autorités monétaires et à introduire une certaine discipline dans la conduite de la politique économique en jouant le rôle d'ancre nominale. En effet, en l'absence de mesures concrètes telles qu'une indépendance accrue de la banque centrale, de centre banquiers conservateurs ayant une réputation anti-inflationniste confirmée²¹ ou de marchés financiers et monétaires suffisamment développés, les autorités monétaires des économies émergentes optent en général pour un régime de change fixe en tant qu'ancre nominale externe et donc en tant que substitut à ces mesures. Le rattachement du taux de change à la monnaie d'un pays à faible inflation permet en principe de faire converger le taux d'inflation vers celui du pays d'ancrage et ainsi d'importer la crédibilité de sa politique monétaire.

Comme l'ont montré Frankel et al (2000) le degré de crédibilité ou de discipline amené par un régime de change tend à s'accroître à mesure que l'ont se déplace vers le pôle de la fixité. Aussi, et à côté de l'argument de la vérifiabilité avancé par les auteurs, en faveur de la fixité rigide, il est admis que les systèmes de change fixe et ajustable sont toujours confrontés aux problèmes des attaques spéculatives auto-réalisatrices. Si les investisseurs pensent que la banque centrale dévaluera sa monnaie ou s'ils veulent seulement tester l'engagement des autorités monétaires concernant le change, ils vont échanger les actifs libellés en monnaie nationale contre des actifs libellés en devise ce qui réduit les réserves de la banque centrale et la menace à terme de dévaluer. Les

²¹ La proposition de l'économiste Kenneth Rogoff en faveur de la nomination de centre banquiers conservateurs représente selon lui une garantie contre la laxisme budgétaire. Une autre alternative est celle des contrats à la Walsh qui se base sur une logique de séparation entre gouvernement et banque centrale.

régimes de fixité rigide tels que les currency boards tendent de ce fait à avoir un effet plus crédibilisant que les régimes de change intermédiaires (ancrage par rapport à une ou plusieurs monnaies). Ces régimes sont attrayants par leur simplicité grâce à une règle monétaire fixée au préalable mais aussi par leur rigueur puisqu'ils impliquent un engagement solennel inscrit dans le cadre d'une loi, parfois institutionnelle²², de la part de la banque centrale à maintenir le taux de change fixe entre la monnaie nationale et une autre devise étrangère et à assurer une convertibilité systémique, inconditionnelle et intemporelle de la monnaie nationale. Cet engagement formel rend de ce fait, les éventuelles dévaluations brusques, les réajustements dans les parités ou encore l'abandon total du régime de change très peu probables. Les autorités monétaires ne peuvent par exemple dévaluer la monnaie ou procéder à un réajustement de la parité que dans le cas où cette mesure est approuvée par une majorité parlementaire, mesure qui prend souvent la forme d'un amendement de la constitution. Cet engagement explicite se trouve aussi concrétisé par les restrictions sur l'autorité émettrice puisque la masse monétaire fiduciaire en circulation doit être couverte entièrement ou en grande partie par les réserves de change.

La crédibilité amenée par les currency board est non seulement obtenue grâce à la simplicité administrative et opérationnelle de ce type de régime mais aussi parce que le financement monétaire du déficit budgétaire est prohibé. En ôtant aux autorités monétaires toute possibilité de seigneurage, les régimes de currency board permettent, comme le préconisent leurs fervents défenseurs, d'instaurer une discipline budgétaire qui renforce la confiance du public. Cette rigueur fiscale est aussi un préalable à l'établissement du currency board, faute de quoi il devient insoutenable et les autorités monétaires seront dans ce cas obligées de dévaluer voir de changer de régime monétaire. Cela peut être perçu

²² Telle que la loi n°23.929 sur la convertibilité du Peso qui fut adoptée par le congrès de l'Argentine le 1er avril 1991.

au regard du régime monétaire mis en place en Argentine en Avril 1991, qui présentait les principaux traits caractéristiques des currency board (ancrage ferme par rapport au Dollar, adossement de toute émission monétaire sur des actifs libellés en Dollars et interdiction pour la banque centrale de financer le déficit budgétaire et les agents domestiques) et qui a permis de contracter de le déficit budgétaire argentin de 7 points de PIB environ en l'espace de seulement deux ans Edwards (2002).

Les régimes de currency board permettent aussi d'améliorer la crédibilité des autorités monétaires en contraignant la politique monétaire nationale en faisant réduire l'inflation à des niveaux acceptables. Comme le montre l'expérience argentine, un régime à caisse d'émission peut être mis en œuvre en tant que plan de sauvetage pour des économies confrontées à des problèmes endémiques de forte inflation. En effet, ce pays faisait partie, à la fin des années quatre-vingt des pays émergents qui connaissaient une instabilité monétaire et financière majeure, avec une inflation galopante de 2314% en 1990. L'instauration du Currency board, qui avait pour principaux objectifs de stabiliser l'économie, de rétablir un meilleur accès du pays au financement extérieur et surtout de briser la spirale inflationniste a alors permis de ramener l'inflation à 24%, un an seulement après sa mise en place et de la maintenir à un niveau inférieur à 1% à partir de 1994.

Les autres formes d'ancrage rigide telles que la dollarisation intégrale et quasi-irréversible, permettent aussi en principe de renforcer la crédibilité des autorités monétaires²³. Les différences entre les régimes de dollarisation et de caisse d'émission sont en fait peu nombreuses puisque les dispositifs des deux régimes doivent être étayés par des fondements juridiques et institutionnels formalisés indiquant un engagement fort à l'égard du régime de change. La

²³ Parmi les économies émergentes ayant officiellement adopté un régime de dollarisation on trouve le Panama, El Salvador ou encore l'Equateur.

dollarisation se distingue cependant, par son caractère irréversible quasi définitif, qui représente le principal gage de sa crédibilité, et qui repose sur trois faits. D'abord et dans un contexte de dollarisation officielle, les pratiques sont telles que le gouvernement peut difficilement empêcher les agents de se défaire du dollar, à moins de mettre en place une réglementation draconienne. La dollarisation officielle représente ensuite un régime monétaire difficile à renverser et ce principalement à cause des difficultés et autres complications logistiques et opérationnelles entraînées par l'introduction d'une nouvelle monnaie. Les coûts de sortie de la dollarisation sont de ce fait très élevés de sorte que cette sortie reste improbable. Enfin un traité international avec les Etats-Unis peut interdire explicitement la réintroduction d'une autre monnaie. La crédibilité des régimes de dollarisation officielle repose donc, et contrairement aux régimes de caisse d'émission, sur des contrats qui ne relèvent pas des décisions du gouvernement mais de plusieurs agents économiques²⁴.

III-3-2 Crédibilité versus flexibilité: la viabilité des régimes intermédiaires?

Le débat sur le choix du régime de change optimal a toujours été présenté comme un arbitrage entre crédibilité et flexibilité. La plupart des économies qui avaient basé leurs politiques économiques sur des stratégies de ciblage du taux de change avaient alors la conviction que les régimes intermédiaires permettaient de combiner le meilleur des deux pôles de la fixité rigide et de la flexibilité pure. Les régimes à mi chemin autorisaient alors les autorités monétaires dans ces pays à contrecarrer les fluctuations nocives du taux de change susceptibles d'entamer la compétitivité des entreprises exportatrices ou d'augmenter la charge de la dette contractée en devise, d'où l'arbitrage subtil entre ces deux objectifs. La relative flexibilité de ces régimes et l'absence d'un

²⁴ Une discussion exhaustive des avantages et inconvénients des régimes de currency board et de dollarisation est celle de Goldstein (2002)

engagement explicite en faveur de la fixité permettait au même moment aux autorités de politique économique de jouir d'un certain degré d'indépendance dans la conduite de la politique monétaire pour s'accommoder face aux chocs. Le réel enjeu était alors pour ces économies de déterminer le degré optimal de flexibilité du taux de change qui permettrait une certaine autonomie de la politique monétaire et qui confère au taux de change le rôle d'une ancre nominale²⁵.

Au-delà de la simple dichotomie faite généralement entre régimes de change fixes et régimes flexibles, existe donc un continuum de régimes intermédiaires qui vont du simple rattachement à une monnaie ou à un panier de monnaie et où le taux de change fluctue dans une marge plus ou moins étroite à des régimes intermédiaires plus compliqués tels que les bandes de fluctuations ou les bandes glissantes. Cependant et compte tenu de l'intégration financière croissante des pays et l'échec des systèmes intermédiaires en Russie, en Asie de l'Est, au Brésil et au Mexique, ces systèmes sont de plus en plus impopulaires. De nombreux économistes, qualifiés par Williamson (2000) de « nouvelle orthodoxie » insistent désormais pour dire qu'il n'y a d'autres choix que le régime de taux de change fixe rigide ou le régime de taux de change flottant pure²⁶. Selon Yeager (1998) le flottement impur d'une monnaie (avec des interventions uniquement pour aplanir des fluctuations aléatoires et les décalages à court terme entre l'offre et la demande) constitue « une juxtaposition traditionnelle de beaux mots plutôt que l'association de politiques et d'institutions cohérentes »²⁷. Pour d'autres économistes, la non viabilité des solutions intermédiaires provient de leur défaut de crédibilité qui est due à deux principaux facteurs. D'abord, un taux de change fixe mais ajustable pose problème, puisque lorsque les autorités conviennent d'une marge de manœuvre pour des ajustements du taux de change, les agents économiques s'attendent

²⁵ Voir Bénassy-Quéré et Coeuré (2002).

²⁶ Obstfeld et Rogoff (1995), Mussa et al (2000), Fisher (2001) parmi d'autres.

²⁷ Yeager (1998) (traduction)

généralement à ce qu'elles procèdent à ces ajustements à un moment donné. Il semblerait, ensuite que certains types de parités ajustables manquent de clarté et sont, par conséquent, moins bien comprises par les agents économiques ce qui les amène à interpréter les engagements envers des objectifs mobiles ou larges (parités glissantes ou marge de fluctuation) comme étant plus faibles que les engagements envers une monnaie unique sans ajustements.

Cependant, ce n'est pas parce que les systèmes intermédiaires soulèvent de sérieuses préoccupations que personne n'envisage leur faisabilité pour les économies émergentes dans un contexte de globalisation financière croissante. Pour Bergsten (1999), les taux de change fixe à moins qu'ils n'aboutissent à une union monétaire, ce qui est très improbable pour des économies émergentes, politiquement et surtout économiquement peu influentes, ou à la création d'une caisse d'émission, donnent trop souvent lieu à des surévaluations ou à des sous-évaluations coûteuses. Aussi, les taux de change flottant ont tendance à surréagir de manière excessive et à créer des décalages perturbateurs. L'auteur, partisan d'un flottement contrôlé, propose alors comme solution de rechange, un régime fort similaire à celui des parités à crémaillère, où le cours de la monnaie doit fluctuer avec une marge très étroite (15%) de part et d'autre d'un point médian préétabli et où il sera possible d'éviter les déséquilibres à long terme en modifiant sensiblement les limites de la fourchette.

Le régime de change proposé par Bergsten (1999) est en fait fortement inspiré des travaux de l'économiste John Williamson. Ce dernier, est aujourd'hui parmi les rares fervents défenseurs des solutions intermédiaires. L'auteur condamne donc fortement la thèse du « hollowing out » des régimes à mi chemin en faveur des solutions en coin. Pour Williamson (1998), les régimes de flottement pur sont inenvisageables, ils ne représentent de ce fait qu'une alternative de dernier recours. Il se base sur les travaux de Krugman (1991) sur les zones cibles et de Svensson (1992) pour dire que les taux de change dans un régime flottant ont une dynamique aléatoire complètement déconnectée des

fondamentaux économiques du pays. Aussi, les fluctuations dans les taux de change spot sont fortement corrélées à celles dans les taux à terme ce qui implique la non convergence à long terme vers ce qu'on peut aujourd'hui qualifier de taux de change d'équilibre²⁸. Pour Williamson (2000), un pays doit impérativement remplir les conditions strictes des zones monétaires optimales pour pouvoir adhérer à un régime de fixité rigide ce qui est institutionnellement peu faisable pour les économies émergentes. Il présente de ce fait l'option de l'arrimage à un panier de devise avec marges de fluctuations et parité glissante (Band, Basket, Crawl) comme la solution la plus adéquate dans le sens où elle permettrait d'atténuer les effets des fluctuations dans les différents taux de change sur les échanges commerciaux, de garder le taux de change à l'intérieur d'une marge de fluctuations relativement large pour garantir à la banque centrale un degré d'autonomie dans la conduite de sa politique monétaire mais aussi de tenir compte des incertitudes dans les mesures du taux de change d'équilibre et enfin d'ajuster le taux de change en fonction des fondamentaux et principalement en fonction du différentiel d'inflation par rapport à l'étranger afin d'assurer une certaine compétitivité à l'économie²⁹. Williamson (2000) admet que son BBC peut offrir une faible crédibilité, il va même jusqu'à supposer que cette crédibilité soit nulle, c'est pourquoi il insiste sur la nécessité d'accommoder la politique de change par de mesures supplémentaires et compatibles telles les interventions de la banque centrales sur le marché de change (qu'elles soient stérilisées ou non) et d'un policy-mix (coordination entre réponses de politique monétaire et fiscale). Il préconise même l'instauration de contrôles sur les entrées de capitaux du type de ceux mis en place par le Chili en réponse à la crise asiatique.

²⁸ L'auteur a introduit la notion de taux de change d'équilibre fondamental (FEER), défini comme le taux de change réel assurant à moyen terme la réalisation simultanée de l'équilibre interne qui équivaut au niveau maximal d'activité compatible avec la maîtrise de l'inflation, il est atteint lorsque l'économie est jugée se trouvant sur son sentier de croissance potentielle ou soutenable, et de l'équilibre externe qui équivaut à un compte courant soutenable.

²⁹ Plusieurs pays, tels que le Chili ou la Colombie, avaient opté pour des BBC comme étape transitoire vers un régime avec une flexibilité accrue.

En fait, l'intérêt des recherches de Williamson ne réside pas vraiment dans le régime de BBC proposé lui-même mais plutôt dans la redistribution ou la réorganisation des déterminants du choix du régime de change qu'offre l'auteur. A coté des critères traditionnels des zones monétaires optimales, du rôle d'ancre nominale du taux de change ou du degré d'indépendance de la politique monétaire offert par le régime de change, Williamson (1999) présente le critère du mésalignement comme premier déterminant du choix du régime de change. Contrairement à la volatilité du taux de change, qui est un phénomène de court terme et qui ne représente apparemment pas une réelle problématique puisque ses effets sur le commerce extérieur ne sont pas établis ou du moins sont négligeables, le mésalignement par rapport au taux de change d'équilibre constitue une réelle source de préoccupation du fait des conséquences néfastes qu'il est susceptible d'amener pour l'économie. Comme l'a démontré l'expérience asiatique, de larges sous-évaluations du taux de change peuvent avoir de sérieux effets en termes de solvabilité des systèmes financiers ou de pressions inflationnistes liées à l'augmentation des prix à l'importation alors que des surévaluations majeures et persistantes encouragent généralement l'endettement extérieur, réduisent les incitations à l'investissement dans l'industrie des biens échangeables d'où un ajustement beaucoup plus difficile et plus coûteux de la balance des paiements et un probable ralentissement de la croissance économique dans le pays. Dans son analyse comparative entre les performances des régimes de change fixes rigides, le BBC, le flottement dirigé et le flottement pur en termes de réduction du mésalignement du taux de change, Williamson (1999) met en avant les mérites du régime de BBC comme un arrangement qui permet de réduire ou d'éliminer efficacement le mésalignement du taux de change en gelant les anticipations des agents économiques autour de la parité centrale de la bande estimée par le taux de change réel d'équilibre. Il présente de l'autre coté les régimes de change flottants comme un système où l'anticipation par le marché d'un retour du taux de change à un niveau d'équilibre est quasi-inexistante. Le laisser faire des autorités monétaires sur le marché de change est donc fortement condamnable

dans le sens où c'est le flottement de la monnaie qui est la source première du mésalignement du taux de change. Williamson (1999), met aussi en évidence l'importance de la prise en considération du critère de vulnérabilité du régime face aux attaques spéculatives et aux éventuelles crises de change dans le choix du régime. L'auteur admet dans ce cas que le BBC est le régime le plus susceptible de succomber à une crise de change et que le flottement pur représente une réelle immunisation de l'économie contre leurs apparitions. Par conséquent, le réel arbitrage qui devrait s'établir dans le choix du régime de change est une confrontation entre vulnérabilité du régime de change aux attaques spéculatives et mésalignement du taux de change.

A l'instar des recherches de Williamson (1999, 2000), Willett (2002) et Goldstein (2002) défendent avec acharnement la viabilité des solutions intermédiaires. Pour ces auteurs, les tragiques expériences récentes des économies émergentes avec ce type de régime ne sont pas une conséquence directe de l'arrimage souple des taux de change mais elles sont la manifestation d'une incompatibilité évidente entre gestion des politiques macroéconomiques et politique du taux de change. Contrairement à Williamson (1999), qui attribue un rôle de premier plan au régime de change, ces auteurs mettent en avant l'importance d'une vision globale de l'économie et la nécessité d'accommoder le régime de change par les politiques macroéconomiques et les réponses de politique économique adéquates. En outre les autorités monétaires doivent avoir la capacité de distinguer entre déséquilibres transitoires et permanents de la balance des paiements, bénéficier d'une indépendance importante, par une isolation des pressions politiques, dans la gestion de la politique économique et mettre en place un modèle institutionnel suffisamment robuste pour assurer cette indépendance. Goldstein (2002) propose un régime de change appelé «Managed Floating Plus»³⁰ qui est comme son nom l'indique un régime de change beaucoup plus proche du pôle de la flexibilité que de la fixité rigide.

³⁰ « Flottement dirigé bonifié » selon la terminologie française.

Pour Goldstein (2002), ce régime est supérieur à tous les autres arrangements incluant les régimes d'ancrage traditionnels, le BBC de John Williamson, les Currency Boards, le flottement pur³¹ et la dollarisation. En effet selon l'auteur un régime de change fixe traditionnel où la monnaie d'un pays est ancrée par rapport à celle du plus important partenaire commercial et où les autorités monétaires ciblent un niveau particulier du taux de change, généralement une estimation d'un taux de change d'équilibre, n'a pour effets que d'encourager l'endettement non couvert, la prise de risque excessive de la part des entités financières nationales et l'apparition des « Currency mismatch ». C'est aussi un régime largement dépendant des mouvements des capitaux, très vulnérable aux attaques spéculatives et où les possibilités d'abandon se font généralement dans un contexte économique très critique (monnaie sous pression, épuisement des réserves de change, croissance du produit et des exportations relativement lentes) avec des coûts inestimables Eichengreen et al (1999b). D'autre part, un régime de BBC n'est pas assez flexible pour tenir compte des changements dans les préférences des marchés et de la mobilité croissante des flux de capitaux, ne peut servir d'ancre nominale pour les anticipations des agents économiques et n'a de ce fait aucun effet crédibilisant et n'offre enfin aucune immunisation contre l'apparition d'attaques spéculatives à l'approche des limites de la bande de fluctuations. En s'inspirant largement de l'expérience argentine avec son régime à Caisse d'émission, Goldstein (2002) souligne aussi que l'abandon du taux de change nominal en tant qu'instrument de correction du mésalignement du taux de change réel est fortement préjudiciable dans ce type de régime, que la perte de la politique monétaire comme un mécanisme accommodant face à des chocs asymétriques représente une réelle source de préoccupation et enfin que l'incapacité des autorités monétaires à agir en tant que prêteur en dernier ressort (PDR) pour des institutions financièrement vulnérables peut précipiter l'irruption de crises jumelles.

³¹ Le flottement pur est qualifié par Goldstein (2002) de « flottement plain vanilla »

Contrairement à un régime de change flexible, le « Managed Floating Plus » proposé est un régime où les autorités monétaires ont la possibilité d'intervenir sur le marché de change afin de lisser la volatilité excessive de court terme du taux de change mais où elles ne peuvent procéder à de larges fréquentes opérations de stérilisations pour influencer la tendance générale du taux de change réel qui sera de ce fait déterminé par les seules forces du marché. Selon Goldstein (2002) le « Plus » dans son « Managed Floating » réside dans deux principales propositions où la première est relative à l'adoption de mesures draconiennes visant à réduire le « Currency Mismatch » qui représente selon lui le vrai talon d'Achille pour les systèmes financiers des économies émergentes. Ces mesures incluraient un intérêt particulier de la part du FMI avec des publications et des analyses de données sur le « Currency Mismatch » pour les économies dans leurs ensembles mais aussi pour des secteurs ciblés, le secteur bancaire en particulier. Les économies émergentes devraient ensuite promouvoir et renforcer les cadres de réglementations et les mesures prudentielles ayant pour objectifs de réduire le « Currency Mismatch », adopter des politiques d'endettement plus responsables et plus sélectives et introduire la tradition de la gestion des risques de change et de crédit, pratiques presque inexistantes, en améliorant les techniques et les instruments de couverture et en développant les marchés des titres.

Le deuxième « Plus » de Goldstein (2002) consiste à accommoder le régime de « Managed Floating » par une ancre nominale interne, le ciblage d'inflation. Pour l'auteur, cette stratégie de politique monétaire, récemment introduite sur la scène internationale, et qui ne cesse de faire ses preuves aussi bien dans les économies industrialisées que dans les pays en développement, est supérieure aux autres stratégies d'ancrage nominales puisque contrairement au ciblage du taux de change, elle autorise une réelle autonomie dans la conduite de la politique monétaire, que par rapport au ciblage monétaire, elle n'exige pas une stabilité de la relation entre monnaie et inflation et enfin qu'à l'opposé d'une stratégie économique basée sur un « Policy mix », elle offre un degré de

transparence important qui peut se traduire par une meilleure responsabilisation des autorités monétaires Mishkin (2000). Pour Goldstein (2002), les trois composantes du « Managed Floating Plus » vont naturellement interagir et se renforcer mutuellement pour introduire un « cercle vertueux » dans l'économie, puisque la diminution du « Currency Mismatch » fera réduire la « peur du flottement » des autorités monétaires et que les bonnes performances inflationnistes générées par la mise en œuvre du ciblage d'inflation amélioreront l'efficacité de la politique monétaire et le contexte économique dans son ensemble ce qui peut se traduire par une plus grande confiance de la part des prêteurs étrangers qui seront de ce fait beaucoup moins réticents à libeller les contrats en monnaie locale et à de plus longues maturités.

Le régime proposé par Goldstein (2002) représente une vraie opportunité pour les économies émergentes dans le sens où il combine à la fois la flexibilité du taux de change nécessaire pour face aux chocs réels sur les termes des échanges, sachant qu'ils sont beaucoup plus fréquents dans ces pays Reinhart (2000) et que leurs implications sont plus graves pour ces économies, et la crédibilité des régimes à ancrage rigide avec la mise en œuvre du ciblage d'inflation en tant qu'ancre nominale interne. Selon l'auteur le raisonnement en termes d'un arbitrage entre flexibilité et crédibilité n'a plus de raison d'être dans le cadre d'un « Managed Floating Plus » puisque les autorités monétaires peuvent bénéficier simultanément de ces deux composantes. L'intérêt majeur porté par Goldstein (2002) au « Currency Mismatch » représente en fait le principal avantage de ce régime puisque ce dernier représente l'une des principales causes de la « peur du flottement » et qu'il est une réelle entrave au bon fonctionnement du système financier, à l'efficacité de la politique monétaire et au développement de l'économie, Goldstein (2002) conclut par écrire « *If not managed floating plus, tell me what will work better* »³². On peut cependant, nous demander sur le réel apport de Goldstein (2002) par rapport à

³² Goldstein (2002), P 68

celui du FMI qui avait au début adopté la thèse du « hollowing out » et avait donc validé les idées de la « nouvelle orthodoxie » en faveur du bipolarisme pour ensuite réviser sa doctrine, après l'effondrement du Currency Board argentin, et préconiser la mise en flottement des monnaies avec l'adoption de cibles d'inflation. Par ailleurs, si Goldstein (2002) semble s'attaquer en profondeur aux sources du « Currency Mismatch », son analyse semble très optimiste par rapport à la thèse de Eichengreen et Hausmann (1999a) et de Hausmann, Panizza et Stein (2000) selon laquelle le vrai problème n'est pas le « Currency Mismatch », en tant que tel, mais plutôt le « péché originel » ou l'incapacité des économies émergentes à emprunter en leurs propres monnaies.

IV- Evolution des régimes de change : un « *hollowing out* » ?

Suite à l'effondrement du système du taux de change fixes de Bretton Woods au début des années 1970, qui n'a pas pu supporter l'extension extraordinaire du commerce international et qui de ce fait réclamait de plus en plus de liquidité, la plupart des économies avaient privilégié la mise en flottement de leurs monnaies afin de mettre fin aux mésalignements de grande ampleur et aux ajustements brusques et trop souvent coûteux qui s'en suivaient. Au début des années 1980, un revirement des opinions a fait que la plupart des économies aussi bien industrialisées qu'en développement ont commencé à arrimer leurs monnaies les une aux autres et ont donc fait de la défense de la parité de leurs monnaies l'élément central de leur politique économique. Cet état de fait, peut s'expliquer par les larges fluctuations dans les taux de change des principales devises suite à l'abandon du système de Bretton Woods, par une accélération sans précédent dans l'inflation attribuée aux deux chocs pétroliers des années 1970 et 1980, par la crise de la dette et enfin par la hausse considérable dans les mouvements de capitaux et un afflux majeur de ces flux financiers des pays industrialisés vers les économies émergentes lié à un ralentissement de la croissance économique dans les premiers et à une épargne importante dans les seconds. L'éclatement des crises de change, au beau milieu

des années 1990, et leur propagation rapide entre les pays a par la suite nécessité une remise en question et une réforme imminente du système monétaire international dans son ensemble avec une attention particulière attribuée au choix et à la gestion des taux de change dans les économies émergentes.

Ce bref aperçu de l'histoire récente du système monétaire international démontre que l'évolution et les transitions dans les régimes de change sont un fait indéniable, cela ne peut donc que confirmer les dires de Frankel (1999) « qu'aucun régime de change n'est universel ou éternel ». Cette citation de l'auteur, aussi simple et évidente soit elle, semble donc la meilleure réponse à la question du choix du régime de change pour toutes les économies et non pour les seules économies émergentes. Cependant, si on ne peut contester l'existence de ce fait stylisé, on ne peut qu'émettre certaines réserves à l'encontre de thèses, telles que celle du bipolarisme émise récemment par la « nouvelle orthodoxie » qui prévoit une complète disparition des régimes intermédiaires, et qui identifient sur la base de simples constatations empiriques des tendances supposées claires et mécaniques dans la dynamique de transitions des régimes de change. En effet, la plupart des travaux empiriques qui ont été récemment mis au point ont mis en évidence les larges disparités et divergences dans les résultats générés. Soulignons d'entrée de jeu que ces recherches ont pour principal outil de base les données sur les classifications des régimes de change et que ces dernières sont confrontées au problème récurrent et omniprésent des différences importantes entre les déclarations officielles des autorités monétaires des pays membre au FMI et leurs pratiques réelles en matière de gestion du taux de change Calvo et Reinhart (2000, 2001), Hausmann et al (2000). Rappelons aussi que ces classifications peuvent être regroupées en trois rubriques où la première inclut les classifications de jure basées sur les seules déclarations des pays, la seconde comprend les classifications de facto qui ne sont basées que sur les analyses statistiques de séries temporelles relatives à des variables macroéconomiques et financières effectuées par le chercheur et qui ignorent de ce fait les déclarations des autorités monétaires et enfin celle où les

classifications combinent les deux méthodologies par souci d'une meilleure appréhension des réelles pratiques dans la gestion des taux de change par les autorités monétaires. Pour résumer les principales conclusions des ces recherches, nous disons que la plupart des travaux qui ont recours aux classifications officielles du FMI ont tendance à confirmer la thèse du « hollowing out » alors que les travaux qui se basent sur les autres classifications de facto, établies par des chercheurs confirmés, et mentionnées précédemment, penchent pour désavouer la thèse de l'éventuelle disparition future des régimes à mi chemin.

Dans une analyse de l'évolution des régimes de change dans sa revue annuelle « World Economic Outlook » le FMI (1997) souligne que le système monétaire international a connu des changements considérables depuis l'effondrement du système de Bretton Woods. Cette étude se base principalement sur la classification officielle de jure du FMI pour montrer que les arrangements à arrimage souples sont en train de disparaître puisque leur nombre est passé de 86 à 45 au cours de la période 1976-96 et que la tendance est clairement vers la flexibilité des régimes sachant que les régimes flexibles sont passés de 11 à 52 au cours de la même période. Caramazza et Aziz (1998) confirment cette dynamique vers la flexibilité et soulignent que la proportion des régimes intermédiaires aurait baissé de 80% à 20% au cours de la période 1975-96. Selon les auteurs la prévalence des régimes de flottement dirigé et de flottement pur dans les régions d'Afrique, d'Asie, de l'hémisphère nord, d'Europe et du Moyen Orient est incontestable. Ces études soulignent néanmoins la possibilité de la présence de régimes de change déguisés dans la classification de jure pouvant fausser leurs principales conclusions. Plus récemment, Hakura (2004) ont constaté, en recourant à la classification de facto du FMI, que la tendance parmi les économies émergentes est aussi vers la flexibilité. Ils montrent, en particulier, que la proportion de pays ayant des régimes flottants a augmenté de 0% au début des années 1990 à presque 35% au cours des dernières années, qu'il y aurait eu 28 transitions de régimes au cours

de la dernière décennie parmi les quelles 20 se seraient faites vers des régimes flexibles et que ces résultats restent robustes si l'on se réfère à la classification de facto de Rogoff et Reinhart (2002). Selon ces études, le « hollowing out » des régimes intermédiaires est bien en train de s'effectuer en faveur de régimes plus flexibles.

L'analyse effectuée par Masson (2000) s'est aussi employée à tester empiriquement si la thèse du « hollowing out » en faveur de la bipolarisation était vérifiée. L'approche adoptée par l'auteur est assez judicieuse et innovante puisqu'elle se base sur des estimations de matrices de transitions en prenant comme hypothèse primordiale que le processus de transition d'un régime vers un autre est modélisé par des chaînes de Markov qui supposent qu'un régime de change en une période donnée n'est fonction que du régime de change au cours de la période précédente. Masson (2000) a adopté une typologie des régimes de change en trois volets; fixes rigides, intermédiaires et flottement pur, déduite à partir de deux classifications différentes, celles de Ghosh et al (1997) et d'LYS (1999). Le recours par Masson (2000) à deux classifications différentes, l'une mixte l'autre est de facto, a été fait afin de tester la robustesse des résultats.

La thèse du « hollowing out » implique qu'à long terme la probabilité pour un pays de se retrouver dans un régime intermédiaire soit nulle, alors que celles de se retrouver dans les régimes polaires soient supérieures à zéro. L'approche de Masson (2000) permet au même moment de tester la possibilité que tous les pays se retrouvent à long terme, dans un seul pôle de l'éventail, soit la fixité rigide soit le flottement pur. La matrice de transition est d'abord estimée pour toute la période post-Bretton Woods, c'est-à-dire en utilisant des données qui s'étalent sur 1974-1997. Cette matrice est construite sur la base de 3453 observations (24 années et 167 pays) et tient compte de la transformation de la classification de Ghosh et al (1997) qui a généré un nombre de 754 régimes fixes, 418 flottants et 2281 intermédiaires. L'estimation de la matrice de transition pour toute la période et pour deux sous périodes (1980-97 et 1990-97)

montre que les régimes de change intermédiaires ont été les plus persistants avec une probabilité de persistance de 96% suivis par les régimes fixes (94%) et enfin les régimes de flottement pur (90%). La dynamique de long terme dans le choix des régimes de change obtenue par simulation des résultats a permis non seulement de confirmer ces résultats mais aussi de montrer que les transitions futures se feront plutôt vers les régimes de change intermédiaires au dépend des solutions en coin. La même procédure appliquée à un échantillon restreint de 27 économies émergentes et au cours des années 1990, donne des résultats complètement différents puisque les chaînes de Markov suggèrent qu'à très long terme tous ces pays opteront pour des régimes de fixité rigide et qu'il y aura donc disparition des régimes intermédiaires et des régimes de flottement pur, c'est donc une autre forme de « hollowing out » qui est appelée à se produire.³³

Afin de tester la robustesse de ses résultats, Masson (2000) a appliqué la même procédure à partir de données issues de la classification LYS (1999). La transformation de cette dernière a permis de générer 590 observations réparties en 208 régimes fixes, 227 flexibles et 155 intermédiaires³⁴. Les résultats sont très différents de ceux présentés précédemment et obtenus à partir de la classification de Ghosh et al (1997). En effet, les régimes intermédiaires sont beaucoup moins persistants (52%) que les régimes fixes (84%) ou flexibles (76%). Les simulations de long terme montrent néanmoins que les probabilités de transitions vers les régimes intermédiaires sont positives (10% à partir d'un régime fixe et 20% à partir d'un régime flexible). Les résultats pour les économies émergentes suggèrent une dynamique claire vers les régimes intermédiaires et non vers les régimes polaires ce qui permet de désavouer la thèse du « hollowing out ».

³³ Il importe cependant de souligner que Masson (2000) trouve que les régimes intermédiaires seront plus persistants que les régimes de flottement pur puisque les résultats suggèrent que la proportion de ces régimes passera de 62% à 25% en l'espace de 83 années et à 10% après 166 années.

³⁴ Les estimations de la matrice de transition ne sont, cependant effectuées que pour la seule période 1991-98.

Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) ont aussi exploré la dimension de la nouvelle architecture financière internationale à la lumière des débats sur les solutions en coin en comparant les résultats dérivés à partir de leur propre classification à ceux de la classification officielle du FMI. Ils ont analysé l'évolution du Système monétaire international à la suite des crises de change et suivi les régimes de change par recours à une application économétrique de tests de Student et par la méthode des moments généralisés. Leur classification de facto est générée à partir de l'analyse des ancrages implicites de 111 monnaies, pour les deux périodes avant et après la crise asiatique, sur la base de données hebdomadaires du taux de change entre Avril 1995-Juin 1997 (avant la crise) et Octobre 1998- Décembre 1999 (post-crise). Leurs résultats montrent que la proportion des monnaies ancrées de facto au dollar (50%) est beaucoup plus élevée que ne laisse entendre la classification officielle du FMI (30%). Ils constatent que ce phénomène reste aussi prévalent au cours de la période post-crise avec une proportion de régimes à ancrage souple de plus de 70%, ce qui porte à croire que les régimes intermédiaires supportent beaucoup mieux les chocs que ce que prônent la « nouvelle orthodoxie ». Par ailleurs, Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) ont constaté que les régimes de change flottants sont beaucoup moins fréquents (4%) que ce qui est affiché officiellement (30%) et donc que le système monétaire international est loin de la situation de la bipolarisation. Plus récemment Bénassy-Quéré et Coeuré (2002), ont proposé un modèle théorique simple de choix du régime de change qui repose sur l'arbitrage entre flexibilité (stabilisation de l'activité) et crédibilité (stabilisation de l'inflation) tout en mettant l'accent sur la possibilité de chocs d'origine financière et sur l'importance de l'ajustement du taux de change réel. Ce régime dépend des caractéristiques de chaque économie et des préférences des autorités monétaires dans chaque pays. Les auteurs montrent alors que ce régime est nécessairement un régime intermédiaire³⁵. Par ailleurs, Bénassy-Quéré et

³⁵ Sous réserve que les chocs commerciaux et financiers ne soient pas trop importants et que le canal du taux d'intérêt ne soit pas trop puissant.

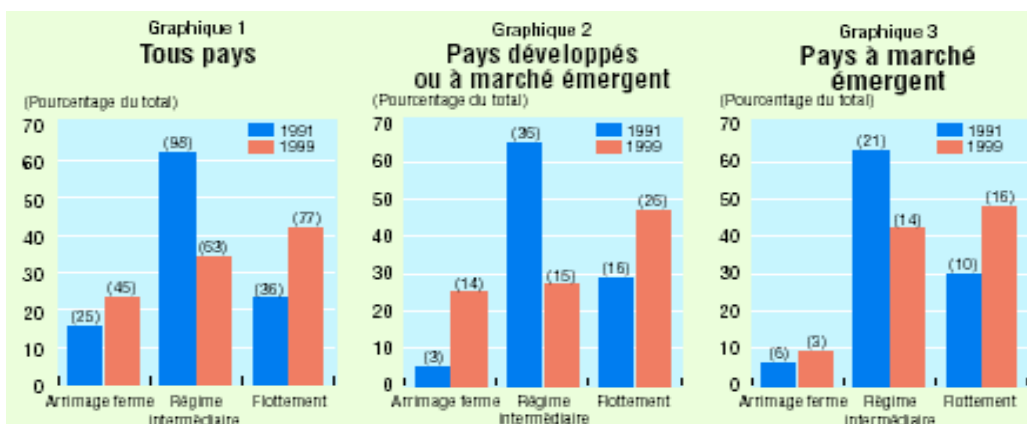
Coeuré (2002) ont évalué la pertinence de ce modèle théorique par des estimations en coupe transversale sur un échantillon de 126 pays émergents et développés et en utilisant un modèle Logit multinomial qui permet de prendre en compte les régimes intermédiaires. Ils montrent que la probabilité d'un flottement libre est plus faible dans une économie plus ouverte alors que la probabilité d'un régime de fixité rigide est d'autant plus faible que le pays est industrialisé. Le modèle permet aussi de calculer la probabilité de chaque régime pour chaque pays de l'échantillon à partir des deux classifications officielle du FMI et de facto et suggère la disparition des régimes intermédiaires puisque leur nombre diminue considérablement et passe de 51 régimes en 1996 à 29 en 1999 lorsqu'on se réfère à la classification de Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) et de 40 à 30 si on adopte celle du FMI.

L'étude de Fisher (2001), alors premier directeur adjoint du FMI, a aussi essayé d'établir la validité de l'hypothèse bipolaire en se basant sur la typologie officielle des régimes de change établie par le FMI. Contrairement à l'approche de Masson (2000) ou de Bénassy-Quéré et Coeuré (2000), celle de Fisher (2001) semble très rudimentaire puisqu'elle ne constitue qu'une simple analyse descriptive de l'évolution des régimes de change dans les économies émergentes et industrialisées sur la base de la classification de facto du FMI. Fisher (2001) s'est donc employé à examiner l'évolution des régimes de change dans un grand nombre d'économies développées ou à marché émergent classés par les institutions spécialisées J.P Morgan et Morgan Stanley Capital International, durant les années 90. L'auteur confirme la tendance générale à délaisser les régimes intermédiaires au profit des changes flottants sans pour autant conclure à une disparition des régimes du milieu.

Le graphique 1.2 montre que sur la totalité l'échantillon de 185 pays considérés, 98 (62%) pays, c'est-à-dire les deux tiers avaient des régimes intermédiaires en 1991 et que cette proportion a considérablement baissé en 1999 pour ne représenter que le tiers (34%) de la totalité des régimes. Le graphique 1-2 reflète

dès lors une nette tendance vers un bipolarisme, à la fois pour les pays développés et à marché émergent. En outre, les régimes à parité fixe rigide ont gagné en popularité au cours des années 90 et suite à la création de l'union européenne. Il faut cependant souligner que l'augmentation de ce type de régime est restée modérée puisque leur proportion n'est passée que de 16% à 24% entre 1991 et 1999. La proportion des régimes flottants, quant à elle, a connu une nette amélioration de 23% (36 pays) à 42% (77 pays). Au regard de l'évolution des régimes de change dans les économies émergentes, l'hypothèse du « hollowing out » semble aussi validée. Sur les 33 pays classés comme des économies à marché émergent, la proportion de ceux qui avaient des régimes intermédiaires est tombée de 64% à 42%. A la fin de 1999, le nombre de régimes flottants dans les économies émergentes est passé à 16 pays (48%) et celui des régimes à arrimage très ferme à 3 pays (9%).

Graphique 1-2 : Evolution des régimes de change (1991-99)



Source : Fisher (2001)

Williamson (2000) a critiqué l'analyse de Fisher (2001) sur deux principaux points. D'abord, l'auteur souligne que même si les régimes de change intermédiaires ont nettement baissé rien ne porte à croire que ce type de régime est appelé à disparaître. L'auteur fait ainsi valoir que le recours aux contrôles des flux de capitaux comme dans le cas de la Chine, la Malaisie ou encore le Chili peut être utile pour mener une politique monétaire indépendante quand

l'arrimage de la monnaie est souple. L'efficacité des restrictions que ce soit sur les entrées ou sorties de capitaux reste cependant controversée Edwards (2001) Mussa et al (2000) et les contrôles des flux de capitaux du type de ceux imposés par le Chili n'ont été supportés par le FMI, qu'afin d'atténuer les éventuels effets de contagion des crises successives. Williamson (2000) souligne aussi que les processus de transitions vers les deux pôles seraient en train de se faire sous les pressions exercées par le FMI. En fait, la véritable faiblesse de l'étude de Fisher (2001), mis à part les limites des données utilisées, réside dans le fait que son analyse ne tient pas compte de l'augmentation du nombre de pays membres du FMI. Ainsi, et au cours des deux dernières décennies, lorsque 12 pays avaient délibérément choisi de délaissier leur indépendance monétaire en adoptant des currency board, une dollarisation ou en intégrant une union monétaire, un même nombre de pays à été créé suite à l'éclatement du bloc soviétique.

Hernandez et Montiel (2001) se sont récemment intéressés à la conduite des politiques de change dans les économies asiatiques. Les auteurs se sont, plus précisément, attachés à voir si la thèse de la disparition des régimes à mi chemin est validée dans le cas de cinq pays asiatiques³⁶ à la suite de la crise de 1997-98. Alors que la classification officielle du FMI suggère que seuls les philippines ont gardé le même régime d'avant crise (un régime de flottement dirigé) pendant que la Malaisie a opté pour un régime de fixité rigide et que les trois autres pays ont adopté des régimes de flottement pur, Hernandez et Montiel (2001) montrent par une analyse des séries des taux de change, des réserves officielles et des taux d'intérêt dans ces pays, qu'à l'exception de la Malaisie qui est passée à un régime de fixité rigide et imposé des contrôles sur les flux de capitaux, les autres pays ont des régimes de change plus flexibles que ceux prévalents avant l'éclatement de la crise mais que ces régimes sont loin de pouvoir être qualifiés de flottement libre. L'analyse mise au point récemment par Cavoli et Rajan (2005) est quasi identique à celle de Hernandez et Montiel

³⁶ Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

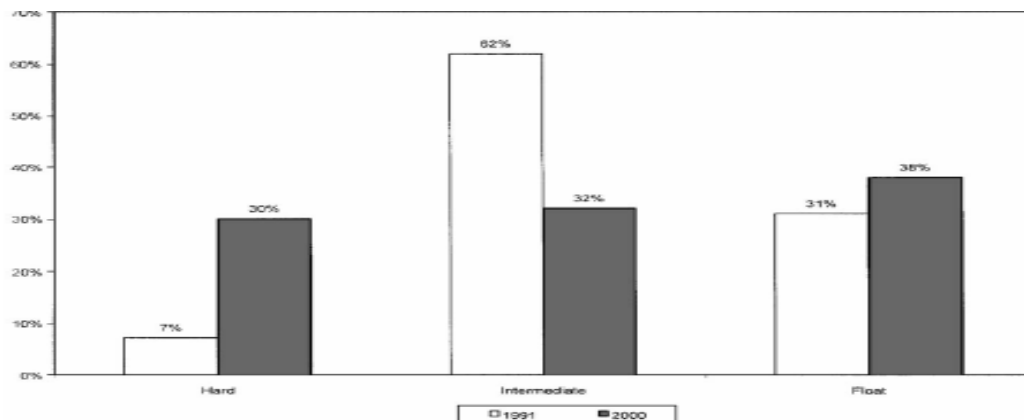
(2001) dans le sens où elle s'intéresse à voir si les régimes de change dans les cinq pays asiatiques susmentionnées sont devenus plus flexibles. Ces auteurs ont analysé des données mensuelles des taux de change, des réserves et des taux d'intérêt pour la période 1990-2004 afin de détecter les politiques de change de facto pré et post-crise. Comme Hernandez et Montiel (2001), Cavoli et Rajan (2005) montrent que la Malaisie a bien adopté un régime de change institutionnellement fixe suite à l'éclatement de la crise asiatique, que les philippines ont gardé le même régime d'avant crise et enfin que le degré de flexibilité du régime de change a considérablement augmenté dans les trois autres pays sans pour autant atteindre celui des « floteurs par excellence »³⁷.

LYS (2002) ont aussi essayé de caractériser l'évolution récente dans le choix des régimes de change à partir de leur propre classification. Les auteurs ont comparé leur classification de facto à celle de jure du FMI pour montrer que 67% des observations de leur échantillon ont été classées de manière identique. Cependant et en procédant à une analyse plus profonde des dynamiques des régimes de change sur la base des deux classifications, les auteurs ont identifié certaines différences notables. En effet, LYS (2002) se sont employés à tester l'hypothèse de la prépondérance des régimes flexibles et de la préférence de plus en plus présente des autorités monétaires pour ce type de régime, supposées dues à la hausse considérable dans les mouvements de capitaux suite à l'effondrement du système de Bretton Woods. Ils montrent que, même si la tendance générale de long terme, relative à la baisse des régimes de change fixe, est quasi identique à celle révélée par la classification du FMI, il existe une certaine persistance des autres régimes. Un fait remarquable, est cependant relatif à la régularité et la persistance importante des régimes de change fixes au cours des années 1990, ce qui permet de rejeter la supposée « vogue » des régimes flexibles et de réaffirmer l'hypothèse de la « peur du flottement ». Un

³⁷ Les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne.

autre aspect révélé par la comparaison entre la classification de jure du FMI et celle de facto de LYS (1999) est qu'un nombre considérable de pays qui ont en réalité opté pour des régimes de change fixes traditionnels s'abstiennent de le déclarer et annoncent à la place un régime intermédiaire ou flexible. LYS (2002) montrent que la proportion de ces régimes «d'ancrage déguisé» a augmenté de 15% au début des années 1980 à 40% au cours des années 1990, ils identifient là un phénomène qu'ils qualifient de « peur de la fixité » qu'ils attribuent à la vulnérabilité inéluctable et croissante des régimes de change fixes aux attaques spéculatives en présence d'une forte mobilité des flux de capitaux.

Graphique 1.3 : Régimes de change entre 1991-2000



Source : Levy-Yeyati et Sturzenegger (2002)

Afin de tester l'hypothèse du « hollowing out », LYS (2002) ont transformé leur classification de facto pour générer les trois types de régimes ; fixes, intermédiaires et flexibles, désormais habituels. Soulignons, cependant, que contrairement aux autres classifications, les auteurs intègrent les régimes de flexibilité dirigée avec les régimes de change intermédiaires. Le bipolarisme, selon LYS (2002), impliquerait donc un choix entre des arrangements fixes rigides et le régime de flottement pur. Le Graphique 1-3 comparable à celui de Fisher (2001) donne l'évolution d'ensemble des régimes de change dans les économies émergentes et industrialisées entre 1991 et 2000 sur la base de la

classification LYS (2002). Les résultats de LYS (2002) montrent que les régimes fixes et les régimes flexibles ont connu la même tendance que celle reflétée par la classification officielle du FMI, avec une hausse du pourcentage des régimes fixes de 7% à 30% et des régimes flexibles de 31% à 38%. Les auteurs montrent aussi que le phénomène du bipolarisme est confirmé avec un net recul, et donc une tendance à la disparition des régimes intermédiaires, qui sont passés de 62 % de la totalité des régimes en 1999 à 32% en 2000. LYS (2002) soulignent néanmoins que même si la thèse du « hollowing out » semble confirmée pour les économies émergentes et industrialisées, elle ne l'est pas dans le cas des pays non industrialisés et non émergents et que les régimes de change flexibles sont beaucoup moins populaires dans ce type de pays. Cela confirmerait le fait que l'accès limité de ces pays aux marchés de capitaux, leur a permis d'éviter de recourir à des régimes de fixité rigide ou de flottement pur pour prévenir les attaques spéculatives.

Au terme d'une analyse de tous les pays membres du FMI, couvrant la période 1991-2001, établie à partir d'une comparaison entre leur classification de facto et celle de jure du FMI, Bubula et Ötker-Robe (2002) montrent que la tendance générale dans le choix du régime de change est clairement vers la bipolarisation. Ils soulignent néanmoins que malgré la diminution notable dans les différentes formes d'ancrage du taux de change, et contrairement à ce que suggère la classification de jure du FMI, le nombre de régimes intermédiaires reste relativement élevé. De fait, plus de la moitié des pays membre du FMI (56%) ont continué à maintenir différentes formes d'ancrage alors qu'ils représentaient 80% au début des années 1990. Bubula et Ötker-Robe (2002) constatent au même moment que la proportion des régimes de change intermédiaires a baissé de 30% par rapport à la dernière décennie avec une hausse de 10% dans la part des régimes de fixité rigide et de 20% dans celle des régimes flexibles. L'abandon des régimes de change intermédiaire se serait donc effectué plus en faveur des régimes flexibles que des régimes de currency board, de dollarisation ou d'unions monétaires graphique 1-4.

Graphique 1-4 : Evolution des régimes de change, 1990-2001



Source : Bubula et Ötker-Robe (2002)

Les chercheurs se sont aussi intéressés à la dynamique à l'intérieur des régimes de change intermédiaires. Ils soutiennent que le nombre de régimes à ancrage souple basés sur des bandes glissantes ou sur un flottement fortement dirigé a connu une hausse considérable alors que les régimes du type bandes horizontales, ancrages glissants et les autres ancrages traditionnels auraient diminué. Selon Bubula et Ötker-Robe (2003), cette dynamique de transition vers la flexibilité a été liée à l'apparition de tensions entre objectifs de désinflation et de compétitivité. En effet, alors que les régimes d'ancrage traditionnels ont été fortement populaires au début des années 1990 et avaient été mis en place comme stratégies de désinflation, ils auraient perdu leur supposée attractivité suite à l'irruption des crises récentes et auraient été remplacés par des régimes de bandes glissantes ou de flottements dirigés en réponse à la hausse dans les mouvements de capitaux et afin d'éviter les mésalignements trop souvent coûteux. Par ailleurs, les résultats de Bubula et Ötker-Robe (2002), montrent que la bipolarisation décrit parfaitement la tendance dans le choix des régimes de change pour les pays développés puisque aucun de ces pays n'a opté pour un régime intermédiaire vers la fin des années 1990. Pour leur part, les économies émergentes se seraient contentées de rester dans des régimes intermédiaires mais en introduisant (délibérément ou non) une plus grande flexibilité dans la gestion des taux de change afin de faire face aux revirements massifs dans les flux de capitaux et aux attaques spéculatives ou

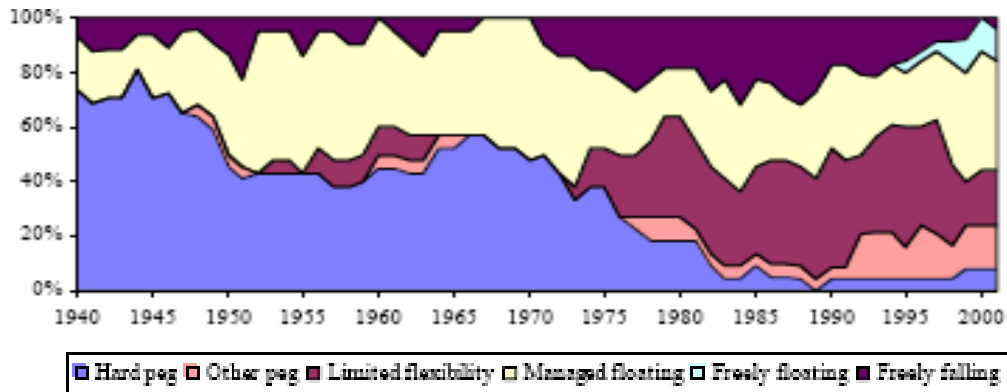
dans le but d'augmenter l'autonomie de la politique monétaire et par là son aptitude à s'accommoder aux chocs sur les termes des échanges. Ces résultats ne permettent cependant pas de croire que les régimes de change intermédiaires sont appelés à disparaître complètement de la scène internationale. Les auteurs complètent donc leur analyse descriptive, en allant dans le sillage de Masson (2000), et en simulant la dynamique de long terme par des estimations de matrices de transitions avec des chaînes de Markov. Malgré les différences notables à la fois dans les classifications et les fréquences des données utilisées par Bubula et Ötoker-Robe (2002), les probabilités de transitions estimées entre régimes de fixité rigide, intermédiaires et flottants, à partir de leur classification de facto sont quasi-identiques à celles de Masson (2000). En effet, les estimations des matrices de transition pour 186 pays sur la période 1990-2001 avec des fréquences mensuelles montrent que la probabilité à demeurer dans un régime fixe rigide d'un mois à un autre est de 99,83% alors que celle d'abandonner un tel régime pour un régime intermédiaire (flexible) est de 0,06% (0,1%). De même la probabilité de passer à un régime de change intermédiaire (fixe rigide) après avoir abandonner un régime flexible est de 1,07% (0,03%). Enfin la probabilité de garder le même régime intermédiaire d'un mois à un autre est de 99,09%, alors que celle de l'abandonner vers un régime fixe rigide (flexible) est de 0,12% (0,78%). Ils semblerait donc que les trois régimes soient aussi persistants les uns que les autres, ce résultat pourrait cependant tout simplement être liés à la fréquence mensuelle des données. En effet, rien ne porte à croire qu'un pays ou un autre change de régime tous les mois ou avec une fréquence aussi élevée. La simulation de la dynamique de long terme par Bubula et Ötoker-Robe (2002) montre qu'il sera possible d'atteindre n'importe quel type de régime et à partir de tous type de régimes. En outre, on constate que la probabilité pour un pays de se trouver à long terme dans un régime intermédiaire est positive et de 37,43%. Ces mêmes résultats suggèrent, que malgré une baisse considérable dans le nombre de régimes de change intermédiaires au cours de la dernière décennie, qui passent de 70% en 1990 à seulement 39% en 2001, ils seront non seulement bien présents dans le

futur mais que la probabilité de leur adoption sera supérieure à celle des autres régimes.

Rogoff et al (2004) ont été les premiers à recourir à la classification « naturelle » de Reinhart et Rogoff (2002) afin de distinguer une tendance globale dans l'évolution des régimes de change et de tester la validité de l'hypothèse bipolaire. Leur analyse est exhaustive dans le sens où l'évaluation des changements dans les régimes de change sur la période 1973-99 est effectuée par un recours à plus d'une classification. Les auteurs montrent que dans l'ensemble toutes les autres classifications incluant les classifications de jure et de facto du FMI ou celle de LYS (1999) tendent à surestimer les proportions des régimes de flottement pur et de fixité rigide lorsqu'elles sont comparées à celles suggérées par la classification « naturelle ». En effet, la comparaison entre cette dernière et la classification de jure du FMI révèle que seuls 20% des régimes classés comme étant flottant de jure l'ont été de facto, que 60% des régimes classés comme intermédiaires de jure l'ont été par la classification naturelle et enfin que la proportion des régimes dits « tombant librement » représentait 20%. Les auteurs associent ces divergences majeures à la prévalence de marchés de change parallèles au cours des années 1970 et 1980 et à la non prise en considération par la classification de jure des périodes de sévères perturbations macroéconomiques et plus particulièrement de forte inflation. Rogoff et al (2004) notent au même moment que la proportion des régimes de flottement pur, telle que suggérée par la classification naturelle, est restée très faible parmi les économies émergentes (entre 4% et 7%) depuis le milieu des années 1980, que celle des régimes intermédiaires a toujours représenté la catégorie la plus prépondérante et enfin que le nombre de régimes de fixité rigide est en continuelle baisse Graphique 1-5. Les auteurs soulignent aussi, que même si les résultats issus de la classification naturelle et ceux générés par la classification de facto du FMI sont quelque peu comparables, puisque les deux tiers des observations sont classées de manière identique, cette

dernière surestime de manière importante les régimes de flottement pur (plus de 30%) et de fixité rigide (plus de 50%) pour les économies émergentes.

Graphique 1-5 : Evolution des régimes de change, 1940-2001



Source: Rogoff et al (2004)

Rogoff et al (2004) font le même constat lorsqu'ils se réfèrent à la classification de LYS (1999) puisque cette dernière suggère que la proportion des régimes de flottement pur ont compté pour plus que moitié parmi les économies émergentes au cours des années 1990. Pour ces auteurs, la « peur du flottement » constitue un des principaux facteurs déterminants du choix du régime de change dans les économies émergentes et l'hypothèse du « hollowing out » ne représente, ni une description de la tendance passée ou récente de la dynamique des régimes des changes, ni un scénario qui est appelé à se produire dans le future puisque même si certain pays sont passés vers des régimes institutionnellement fixés (Malaisie) ou des régimes de flottement pur (Indonésie ou Afrique du Sud), bon nombre d'autres économies ont récemment opté pour des régimes intermédiaires (Egypte, Jordanie, Chine) et que la dynamique qui est en train de s'effectuer depuis le début des années 1990 est plus dirigée vers les régimes à ancrages souples que vers la fixité rigide.

Tableau 1-12 : Les études sur le « Hollowing out »

| Auteur | Echantillon | Classifications et Méthodologie | Hollowing out ? |
|--------------------------------|---|---|--|
| FMI (1997) | Pays membres 1976-96 Fréquence annuelle | FMI (de jure). Analyse descriptive. | Oui |
| Caramazza et Aziz (1998) | Pays membres 1995-96 Fréquence annuelle | FMI (de jure). Analyse descriptive. | Oui |
| Masson (2000) | 167 pays 1974-97 Fréquence annuelle | Ghosh et al (1997) et LYS (1999). Matrices de transition et simulations par chaînes de Markov. | Oui (pour les pays émergents et à partir de Ghosh et al (1997) Non à partir de LYS (1999) |
| Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) | 111 pays Avril 1995- Juin 1997 Oct 1998- Dec 1999 Fréquence hebdomadaire | Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) Tests de Student et Méthode des moments généralisés. | Non |
| Fisher (2001) | 185 pays 1991-99 Fréquence annuelle | FMI (de facto) Analyse descriptive | Oui |

| | | | |
|--------------------------------|---|---|---|
| Hernandez et Montiel (2001) | 5 pays asiatiques Aout 95- juin 97 Jan 99- Dec 2000 Fréquence mensuelle | Hernandez et Montiel (2001) et FMI (de facto) Analyse descriptive et comparative | Non |
| Bénassy-Quéré et Coeuré (2002) | 126 pays et 91 pays Janv 94- Juin 97 Oct 98-Mars 2001 Fréquence hebdomadaire | Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) et FMI (de facto). Modèle théorique et estimation en coupe transversale sur un Logit multinomial. | Oui |
| LYS (2002) | 184 pays 1974-2000 Fréquence annuelle | LYS (1999) et FMI (de jure) Analyse descriptive et comparative | Oui (mais ne s'applique pas aux pays à faible intégration financière) |
| Bubula et Ötker-Robe (2002) | Pays membres Jan 91-Dec 01 Fréquence mensuelle | Bubula et Ötker-Robe (2002) et FMI (de jure) Analyse descriptive, comparative, matrices de transition et chaînes de Markov. | Non |
| Hakura (2004) | 26 pays émergents 1992-2002 Fréquence annuelle | FMI (de facto) et Reinhart et Rogoff (2002). Analyse descriptive et comparative. | Oui |

| | | | |
|------------------------|---|---|-----|
| Rogoff et al (2004) | Pays membres 1973-99 Fréquence annuelle | Reinhart et Rogoff (2002), LYS (1999), FMI (de facto et de jure). Analyse descriptive et comparative. | Non |
| Cavoli et Rajan (2005) | 5 pays asiatiques 1990-2004 Fréquence mensuelle | Cavoli et Rajan (2005) Analyse descriptive et estimations par MCO | Non |

V- Régimes de change et performances macroéconomiques

Quel est le lien entre les régimes de change et les performances macroéconomiques ? Si la théorie économique a permis d'éclairer les esprits sur les éventuels avantages et inconvénients des différents régimes de change, elle a été prouvée insuffisante de générer un guide universel sur ces liens. En effet, les prédictions de la théorie économique ont souvent donné lieu à des idées qui sont contradictoires. Ainsi, et comme le souligne la théorie, si les régimes de change fixes sont généralement associés à une meilleure performance inflationniste qui serait le résultat d'effets crédibilisant et disciplinant Dornbusch (2001), ils peuvent, au contraire, contribuer à l'accélération de l'inflation en offrant au gouvernement un environnement où il serait facile pour lui de « tricher » vu que la manifestation des coûts inflationnistes est retardée dans le temps. Aussi, si les régimes de taux de change fixes peuvent améliorer la croissance économique en amplifiant les échanges commerciaux, en réduisant le risque de change et en facilitant l'intégration économique et financière des pays, ils peuvent au contraire entamer la compétitivité externe d'un pays puisqu'ils sont souvent sujet à des mésalignements très coûteux et avoir des effets dévastateurs sur l'économie dans son ensemble du fait de leur vulnérabilité inéluctable aux attaques spéculatives Obstfeld et Rogoff (1995). D'un autre côté, si les régimes de change flexibles peuvent en principe réduire la vulnérabilité aux crises en jouant le rôle de mécanisme régulateur et d'absorbeur des chocs réels, ils introduisent un nouvel élément important ; la volatilité du taux de change dont les effets sur le niveau général des prix Goldfajn et Werlang (2000) et sur le commerce international Razin et Collins (1997) sont désormais bien établis. Enfin, si les régimes de change intermédiaires sont perçus comme une solution du milieu qui permet de combiner les avantages des deux extrêmes Williamson (2000), ils sont aussi considérés comme des régimes qui manquent sévèrement de transparence, qui favorisent l'endettement extérieur non couvert en accentuant

les phénomènes d'aléa moral et d'anti-sélection. Le tableau 1-13 résume les principales prédictions de la théorie économique concernant les performances macroéconomiques des différents régimes de change.

Tableau 1-13 : Régimes de change et performances macroéconomiques : les prédictions de la théorie

| Régime de change | Croissance | Inflation | Volatilité | Crises |
|-------------------------------|--|--|--|---|
| Régimes fixes | <ul style="list-style-type: none"> - Peut améliorer le commerce et la croissance par une réduction des coûts des transactions. - Peut promouvoir l'investissement en réduisant et en stabilisant les taux d'intérêt. | <ul style="list-style-type: none"> - Peut augmenter la crédibilité des autorités et être adopté en tant que plan de désinflation. - Peut réduire ou éliminer le biais inflationniste par une plus grande transparence dans la politique monétaire. | <ul style="list-style-type: none"> - Peut accroître la volatilité en présence de chocs réels et de rigidités dans les prix et salaires. - Peut réduire la volatilité du taux de change | <ul style="list-style-type: none"> - Risques de crises auto-réalisatrices très élevés. - Risques de crises bancaires élevés suite à la perte de prêteur en dernier ressort - Stratégies de sorties de crises inexistantes. |
| Régimes intermédiaires | <ul style="list-style-type: none"> - Peut améliorer et stabiliser la croissance et la compétitivité de l'économie si le régime est crédible. - Peut jouer le rôle d'absorbeur de chocs et de stabilisateur du cycle économique | <ul style="list-style-type: none"> - Peut, si crédible, jouer le rôle d'ancre nominale et stabiliser les anticipations inflationnistes. - Peut entraîner l'économie dans une spirale de dévaluations compétitives. | <ul style="list-style-type: none"> - Pas de risque élevé de volatilité de court terme mais un risque de mésalignement. | <ul style="list-style-type: none"> - Risque de crise dépendant de la crédibilité du régime. - Peut amplifier les coûts des crises bancaires en augmentant l'anti-sélection et l'aléa moral |

| | | | | |
|---------------------------------|--|--|---|--|
| <p>Régimes flexibles</p> | <p>- Peut immuniser l'économie en absorbant les chocs extérieurs, mais peut aussi réduire le commerce.</p> | <p>- Absence d'ancre nominale externe pouvant faire ressusciter l'ombre des pressions inflationnistes. - Fort degré de discrétion dans la politique monétaire pouvant induire un biais inflationniste.</p> | <p>- Forte volatilité à court terme des taux de change nominaux et réels et risques de mésalignements à moyen terme pas nécessairement reliés aux fondamentaux économiques du pays.</p> | <p>- Très peu vulnérable aux crises.</p> |
|---------------------------------|--|--|---|--|

Face à une telle ambiguïté dans les conclusions théoriques, les chercheurs se sont tournés vers les analyses empiriques afin de déceler un éventuel lien entre les performances macroéconomiques des régimes de change. Les premières recherches empiriques de Mussa (1986), Baxter et Stockman (1989) ou encore de Flood et Rose (1995), qui ont largement influencé les études récentes, ont échoué à délivrer des résultats clairs et donc concluants, hormis pour la volatilité du taux de change réel, sur la différence de performance des régimes de change fixes et flexibles. Il est alors devenu, depuis, plus facile et moins contraignant pour les chercheurs de conclure chacune de leurs études par l'idée qu'aucun régime de change n'est valable pour tout pays et que les performances macroéconomiques du régime en place dépendent du développement économique et financier du pays.

Une vaste littérature s'est, depuis développée, et s'est employée à tester cette relation ambiguë en essayant de prendre en considération les avancées considérables effectuées récemment dans les classifications de facto des régimes de change et dans les techniques économétriques, principalement sur les données de panel. Ces études ont cherché plus précisément à analyser les performances macroéconomiques des régimes de change sous quatre principaux angles ; les performances en termes de croissance du produit, d'inflation, de volatilité macroéconomique et de fréquence d'apparition de crises. Les résultats de ces recherches empiriques restent cependant controversés et contestés pour au moins deux raisons. La première, et désormais largement admise, est liée au fait que ces recherches se basent sur les différentes classifications des régimes de change, ce qui fait que les résultats soient fortement tributaires de la classification adoptée. La seconde est liée à la méthodologie économétrique utilisée et plus précisément aux problèmes de mesures soulevés. Comme le souligne Glodstein (2002), la comparaison entre les performances macroéconomiques de différents régimes de change est confrontée à trois types de biais, le premier est relatif à « l'endogénéité » ou au

problème de la causalité dans le sens où l'on ne peut dire si le régime de change est générateur des bonnes (ou mauvaises) performances macroéconomiques ou au contraire ce sont ces dernières qui sont déterminantes du choix du régime de change. Le second problème, se trouve directement lié à la problématique de la classification des régimes, puisqu'il peut y avoir un biais de « contamination » dans le cas où les effets de l'effondrement d'un régime donné se manifestent dans une période ultérieure et sont de ce fait attribués au régime successeur. Le troisième est qualifié par Glodstein (2002), de biais du « Peso » dans le sens où l'échantillon utilisé dans l'analyse peut ne pas incorporer des périodes de sévères perturbations macroéconomiques et ainsi générer des résultats fallacieux.

V-1 Régimes de change et inflation

Un nombre non négligeable de travaux a essayé de tester la relation entre le choix du régime de change et les niveaux d'inflation enregistrés. Edwards (1993) a ainsi essayé de voir si l'ancrage du taux de change permettait d'améliorer les performances inflationnistes en introduisant un certain degré de discipline financière. Il a utilisé un échantillon de 52 pays émergents pour une période allant de 1980 à 1989. L'auteur a eu recours à la classification de jure du FMI, pour montrer que les niveaux d'inflation sont nettement plus faibles dans les pays où les régimes de change sont fixes³⁸. Edwards (2001) et Edwards et Mendoza (2003) soulignent que plus l'ancrage du taux de change est rigide et plus il sera efficace pour améliorer la crédibilité des autorités monétaires et de ramener le l'inflation à des niveaux soutenables. Ghosh et al (2000) ont aussi comparé les performances des régimes fixes rigides (Currency Board) et des régimes intermédiaires ou flexibles. Ils montrent, en utilisant la

³⁸ L'auteur souligne, cependant la possibilité d'une causalité inverse dans le sens où il n'est pas établi si ce sont les pays qui ont une faible inflation qui adoptent des régimes de change fixes ou c'est le régime fixe en place qui est générateur de faible inflation.

classification de jure du FMI, que les niveaux d'inflation sont de loin plus faibles dans les premiers (inférieurs de 4%) et attribuent cela à une plus grande confiance dans ce type de régime (effet de crédibilité) et à une croissance monétaire moins forte (effet de discipline). Dans une étude récente pour le FMI, Ghosh et al (2003), ont non seulement confirmé la corrélation positive entre flexibilité du taux de change et niveaux d'inflation mais ils ont au même moment investi le problème de la direction de la causalité pour montrer que les performances inflationnistes dépendent de façon cruciale du régime de change en place. Reinhart et Rogoff (2002) et Levy-Yeyati et Sturzenegger (2000,2002) ont aussi utilisé leurs classifications de facto, pour distinguer entre les performances des différents régimes de change. Le tableau 1-14 confronte les principaux résultats de ces travaux avec ceux de Ghosh et al (2003), pour le FMI, afin de distinguer une vision d'ensemble sur les performances inflationnistes des régimes de change.

Tableau 1-14 : Régimes de change et inflation ; Résultats comparés

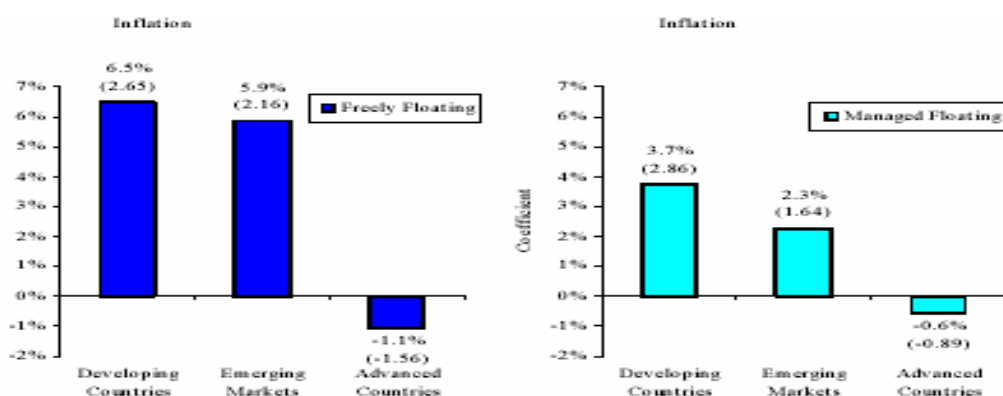
| <i>Panel A</i> | Régime | | | | |
|-----------------|--------------|-------------------|-----------------|---------------------|------|
| | Flottant | Intermédiaire | Fixe | | |
| FMI | 22.3 | 20.2 | 16.7 | | |
| LYS (2000,2002) | 14.2 | 38.3 | 9.7 | | |
| <i>Panel B</i> | Régime | | | | |
| | Flottant Pur | Tombant Librement | Flottement Géré | Flexibilité Limitée | Fixe |
| FMI | 174 | n.d. | 74.8 | 5.7 | 38.8 |
| R-R (2002) | 9.4 | 444.3 | 16.5 | 10.1 | 15.9 |

Source : Ghosh et al (2003), Levy-Yeyati et Sturzenegger (2000,2002), Reinhart et Rogoff (2002)

Le panel A du tableau compare les résultats obtenus à partir des études de LYS à ceux du FMI, obtenus par Gosh et al (2003) et basés sur la classification de jure, pour trois catégories de régimes : flottant, intermédiaire et fixe. Les résultats du FMI montrent que les régimes de change flexibles sont associés

aux taux d'inflation les plus élevés³⁹. Pour leur part, LYS (2000, 2002), trouvent que les régimes intermédiaires sont les moins performants et que les régimes fixes produisent les taux d'inflation les plus faibles. Le panel B, comparant les résultats de Reinhart et Rogoff (2002) à ceux du FMI, montre que les régimes « librement tombant » sont associés aux taux d'inflation les plus élevés, résultat qui est prévisible d'après la définition même de ce type de régime. Les résultats de Reinhart et Rogoff (2002) montrent aussi que le niveau d'inflation est plus faible sous les régimes de flottement pur que sous les régimes de fixité rigide. Un régime de change fixe, ne serait selon les auteurs, pas une garantie suffisante pour une faible inflation.

Graphique 1.6 : Régimes de change et inflation par catégorie de pays



Source : Rogoff et al (2004)

Après avoir revu les principaux avantages et inconvénients des différentes classifications de *facto*, Rogoff et al (2004) ont élargie la classification « naturelle » de Reinhart et Rogoff (2002) à tous les pays membres du FMI et l'ont utilisé pour tester les performances des régimes identifiés pour trois catégories de pays : les pays en développement dont l'accès aux marchés de

³⁹ Les auteurs ont procédé à des régressions de l'inflation sur des dummies du régime du taux de change ainsi que d'autres variables telles que la croissance monétaire, l'ouverture et les chocs sur les termes des échanges.

capitaux est limité, les économies émergentes ouvertes aux marchés de capitaux et les pays industrialisés. Le graphique 1.6 basé sur la régression de variables muettes pour les régimes de change sur le niveau d'inflation conditionnelle à un certain nombre de variables incluant la croissance de la masse monétaire montre de façon univoque qu'il serait plus bénéfique pour les pays en développement d'adhérer à un régime fixe, que pour les pays émergents le niveau de l'inflation augmentaient avec le degré de flexibilité du régime et enfin que les régimes flexibles génèrent les taux d'inflation les plus bas dans les pays industrialisés.

V-2 Régimes de change et croissance économique

La relation entre régimes de change et croissance économique a été investie par plusieurs recherches récentes⁴⁰. Malgré la diversité des méthodes économétriques, des échantillons et des classifications utilisés, ces recherches ne sont pas arrivées à distinguer un lien clair entre croissance du produit et régime de change, les résultats de ces études restent donc plus ambigus les uns que les autres. Mundell (1995), a ainsi comparé la croissance économique dans les pays industrialisés avant et après l'effondrement du système de Bretton Woods. Il montre que la croissance économique a été beaucoup plus rapide au cours de première période, lorsque les taux de change étaient fixes. Plus récemment Gosh et al (1997), ont utilisé des données pour 140 pays sur la période 1960-90, pour tester cette relation. Les auteurs ne sont pas arrivés à distinguer un résultat concluant concernant l'effet du régime de change sur la croissance économique. Au terme d'une analyse de 25 économies émergentes couvrant la période 1973-98, Bailliu, Lafrance et Perrault (2001) ont constaté que les régimes de change flottants s'accompagnent d'une croissance

⁴⁰ Pour une revue de la littérature empirique sur les implications du choix du régime de change pour la croissance économique voir Bailliu, Lafrance et Perrault (2002).

économique plus rapide mais seulement dans le cas des pays qui sont relativement ouverts aux flux de capitaux internationaux, et dans une moindre mesure, dans les pays dotés de marché financiers bien développés. Plus récemment, Bailliu, Lafrance et Perrault (2002) ont étudié l'incidence du régime de change sur la croissance économique au moyen de données longitudinales relatives à 60 pays sur la période 1973-98, pour constater que, plutôt que le régime de change comme tel, c'était la présence d'un cadre de politique monétaire solide, qui importait pour la croissance économique. Les estimations de LYS (2000) sur un échantillon couvrant la période 1974-99, montrent que les régimes de change fixes sont associés aux taux de croissance par tête les plus faibles et à une plus grande variabilité du produit. Plus récemment, LYS (2002) trouvent que la flexibilité du taux de change permet une réallocation rapide des ressources, suite à un choc réel et en présence d'une rigidité significative des prix à court terme, Edwards et Levy-Yeyati (2003) ont par la suite confirmé ces résultats et ont souligné l'incapacité des régimes de change fixes à absorber les chocs sur les termes des échanges, ce qui se traduit par un ralentissement de la croissance économique.

Tableau 1-15 : Régimes de change et Croissance économique : Résultats comparés

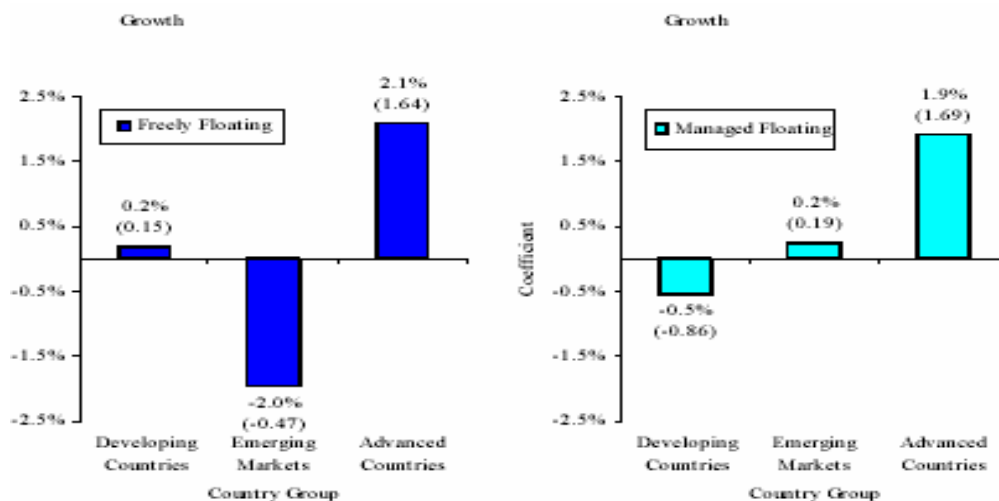
| <i>Panel A</i> | Régime | | | | |
|------------------|--------------|-------------------|-----------------|---------------------|------|
| | Flottant | Intermédiaire | Fixe | | |
| FMI | 1 | 2 | 1.2 | | |
| LYS (2000, 2002) | 1.9 | 0.8 | 1.5 | | |
| <i>Panel B</i> | Régime | | | | |
| | Flottant Pur | Tombant Librement | Flottement Géré | Flexibilité Limitée | Fixe |
| FMI | 0.5 | n.d. | 1.9 | 2.2 | 1.4 |
| R-R (2002) | 2.3 | -2.4 | 1.6 | 2.4 | 1.9 |

Source : Ghosh et al (2003), Levy-Yeyati et Sturzenegger (2000,2002), Reinhart et Rogoff (2002)

Le tableau 1.15, montre que les résultats du FMI suggèrent que les régimes de change intermédiaires sont associés à une croissance économique plus

rapide alors que les régimes flexibles génèrent les taux de croissance les plus faibles. Toutefois, on remarque que les résultats obtenus par LYS (2000, 2002) et ceux de Reinhart et Rogoff (2002) sont en totale contradiction avec ceux du FMI puisqu'ils suggèrent que la croissance économique est meilleure sous un régime de change flexible et que les régimes intermédiaires sont ceux qui ont le moins bien fonctionné avec des résultats médiocres en termes de croissance. Les résultats obtenus par Rogoff et al (2004) montrent enfin que les effets des régimes de change sur la croissance dépendent de manière évidente du degré de développement de l'économie puisque les régimes de change flexibles sont associés aux taux de croissance les plus élevés dans les pays industrialisés alors que leur performance est relativement médiocre dans les économies émergentes Graphique 1.7.

Graphique 1.7 : Régimes de change et croissance par catégorie de pays



Source : Rogoff et al (2004)

V-3 Régimes de change et volatilité macroéconomique

Si les taux de change flexibles peuvent en principe réduire la vulnérabilité de l'économie en jouant le rôle d'absorbeur de chocs, ils introduisent un élément important ; la volatilité. La volatilité du taux de change nominal est

généralement associée à une forte variabilité du taux de change réel et donc à une volatilité macroéconomique. Hausmann et gavin (1996), ont fourni un aperçu des différentes manières dont a été mesurée la volatilité macroéconomique dans la littérature et de l'effet estimé de cette volatilité sur la croissance économique⁴¹.

Tableau 1-16 : volatilité et croissance économique

| Etudes | Mesure de la volatilité | Effet estimé de la volatilité sur la croissance économique |
|--------------------------------|---------------------------------|--|
| Hausmann (1995) | Termes de l'échange | croissance économique faible |
| Mendoza (1994) | Termes de l'échange | croissance économique faible |
| Ramey et Ramey (1994) | PIB réel | croissance économique faible |
| Zarnowitz et Moore (1986) | PIB réel | Des périodes de croissance économique rapide aux Etats-Unis sont associées à une volatilité du PIB réel faible |
| Kormendi et Menguire (1985) | PIB réel et politique monétaire | croissance économique faible la volatilité du PIB réel est associée à une croissance plus rapide |
| Collins (1994) | Taux de change réel | croissance économique réduite |
| Westley (1994) | Taux de change réel | pas statistiquement significatif sur la croissance |
| McLeod et Welch (1993) | Taux de change réel | Dans les études de séries chronologiques, de l'Argentine, Brésil, Colombie, Chili, Mexique et Venezuela, des dummies pour la variance du Taux de change réel ont affecté négativement le taux annuel de croissance de la production dans chaque pays |
| Dollar (1992) | Taux de change réel | croissance économique réduite |
| Cottani, Cavallo et Kahn(1990) | Taux de change réel | croissance économique réduite |
| Easterly et Wetzel (1989) | Taux de change réel | pas un facteur statistiquement significatif de la croissance |
| Edwards (1989) | Taux de change réel | croissance économique réduite durant la période 1978-1985 mais pas durant 1965-1971 |
| Aizenman et Marion (1993) | politique monétaire et fiscale | une croissance économique faible |

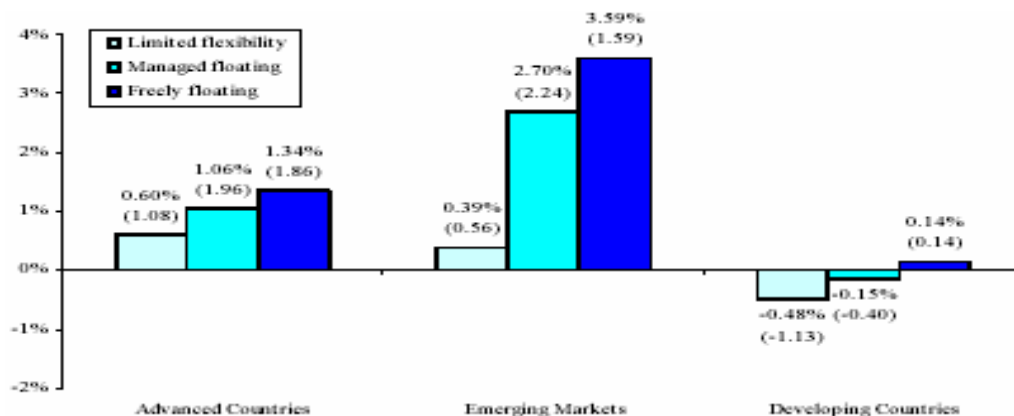
Source : Hausmann et gavin (1996)

⁴¹ Effet négatif et statistiquement significatif sur la croissance économique, augmentation des risques, affaiblissement du système financier et découragement des investissements.

Après avoir souligné la spécificité latino-américaine, les auteurs se sont interrogés sur les origines de la volatilité macro-économique et notamment celle du PIB réel (mesurée par l'écart type du taux de croissance du PIB réel pour la période 1970-1992). Hausmann et Gavin (1996) ont ainsi tenté d'évaluer le poids de facteurs externes (variation des termes de l'échange ou des flux de capitaux) et internes (politique monétaire et de change) dans l'explication de la volatilité macroéconomique. La relation entre le choix du régime de change et la volatilité macroéconomique est investie par le recours à une variable sous forme de dummy représentant le caractère plus ou moins souple du taux de change. Leurs résultats montrent qu'à côté de l'instabilité politique et de la variabilité des termes de l'échange et des flux de capitaux, le choix d'un régime de change fixe joue un rôle statistiquement significatif dans l'explication de la volatilité du taux de croissance du PIB réel. Le taux de change jouerait donc le rôle d'absorbeur de choc mais uniquement s'il est flexible. Hausmann et Gavin (1996) soulignent qu'en cas de fixité du taux de change d'autres variables réelles devront supporter les chocs. Ghosh et al (1997) ont aussi essayé de tester la relation entre le choix du régime de change et la volatilité macroéconomique mesurée par la variance du taux de croissance du PIB et par la variance du niveau de l'emploi. Les auteurs ont neutralisé les effets possibles de l'incidence de chocs en introduisant dans leurs régressions des variables de contrôle reflétant le niveau du développement des pays, la volatilité des termes de l'échange, des dépenses publiques, de l'investissement et du taux de croissance du commerce extérieur pour montrer que le produit et l'emploi ont été plus variables pour les régimes fixes que sous les régimes intermédiaires ou de flottement et que cette forte variabilité n'est en aucune manière liée aux chocs susceptibles de toucher l'économie. Selon Rogoff (1999), si la variabilité associée au flottement du taux de change n'a pratiquement pas d'effets notables sur la croissance dans les pays industrialisés, elle est très problématique dans le cas des pays émergents. Cependant, même si cette volatilité semble avoir des effets négatifs, la fixité du taux de change ne

représente pas, en soi, une réponse adéquate, vu que la volatilité pourrait se manifester de façon plus prononcée à cause des incertitudes liées à la soutenabilité du régime face à une instabilité des flux de capitaux et aux attaques spéculatives. Rogoff et al (2004), ont enfin considéré la relation entre les différents régimes de change et la volatilité de la croissance du produit, ils ne trouvent pas de différence significative entre les régimes. Leurs résultats montrent aussi que la volatilité macroéconomique augmente avec la flexibilité du régime et que cette volatilité est d'autant plus grande dans le cas des économies émergentes. Les auteurs soulignent toutefois que ces résultats pourraient être liés à la fréquence élevée des transitions de ces économies d'un régime à un autre suite aux crises monétaires qu'elles ont connu Graphique 1.8.

Graphique 1.8 : Régimes de change et Volatilité macro-économique par catégorie de pays



Source : Rogoff et al (2004)

V-4 Régimes de change et crises monétaires

Si les modèles théoriques visant à expliquer les crises monétaires sont quelque peu hétérogènes et peuvent être classés en trois générations, où la première essaye d'appréhender l'apparition des crises par une incohérence entre la politique économique et le régime de change Krugman (1979), où la seconde met l'accent sur le caractère auto réalisateur des anticipations Obstfeld

(1994) et où la troisième s'intéresse à expliquer l'interaction entre crises bancaires et crises de change Krugman (1999), on ne peut nier que les crises monétaires revêtent de grandes similarités tant dans les coûts exorbitants qu'elles ont généré tableau 1-17 que dans leur déroulement, ce n'est certainement pas une coïncidence que la plupart des modèles théoriques de crises se placent dans le cadre de taux de change fixes.

Tableau 1-17 : Coût macroéconomique des crises de change de 1997-99, en % du PIB

| Pays | Après 1 an | Après 3 ans | Après 5 ans |
|-----------|------------|-------------|-------------|
| Mexique | -15.3 | -18.8 | -21.6 |
| Indonésie | -15.8 | -61.8 | n.d. |
| Corée | -6.4 | -25.0 | n.d. |
| Malaisie | -4.3 | -35.5 | n.d. |

Source : Mussa et al (2000)

Les études empiriques sur les probabilités et fréquences d'apparition des crises sous différents régimes de change semblent confirmer les modèles théoriques et décrédibiliser donc, aussi bien les régimes d'ancrages souples que rigides. Si un nombre réduit d'études a montré que certains régimes de fixité rigides ont persisté pendant des décennies ou des siècles Schuler (1999) ou que les crises bancaires sont plus fréquentes sous un régime flexible Ghosh et al (2003), la plupart des travaux sur la relation entre choix du régime de change et probabilité des crises montrent qu'il est plus probable de succomber à une crise si le taux de change est fixé.

Tableau 1-18 : Distribution des crises de change selon le régime entre 1990-2001

| | % de crises | Fréquence des crises sous différents régimes | | |
|-----------|-------------|--|------------------------------|-----------------------|
| | | Tous les pays | Pays émergents et développés | Pays en développement |
| Fixes | 72.96 | 1.09 | 1.10 | 1.09 |
| Flexibles | 27.04 | 0.79 | 0.61 | 0.92 |

Source : Bubula et Otker-Robe (2003)

Bubula et Otker-Robe (2003) ont utilisé leur classification de facto entre 1990-2001 pour montrer que la totalité de l'éventail des régimes fixes aussi bien souples que rigides sont plus susceptibles de subir des épisodes de crises, identifiés par un indicateur des pressions sur les marchés de change⁴², que les régimes flexibles (incluant les régimes de flottement dirigé). Les auteurs trouvent, qu'en moyenne, 75% des crises ont eu lieu dans le cadre de régimes fixes au cours de la période considérée et que la fréquence des crises survenues dans ce type de régime (1.1%) est plus élevée que celle dans le cadre de régimes flexibles (0.8%) (Tableau 1-18).

Tableau 1-19 : Distribution des crises bancaires, de change et crises jumelles selon le régime et par catégorie de pays

| | Crise bancaire (1990-1997) | | | |
|-----------------------|------------------------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| | Fixe | Flexibilité limitée | Flottement dirigé | Librement tombant |
| Pays industrialisés | 0.0 | 6.5 | 0.0 | 4.2 |
| Pays émergents | 15.4 | 8.0 | 3.8 | 0.0 |
| Pays en développement | 2.6 | 7.1 | 4.5 | - |
| | Crise de change (1990-2000) | | | |
| | Fixe | Flexibilité limitée | Flottement dirigé | Librement tombant |
| Pays industrialisés | 3.6 | 5.8 | 8.6 | 4.9 |
| Pays émergents | 8.8 | 6.1 | 6.9 | 0.0 |
| Pays en développement | 0.0 | 2.8 | 15.4 | - |
| | Crises jumelles (1990-1997) | | | |
| | Fixe | Flexibilité limitée | Flottement dirigé | Librement tombant |
| Pays industrialisés | 0.0 | 2.2 | 0.0 | 0.0 |
| Pays émergents | 15.4 | 4.0 | 0.0 | 0.0 |
| Pays en développement | 0.0 | 0.0 | 0.0 | - |

Source : Rogoff et al (2004)

⁴² Mesuré par une moyenne pondérée de la dépréciation du taux de change et de la hausse du taux d'intérêt

Alors que certaines études se sont exclusivement intéressés aux crises jumelles pour montrer qu'elles sont spécifiques aux économies émergentes et que leurs coût macro-économiques sont particulièrement élevés Kaminsky et Reinhart (1996) et que d'autres études se sont employées à fournir un fondement théorique à la vulnérabilité des régimes fixes Larrain et Velasco (2001), Rogoff et al (2004) ont procédé à une analyse empirique plus exhaustive sur la base de la classification « naturelle ». Les auteurs ont étudié la probabilité d'apparition de crises bancaires, de crises de change et de crises jumelles dans différentes catégories de pays et sous différents types de régimes. Si les résultats de Rogoff et al (2004) sur la probabilité des crises de change sont peu concluants, ils montrent clairement que les crises bancaires et les crises jumelles sont plus présentes dans les régimes de fixité rigide et principalement dans les économies émergentes au cours des années 90 Tableau (1-19).

Conclusion

La problématique du choix du régimes de change pour les économies émergentes a connu un renouveau considérable à la suite des récentes crises financières qui ont touché des pays, considérés auparavant comme porteurs d'un brillant avenir, mais qui ont souvent été incapables, dans un environnement de forte mobilité de capitaux, d'adopter les politiques adéquates leur permettant d'amorcer avec sérénité leur intégration économique et financière. Quel serait le régime de change optimal pour ces économies ?

Calvo et Reinhart (2000) ou Hausmann, Panizza et Stein (2000) ont favorisé les régimes de dollarisation par rapport au flottement pur, Ghosh et al (2003) ont pris parti pour les Currency Boards, Williamson (2000) a préconisé l'adoption du régime BBC, Goldstein (2002) a présenté son « Managed Floating Plus » comme le meilleur régime, Fisher (2001) a adopté la thèse

bipolaire. Notre analyse semble quant à elle valider l'idée de Frankel (1999) selon laquelle « aucun régime de change n'est universel ou éternel » puisque tous les régimes aussi bien fixes, intermédiaires que flexibles présentent des avantages et des inconvénients. Même si cette proposition, en tant que telle, ne résout pas la problématique du choix du régime de change, elle permet néanmoins de mettre l'accent sur le fait que la durée de vie d'un régime de change dépend d'un mixe de déterminants structurels, macroéconomiques, financiers et politiques. Les autorités monétaires de chaque pays doivent donc avoir la conviction que quelque soit le régime de change mis en place, il sera susceptible de s'effondrer s'il n'est pas étayé par les politiques macroéconomiques adéquates et par les réformes structurelles et financières appropriées. Ces autorités doivent aussi avoir la certitude de la nécessité d'introduire progressivement une plus grande flexibilité du taux de change au fur et à mesure que le compte de capital est libéralisé afin de préserver un certain degré d'indépendance monétaire, d'éviter de donner des garanties implicites aux investisseurs étrangers et de pouvoir faire face aux chocs sur les termes des échanges. Enfin, et afin d'éviter les mésalignements du taux de change et de garantir un niveau de taux de change réel suffisamment compétitif, il est impératif pour ces autorités de mettre en place une stratégie prudente et séquentielle pour gérer les entrées massives de capitaux et d'améliorer l'efficacité et la profondeur du marché des changes.

- AGHION, P, BACCHETTA, P AND BANERJEE, A (2003) "A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises," *Journal of Economic Theory*, forthcoming
- BACCHETTA, P (2000) "Monetary policy with foreign currency debt" (mimeo). Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Study Center Gerzen. 445–456.
- BAILLIU, J ; LAFRANCE, R ET PERRAULT, J.F (2001) "Régimes de change et croissance économique dans les marchés émergents" In : *Les taux de change flottants : une nouvelle analyse, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 2000, Ottawa, Banque du Canada*, p. 347-377.
- BAILLIU, J; LAFRANCE, R ET PERRAULT, J.F (2002) "Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? ", document de travail no 2002-17, Banque du Canada.
- BARRO, R, J AND GORDON D (1983) "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model" *Journal of Political Economy* 91: 589-610.
- BAXTER, M AND STOCKMAN, A (1989) "Business Cycles and the Exchange-Rate Regime: Some International Evidence," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, No. 3, pp. 377–400.
- BAYOUMI, T AND EICHENGREEN, B (1998) "Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications from the Theory of Optimum Currency Areas" *Journal of International Economics*, 45: 191-209.

- BÉNASSY-QUÉRÉ, A, AND COEURÉ, B (2000) “Big and small currencies: the regional connection”, CEPII Working Paper 2000-10.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A, AND COEURÉ, B (2002) “The survival of intermediary Exchange Rate Regimes”, CEPII Working Paper 2002-07.
- BERGSTEN, F (1999) “The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility” IIE working papers.
- BERNANKE B.S AND MISHKIN, F (1997) “Inflation targeting: A new framework for Monetary Policy?” journal of Economic perspectives 9 spring pp 97-116.
- BHAGWATI, J (1998) “Why Free Capital Mobility may be Hazardous to Your Health: Lessons from the Latest Financial Crisis”, November
- BUBULA, A. AND OTKER-ROBE, I (2002) “The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies,” IMF Working Paper, No. 02/155 (Washington: International Monetary Fund).
- BUBULA, A. AND OTKER-ROBE, I (2003) “Are Pegged and Intermediate Exchange rate regimes more Crise Prone” IMF Working Paper published, n° 03/223, Nov
- BUNRNSIDE C, EICHENGREEN B AND REBELO S (2000) “Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes” NBER WP n°7143.
- BUNRNSIDE C, EICHENGREEN B AND REBELO S (2001) “why is inflation so low after large devaluations” NBER WP n°8748.

- CALVO, G.A (1998) "Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops" *Journal of Applied Economics*, vol. 1, n°1, p. 35-54, November
- CALVO, G.A (2000) "Capital Markets and the Exchange Rate with Special reference to the Dollarization debate in Latin America" University of Maryland
- CALVO, G AND REINHART, C (2000) "Fear of floating (mimeo)". Baltimore, MD, University of Maryland.
- CALVO, G AND REINHART, C (2001) "Fixing for your life" (mimeo) Baltimore, MD, University of Maryland.
- CARAMAZZA, F. AND AZZIZ, J (1998) "Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s", *IMF Economic Issues* 13.
- CAVOLI, T AND RAJAN, R, S (2005) "Have Exchange rate Regimes Become More Flexible Post Crisis? Revisiting the Evidence" University of Adelaide WP January 2005.
- CHANG, R AND VELASCO, A (1999) "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy," in Ben Bernanke and Julio Rotemberg, eds., *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, 1999.
- DORNBUSCH, R (2001) "Fewer Monies, Better Monies," NBER Working Paper No. 8324 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- DRAZEN, A (2000) "Political Economy in Macroeconomics" Princeton University Press. Princeton, New Jersey.
- EDWARDS, S (1993) "Exchange Rates as Nominal Anchors" *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol 129, No.1: 1-32
- EDWARDS, S (2001). "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", NBER (December)
- EDWARDS, S (2002) "The great exchange rate debate after Argentina" *North American Journal of Economics and Finance* 13 (2002) 237-252
- EDWARDS, S, AND MAGENDZO, I (2003), "A Currency of One's Own: An Empirical Investigation on Dollarization and Independent Currency Unions," NBER Working Paper No. 9514
- EDWARDS, S AND LEVY-YEYATI, E (2003), "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers," NBER Working Paper No. 9867
- EICHENGREEN, B (2001) "Capital Account Liberalization: What Do the Cross-Country Studies Tell Us?" *The World Bank Economic Review*.
- EICHENGREEN, B, HAUSMANN, R AND PANIZZA U (2003) "Currency Mismatch, Debt intolerance and original sin", NBER WP n° 10036
- EICHENGREEN, B AND HAUSMANN, R (1999a) "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER, WP n° 7418.
- EICHENGREEN, B SAVASTANO, M AND SHARMA, S (1999b) "Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate

Flexibility,” Essays in International Finance No. 213 (New Jersey: Princeton University).

FISHER, S (2001) “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” Distinguished Lecture on Economics in Government delivered at the Meetings of the American Economic Association and the Society of Government Economists, New Orleans.

FLOOD, R AND ROSE, A (1995) “Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals”, Journal of Monetary Economics, Vol. 36, No. 1, pp. 3–37.

FRANKEL, J (1999) “No Single Currency Regime is right for all countries or all times”, Essays in international economics n°215 International Economics section, Princeton University.

FRANKEL, J SCHMUKLER, S AND SERVÉN, L (2000) “Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime”, Brookings Trade Forum 2000, edited by Susan Collins and Dani Rodrik. Washington DC: Brookings Institution.

GHOSH, A, GULDE, A-M, OSTRY, J AND WOLF, H (1997) “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?” NBER Working Paper No. 5874, January.

GHOSH, A, GULDE, A-M, OSTRY, J AND WOLF, H (2000) “Currency Boards: The Ultimate Fix?” International Monetary Fund. Revised as “Currency Boards: More than a Quick Fix?” Economic Policy, 31 (October):270–335.

- GHOSH, A, GULDE, A-M, OSTRY, J AND WOLF, H (2003) “Exchange Rate Regimes: Classifications and Consequences” (Paper based on Book Exchange Rate Regimes: choices and Consequences” Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- GOLDFAJN, I AND GUPTA, P (1999) “Does monetary policy stabilizes the exchange rate following a currency crisis?” Working Paper No. 396.Rio de Janeiro, PUC-Rio, Department of Economics.
- GOLDFAJN I AND WERLANG,S (2000) “The pass-through from depreciation to inflation: A panel study”, Working Paper No. 423. Rio de Janeiro, PUC-Rio, Department of Economics.
- GOLDSTEIN, M. (2002) “Managed Floating Plus”, policy Analyses in International Economics, Washington (D.C.), Institute for International Economics.
- HAKURA, D S (2004), “Learning to Float: The Experience of Emerging Market Countries Since The early 90’S” World Economic Outlook, chap.II.
- HAUSMANN, R. ET GAVIN, M (1996) “Securing Stability and Growth in a Shock- Prone Region: The Policy Challenge for Latin America” IADB Working Paper No. 315
- HAUSMANN R, PANIZZA U AND STEIN, E (2000) “Why do countries float the way they float? “ IADB Working Paper No. 418.
- HERNANDEZ, L AND MONTIEL, P (2001) “Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the ‘Hollow Middle?’” IMF Working Paper No. 01/170

- IMF (1997) "Exchange rate arrangements and economic performance in developing countries", World Economic Outlook , chap. IV.
- IMF (1999) "Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions" Washington (DC), IMF
- INGRAM, J (1969) "Comment on the Optimum Currency Problem", in R. A. Mundell and A. Swoboda, Monetary Problem in International Economy. Chicago: ChicagoUniversity Press.
- KAMINSKY, G AND C. REINHART (1996) "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance- of-Payments Problems", International Finance Discussion Paper No 544 Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- KENEN, P (1969) "Theory of Optimum Currency Areas : An electric View" in Mundell R., SWOBODA A. Monetary Problems in The International Economy, University of Chicago Press,Chicago, 405 pages.
- KINDELBERGER, C (1986) "International Public Goods without International Government" American Economic Review, 75.
- KRUGMAN, P (1979) "A model of balance of payments crisis", Journal of money, credit and banking, 11 311-325.
- KRUGMAN, P (1991) "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", Quarterly Journal of Economics, 106, no.3, August, 669-82.
- KRUGMAN, P (1999) "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", (mimeo) Cambridge, MA, MIT, department of Economics.

- KYDLAND, F AND PRESCOTT E, C (1977) "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans" *Journal of Political Economy* 85: 473-91
- LARRAIN, F AND VELASCO, A (2001) "Exchange-Rate Policy in Emerging Market Economies: The Case for Floating," *Essays in International Economics*, Vol. 224, Princeton, N.J.
- LEVY-YEYATI, E AND STURZENEGGER, F (1999) "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds versus Words" (Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella). Available via Internet: <http://www.utdt.edu/~fsturzen>.
- LEVY-YEYATI, E AND STURZENEGGER, F (2000) "To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes", CIF Working Paper No. 01/2001 (Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella). Available via the Internet: http://www.utdt.edu/~ely/growth_final.pdf.
- LEVY-YEYATI, E AND STURZENEGGER, F (2002) "Exchange Rate Regimes and Economic Performance" *IMF Staff Papers*, Vol 47, Special Issue.
- MASSON, P. (2000) "Exchange rate regime transitions", *Journal of Development Economics*, 64, 571-586.
- MCCARTY, J (1999) "Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized countries" *BIS working paper* N° 79
- MCKINNON, R (1963) "Optimum currency areas", *AER*, vol. 53, pages pp. 717-724.

- MCKINNON R AND PILL H (1999) “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing”, Oxford Review of Economic Policy
- MISHKIN, F (1996) “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, “Annual World Bank Conference on Development Economics: 29-62.
- MISHKIN, F (2000) “Inflation targeting in emerging-market countries”, American Economic Review. Vol 90 (2).
- MISHKIN, F AND SAVASTANO, M (2000) “Monetary Policy Strategies for Latin America” Journal of Development Economics Vol.66: 415-444.
- MONGELLI, F (2002) “New Views on The Optimum Currency Areas Theory: What is EMU Telling Us?” European Central Bank working paper series, n°138.
- MUNDELL, R (1961) “A Theory of Optimum Currency Areas,” American Economic Review 51(3): 657-665.
- MUNDELL, R (1995) “Exchange Rate Systems and Economic Growth,” *Revista di Politica Economica*, Vol. 85 (June), pp. 3–36.
- MUSSA, M (1986) “Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 25, pp. 117–213.

- MUSSA M, MASSON P, SWOBODA A, JADRESIC E, MAURO P AND BERG A (2000) “Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy”, Occasional Paper No. 193. Washington, DC, International Monetary Fund.
- OBSTFELD, M. (1994) “The Logic of Currency Crises”, Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 43, pp. 189-213
- OBSTFELD, M. AND ROGOFF, K (1995) “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, Journal of Economic Perspectives 9 (Fall): 73-96.
- OBSTFELD, M, SHAMGAUGH, J.C. AND TAYLOR, A (2003) “The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility”, Paper presented at the conference on “The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present”, Trinity College, Dublin.
- POLLIN J,P (2004) “Une macroéconomie sans LM: quelques propositions complémentaires” Revue d'économie politique, pp 273-293
- RADELET, S AND SACHS, J (1998) “The onset of the Asian financial crises” (mimeo) Cambridge, MA, Harvard Institute for International Development.
- RAZIN, O AND COLLINS, S (1997) “Real Exchange Rate Misalignments and Growth”, Working Paper 6174, NBER, Cambridge, Mass.
- REINHART, C (2000) “The mirage of floating exchange regimes” American Economic Review, 90, 65–70.

- REINHART, C, AND ROGOFF, K (2002) “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (February), pp. 1–48.
- RODRIK, D (1998) “Who Needs Capital-Account Convertibility”, in *Should the IMF Purse Capital-Account Convertibility*, Essay in International Finance No. 207, 1998.
- ROGOFF, K (1999) “Perspectives on Exchange Rate Regimes” *International Capital Flows*, ed. by Martin Feldstein, pp. 441–53 (Chicago: University of Chicago Press).
- ROGOFF, K HUSSAIN, M, MODY A, BROOKS, R AND OOMES, N (2004) “Evolution and performance of exchange regimes” *International Capital Flows*, ed. by Martin Feldstein, pp. 441–53 (Chicago: University of Chicago Press).
- SCHULER, K (1999) “The Problem with Pegged Exchange Rates,” *Kyklos*, Vol. 52, Fasc. 1, pp. 83–102.
- SVENSSON, L, E.O. (1992), “An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones”, *Journal of Economic Perspectives* 6, no.4 (Fall), 119-44.
- TAYLOR, J B (1993) “Discretion versus Policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Series on public policy* 39, 195-214
- VELASCO, A (2000) “Exchange rate policies for developing countries: What have we learned? What do we still not know?” *G-24 Discussion Paper Series*, No.5. Geneva, UNCTAD, June.

- WILLETT, T. D. (2002) "Fear of floating needn't imply fixed rates: feasible options for intermediate exchange rate regimes", Paper for Fordham/CEPR Conference on Euro and Dollarization.
- WILLIAMSON, J (1998) "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility" Article from International Finance October 1998 IIE
- WILLIAMSON, J (1999) "Future Exchange Rate Regimes for Developing East Asia Exploring the Policy Options" Paper presented to a conference on "Asia in Economic Recovery: Policy Options for Growth and Stability" Organized by the Institute of Policy Studies Singapore June 21-22, 1999
- WILLIAMSON, J (1999b) "Are intermediary exchange regimes vanishing?" Article from International Finance December 1999 IIE
- WILLIAMSON, J (2000) "Designing a Middle Way Between Fixed and Flexible Exchange Rates" Working Paper No. 49. ECES.
- YEAGER, L, B (1998) "How to Avoid International Financial Crises", CATO Journal, vol. 17, n° 3.