

«Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions»

Jean-Pierre Allegret*

Which Currency Exchange Regime for Emerging Markets? Corner Solutions under Question

Summary: During the 90s, recurrent exchange rate crises in emerging markets have shown the extreme fragility of soft pegs, the so-called intermediate exchange rate regimes. As a result, numerous academic economists but also International institutions have promoted a new consensus: domestic authorities have to choose their exchange rate regime between only two solutions called corner solutions or extreme regimes: hard pegs or independent floating. This paper questions de relevance of this consensus. We stress the main advantages and costs of each corner solution. We conclude by stressing that intermediate regimes associated to an inflation targeting framework seem a better solution for emerging countries than corner solutions.

Key words: Soft peg, Hard peg, Corner solution, Inflation targeting

JEL: F33, F41

Introduction

Les crises de change des années 90 se sont produites dans un contexte d'intégration financière internationale croissante. Elles ont relancé le débat relatif au choix du régime de change. Le *triangle éternel* de Krugman (1998) permet de comprendre les termes de ce débat. Ce triangle représente les trois attributs du système monétaire international, à savoir l'ajustement, la confiance et la liquidité ». L'ajustement fait référence à la capacité des autorités à poursuivre des politiques économiques de stabilisation afin de réguler le cycle économique. La confiance est la capacité à protéger le taux de change des attaques spéculatives. La liquidité est la mobilité du capital à court terme, à la fois pour financer le

* Cet article s'appuie principalement sur les chapitres 4 et 5 de l'ouvrage Les régimes de change dans les marchés émergents, quelle perspective pour le 21ème siècle ? publié en 2005. GATE, University of Lyon, CNRS, ENS-LSH, Centre Léon Bérard, 93 chemin des Mouilles, 69130 Ecully, France: allegret@gate.cnrs.fr Received: 3 September 2007.

commerce international et pour faire face aux déséquilibres temporaires de balances des paiements. Dans un univers marqué par une forte mobilité des capitaux, les autorités monétaires sont en permanence exposées aux menaces d'attaques sur leur monnaie. Elles ne peuvent choisir les trois éléments du triptyque : il faut en sélectionner deux au détriment du troisième. En conséquence, chaque choix est en lui-même porteur d'inconvénients. Il faut donc arbitrer parmi ces inconvénients.

Cette grille de lecture permet d'aboutir à quelques conclusions du point de vue du choix le plus probable du régime de change dans le système monétaire international contemporain.

Les *principaux pays développés* ont choisi l'ajustement et la liquidité, d'où la priorité accordée à la flexibilité de leur monnaie. Ce choix est rendu possible pour les trois raisons suivantes : faible poids des échanges extérieurs ; faible part de la dette libellée en devises et croyance des investisseurs dans leur perspective de long terme. Pour les *pays émergents*¹, le choix est plus délicat en raison de leurs caractéristiques structurelles (endettement extérieur largement en devises ; fragilité financière) et d'une extrême difficulté à asseoir une politique économique crédible (absence d'institutions indépendantes ; passé inflationniste). Leur degré d'intégration croissante aux marchés financiers internationaux – illustré à l'annexe 1 – tend à favoriser l'adoption de régimes flexibles ou au contraire à choisir une stratégie d'ancrage dur si celle-ci s'avère crédible. Dans tous les cas, le *triangle éternel* souligne les difficultés à maintenir durablement un régime intermédiaire. Pour les *autres pays en développement*, leurs caractéristiques laissent présager l'adoption de régimes intermédiaires. En effet, leur faible intégration à la finance mondiale (voir l'annexe 1) ainsi que leurs difficultés récurrentes à avoir des institutions favorisant la stabilité macroéconomique sont autant de caractéristiques qui limitent la portée positive des régimes flexibles ou très rigides.

Cet article propose un état des lieux des débats relatifs à ce qu'il est convenu d'appeler aujourd'hui les solutions de coins, c'est-à-dire les régimes extrêmes. Plus précisément, à la suite des crises de change des années 90, un

¹ Selon l'Institut de Finance Internationale (IFI), les marchés de capitaux émergents (MCE) recouvrent un ensemble hétérogène d'économies telles que la Chine, Taiwan, le Brésil et les pays d'Europe Centrale et Orientale. Les critères retenus pour identifier les MCE sont fondés sur des variables financières (du type capitalisation boursière) et des variables réelles (du type PIB par tête). Dans l'échantillon retenu dans cet article, outre les pays couverts par l'IFI, nous avons rajouté ceux de *Morgan Stanley* et les pays centres financiers régionaux, en particulier ceux du Golfe. L'échantillon comprend ainsi au total 47 pays : Afrique du Sud, Algérie, Arabie Saoudite, Argentine, Bahrayn, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée du Sud, Emirats Arabes Unis, Equateur, Egypte, Estonie, Hong Kong, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Jordanie, Kuwait, Lettonie, Liban, Lituanie, Malaisie, Mexique, Maroc, Oman, Pakistan, Panama, Pérou, Philippines, Pologne, Qatar, République tchèque, Roumanie, Russie, Singapour, Slovaquie, Slovénie, Taiwan, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Uruguay et Venezuela.

consensus s'est dégagé en faveur soit de l'ancrage dur², soit du flottement libre³, considérant que les régimes d'ancrage souple, appelés aussi régimes intermédiaires⁴, étaient voués à l'échec.

Un certain nombre de travaux empiriques montrent clairement que les régimes intermédiaires sont davantage sujets aux crises de change que les autres. Ainsi, Bubula et Ötoker-Robe (2003) ont montré sur la période 1990-2001 qu'en moyenne les trois-quarts de ces crises ont concerné des régimes d'ancrage. Les régimes intermédiaires ont une fréquence plus élevée de crises, et ce, quelque soit le groupe de pays considéré. Plus précisément, les chances d'avoir une crise de change sous un régime intermédiaire sont trois fois plus élevées que sous un régime d'ancrage dur pour l'ensemble des pays et des pays en développement, et cinq fois plus pour les pays développés et marchés émergents. Ce résultat confirme le fait que l'ouverture financière internationale rend les régimes intermédiaires plus fragiles.

Comme le montre l'annexe 2, au cours de la période 1990 – 2006, on observe un recul des régimes intermédiaires⁵. L'évolution des régimes de change vers un ancrage dur ou vers la flexibilité a surtout été le fait des pays développés et des pays émergents, deux groupes de pays dont l'intégration financière internationale s'est accrue au cours des années 90⁶.

La suite de cet article est structurée de la manière suivante. La section 2 analyse les avantages et coûts des régimes d'ancrage dur. La section 3 procède à une analyse similaire pour les régimes de flottement libre. La section 4 conclue et propose quelques perspectives de politique économique. On souligne notamment l'importance de concevoir la question du choix du régime de change dans les marchés émergents dans un cadre plus global prenant en compte les taux de change des principales devises.

² Cette catégorie regroupe la dollarisation, l'union monétaire et la caisse d'émission.

³ Les régimes flottants incluant les autres flottements sans cible prédéterminée et le flottement indépendant.

⁴ Cette catégorie comprend l'ancrage fixe conventionnel à une devise, l'ancrage fixe conventionnel à un panier, la bande horizontale, l'ancrage glissant, la bande glissante et le flottement contrôlé étroitement.

⁵ On utilise ici la base de données de Bubula et Ötoker-Robe (2002) pour la période 1990 – 2001 et l'actualisation de cette base par le FMI pour la période 2002 – 2005. Les données de 2006 sont issues du site du FMI et portent sur les régimes de change à fin juillet. L'auteur remercie Andrea Bubula pour lui avoir transmis sa base de données ainsi que celle du FMI.

⁶ Dans les pays développés, il convient de noter l'influence exercée par le passage à l'euro en 1999 qui a fait mécaniquement augmenter le poids de l'ancrage dur dans ce groupe de pays.

1. Caisses d'émission et dollarisation : des choix difficilement généralisables⁷

La propriété essentielle d'un tel régime de change est d'établir une relation stricte et forte entre la monnaie domestique et une ou plusieurs devise(s). De cette manière, les autorités des pays concernés ne peuvent pas remettre facilement en cause le régime de change ainsi choisi. En conséquence, les régimes d'ancrage durs sont sensés avoir une faible réversibilité, ce qui augmente d'autant leur crédibilité.

Les caisses d'émission

Une caisse d'émission est un engagement des autorités d'offrir ou de retirer à un taux fixe et sans limite les engagements monétaires de la banque centrale entendue ici en tant que caisse d'émission. Ainsi, le passif des autorités monétaires est gagé contre le ou les actifs servant de réserves à ces autorités⁸. Une implication importante est que ce régime définit une règle d'émission de la monnaie centrale (appelée aussi base monétaire). En effet, l'offre de monnaie centrale ne peut s'accroître que si préalablement les réserves de change dans la ou les devise(s) de rattachement ont été accrues. Inversement, toute perte de réserves de change doit se traduire par une contraction de l'offre de monnaie centrale.

Les effets attendus d'une caisse d'émission

Une caisse d'émission offre en principe des gains en crédibilité plus élevés que les autres régimes de change pour deux raisons principales :

- d'une part, l'ancrage étant plus strict que dans les régimes de change intermédiaires, la capacité des autorités à mener des politiques économiques discrétionnaires est limitée ;
- d'autre part, l'abandon de la caisse d'émission est politiquement plus coûteux en raison de son caractère institutionnalisé.

Les limites imposées aux politiques discrétionnaires – à travers la règle d'émission de la monnaie centrale – sous un tel régime de change doivent conduire à un biais inflationniste très faible. Les gains en crédibilité doivent se traduire par une diminution des taux d'intérêt qui exerce à son tour une influence favorable sur l'investissement et donc la croissance économique.

La caisse d'émission, en éliminant la capacité des autorités à monétiser le déficit public, est sensée discipliner la politique budgétaire. En effet, dans un tel régime

⁷ On ne considère ici que les caisses d'émission et la dollarisation comme régimes d'ancrage dur laissant ainsi de côté la question des unions monétaires régionales car ces dernières soulèvent des questions spécifiques dépassant le cadre de cet article.

⁸ Dans la réalité, la couverture de la base monétaire par les réserves de la banque centrale n'est pas uniforme selon les pays. Ainsi, l'Argentine a eu un système relativement souple alors que l'Estonie a préféré un régime de caisse d'émission plus strict.

de change, tout déficit doit être financé soit par des émissions de titres publics, soit ajusté par une augmentation des recettes ou une réduction des dépenses. Or, comme l'émission de titres publics exerce une tension à la hausse sur le taux d'intérêt domestique, encourageant les entrées de capitaux qui peuvent conduire à une déstabilisation du régime de change et réduisant l'investissement domestique, et comme les marges de manœuvre sur les recettes sont limitées, on en déduit que la politique budgétaire doit être cohérente avec la caisse d'émission. Au total, on doit obtenir un *policy-mix* favorable à la stabilité macroéconomique.

Le coût d'une caisse d'émission

Les coûts liés à un régime de caisse d'émission reposent essentiellement sur les limites introduites en termes de capacité à réagir à des chocs négatifs domestiques ou extérieurs. En effet, lorsque les prix et les salaires sont insuffisamment flexibles – et plus précisément lorsqu'il y a des rigidités à la baisse – un choc négatif a des effets dépressifs profonds dans la mesure où la règle d'émission contraint la réaction de la politique monétaire. Par exemple, une expansion monétaire pourrait se révéler utile pour réagir à un ralentissement marqué de la croissance. Or, cette expansion est conditionnée par la capacité de la caisse d'émission à accroître ses réserves de change. De même, lorsque des chocs extérieurs frappent des pays à caisse d'émission, comme ce fut le cas pour l'Argentine en 1995 à la suite de la crise mexicaine et de Hong Kong en 1997-98 lors de la crise asiatique, le strict respect de la règle monétaire empêche les autorités de contrer les effets négatifs liés aux sorties de capitaux et aux attaques spéculatives. Ainsi, lorsque les capitaux sortent soit en raison d'une crise de confiance, soit en raison d'une dégradation de la compétitivité creusant le déficit courant, la règle monétaire est susceptible de produire un enchaînement pro-cyclique déstabilisant pour l'économie. Cet enchaînement pro-cyclique repose sur trois mécanismes principaux⁹.

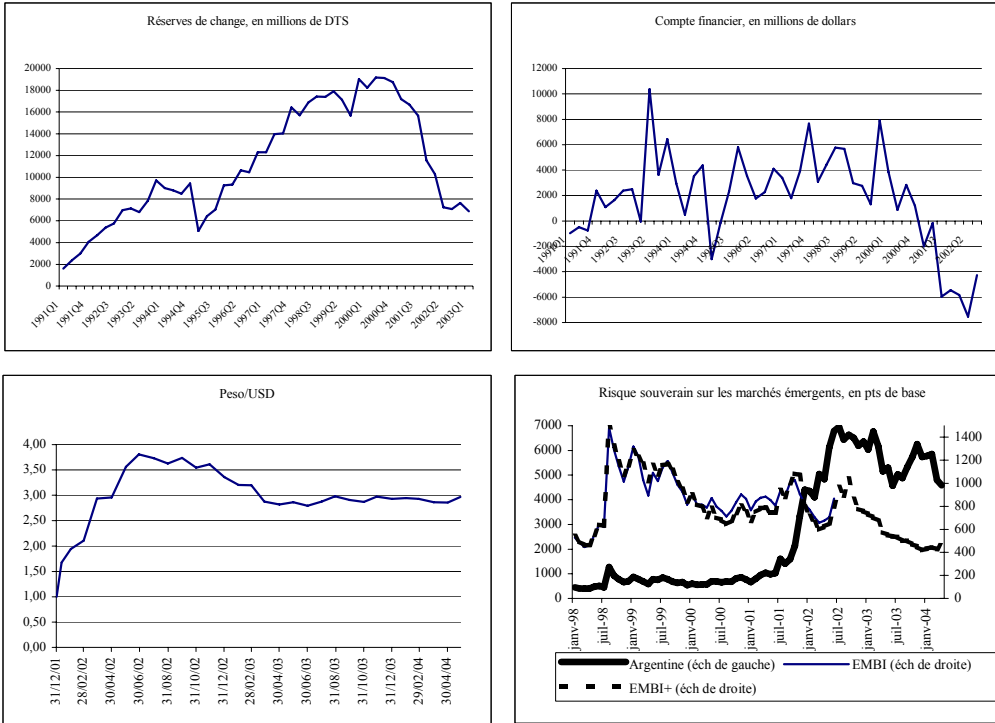
En premier lieu, les sorties de capitaux donnent lieu à des pertes de réserves de change. Or, la règle monétaire interdit aux autorités de stériliser les conséquences en termes d'offre de monnaie domestique de ces pertes. Cela signifie qu'elles ne peuvent pas accroître le refinancement des banques commerciales pour annuler les effets de contraction de la masse monétaire liée à la chute des réserves de change. La seule solution qui s'offre à la banque centrale est d'emprunter des capitaux sur les marchés internationaux, mais ceci à un taux d'intérêt plus élevé. L'augmentation du coût des financements extérieurs pour la banque centrale se propage à l'ensemble des taux d'intérêt domestiques, ce qui a un effet pro-cyclique ou déstabilisant. L'exemple de l'Argentine est particulièrement intéressant de ce point de vue.

Les chocs extérieurs qui ont particulièrement affecté ce pays ont été les crises russe (août 1998) et brésilienne (janvier 1999). Leurs principales conséquences

⁹ Chauvin et Villa (2003).

ont été l'appréciation du peso argentin en termes réels pénalisant la compétitivité de l'économie et l'affaiblissement du compte courant. Le graphique 1 montre d'autres indicateurs extérieurs liés aux effets de ces crises sur l'économie argentine.

Graphique 1 Argentine : indicateurs extérieurs



Source: FMI et Ministère de l'économie argentin
http://www.mecon.gov.ar/default_english.htm

Alors que l'Argentine avait reçu un volume important de capitaux extérieurs, le compte financier montre que les deux crises précédentes ont introduit une rupture dans le volume de ces entrées. Plus précisément, à partir du quatrième trimestre 1999, les entrées nettes de capitaux s'affaiblissent régulièrement et se transforment en sorties nettes à partir du quatrième trimestre 2001. En outre, l'année 1998 marque une rupture dans le coût des financements internationaux de l'Argentine. Le graphique 1 montre ainsi un accroissement régulier du risque souverain sur l'Argentine entre janvier 1998 et septembre 2001 puis une accélération très importante à la veille de la crise. Or, l'augmentation du risque souverain se traduit par un accroissement des taux d'intérêt payés par les em-

prunteurs argentins sur les marchés internationaux. Les conséquences de ces mouvements sont importantes au niveau interne :

- le tarissement des entrées nettes de capitaux, dans un contexte de déficits courants, se traduit par des pertes de réserves de change qui deviennent d'ailleurs continues à partir du deuxième trimestre 2000. Le respect de la règle d'émission fait que ces pertes ont des conséquences monétaires domestiques restrictives ;
- la conjugaison de l'accroissement du coût des financements extérieurs et des pertes de réserves entraîne des tensions sur les taux d'intérêt pratiqués par les banques envers les emprunteurs domestiques : les taux des prêts en pesos sont ainsi passés de 12,64 % en décembre 1997 à 13,45 % en décembre 1999 pour culminer à 49,96 % en décembre 2001 ;
- une détérioration du portefeuille de crédits des banques avec l'accroissement des prêts non performants : ces derniers passent de 9,1 % du total des prêts en 1998 à 11,6 % en 2000 ;
- la contraction marquée de l'activité économique (recul du PIB en termes réels). En deuxième lieu, comme l'Etat ne peut pas se financer auprès de la banque centrale, le respect de sa contrainte budgétaire dans un contexte de ralentissement de l'activité lui impose soit d'augmenter les impôts, soit de réduire les dépenses. Dans les deux cas, l'action est pro-cyclique ;

En troisième lieu, la contrainte de non refinancement des banques conduit ces dernières à rationner le crédit alors même que l'activité est déjà ralentie. A nouveau cette réaction est pro-cyclique.

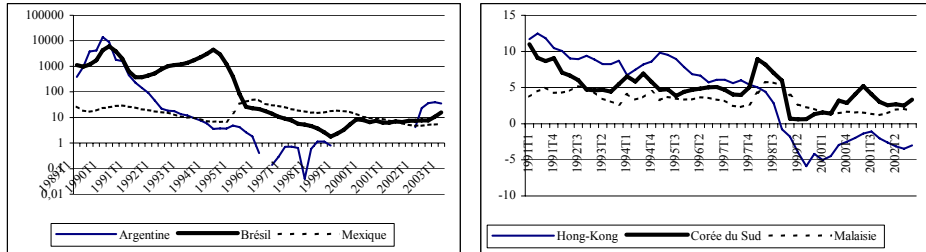
*Les performances macroéconomiques des caisses d'émission*¹⁰

Les régimes de caisses d'émission ont des avantages et des inconvénients. Dès lors, l'identification de leur efficacité est une question qui ne peut avoir qu'une réponse empirique. On considère ici quelques données économiques particulièrement importantes regroupées en trois catégories : les variables nominales, la croissance et les effets de crédibilité.

Le graphique 2 montre l'évolution des taux d'inflation dans deux groupes de pays en comparant des économies à caisse d'émission à des économies ayant adopté d'autres régimes de change. Pour les pays ayant connu des niveaux d'inflation très élevée ou même l'hyperinflation telle l'Argentine, la mise en place de la caisse d'émission a conduit à une très forte chute de l'inflation. Avant l'effondrement du régime de change, l'Argentine a eu de meilleures performances inflationnistes que le Mexique et le Brésil.

¹⁰ Dans ce qui suit, nous considérons uniquement les expériences de l'Argentine et de Hong Kong car ce sont les deux caisses d'émission qui ont subi des tensions importantes. Nous comparons donc leurs performances respectives à d'autres pays de leur région d'appartenance. Pour une approche plus générale, voir Allegret (2005).

Graphique 2 Evolution des taux d'inflation

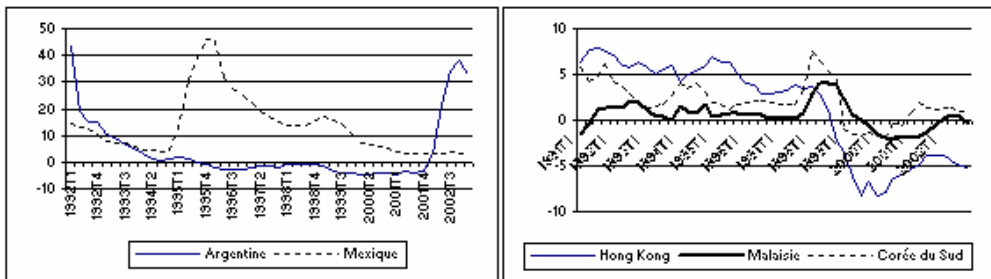


Note : Echelle logarithmique pour les pays d'Amérique Latine et Central. Les données négatives ne sont pas présentées pour ces pays. Données en % pour les pays d'Asie.

Source : FMI, *Statistiques Financières Internationales*.

Une autre manière d'apprécier les performances en matière d'inflation est de comparer la convergence des taux d'inflation vers les pays ancrés selon que le régime de change est une caisse d'émission ou un autre régime d'ancrage (graphique 3). Les taux d'inflation ont convergé rapidement et durablement vers celui du pays ancre pour les économies à très fortes inflations. La comparaison des expériences du Mexique et de l'Argentine, deux pays ancrés sur le dollar, est particulièrement frappante.

Graphique 3 Ecart d'inflation

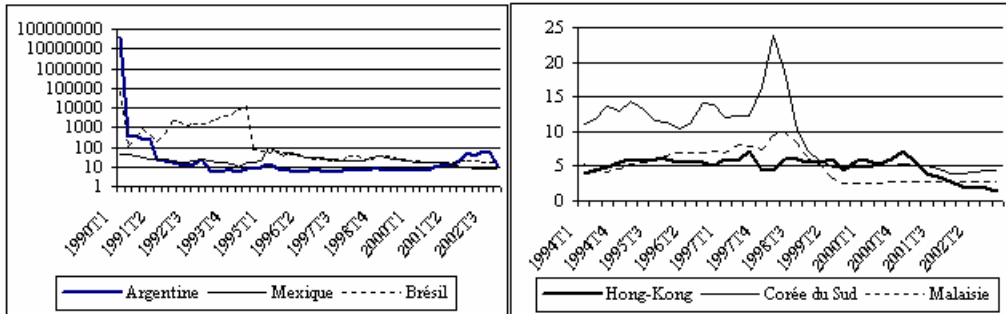


Note : Ecart d'inflation vis-à-vis des États-Unis.

Source : FMI, *Statistiques Financières Internationales*.

Les bonnes performances des caisses d'émission en matière d'inflation se traduisent par le fait que les pays ayant adopté ce régime ont des taux d'intérêt inférieurs aux pays à autres régimes de change (Graphique 4). C'est le cas de l'Argentine avant l'effondrement de sa caisse d'émission. De même, Hong Kong a eu des taux courts inférieurs aux autres pays de la zone jusqu'à la crise asiatique.

Graphique 4 Taux d'intérêt nominaux à trois mois du marché monétaire



Note : Echelle logarithmique pour les pays d'Amérique Latine et Central. Les données négatives ne sont pas présentées pour ces pays. Données en % pour les pays d'Asie.

Source : FMI, *Statistiques Financières Internationales*.

Selon Ghosh, Gulde et Wolf (2001), les pays à caisse d'émission ne semblent pas souffrir d'une croissance plus lente que les autres. Au contraire, sur la période 1975-1996, la croissance du PIB a été en moyenne de 4 % dans les pays à caisse d'émission contre 3,3 % dans les pays à autres ancrages et 3,1 % dans les pays à changes flottants.

L'adoption d'une caisse d'émission s'effectue assez souvent dans un contexte de déséquilibres macroéconomiques profonds avec une faible croissance économique. Dans la mesure où ce régime de change conduit à la stabilisation macroéconomique, son adoption peut être suivi par un rebond marqué de l'activité. Il est donc très important de considérer les performances en matière d'emplois et de croissance en longue période. Les expériences de l'Argentine et de Hong Kong sont particulièrement intéressantes étant donné la longévité de leur caisse d'émission respective. L'évolution des PIB réels de ces deux pays, comparativement à des pays de la même zone économique, montre que les performances macroéconomiques se sont dégradées de manière significative au cours des années 90 à la suite des crises financières successives ayant affecté les marchés émergents. Ainsi, la caisse d'émission de Hong Kong a résisté aux attaques spéculatives de 1997 au prix d'une hausse des taux d'intérêt (graphique 4) qui a entraîné une récession durable de l'activité. De manière similaire, les performances de l'Argentine se sont fortement dégradées à partir de 1997.

Compte tenu des coûts potentiels liés à la caisse d'émission, l'évaluation des gains en crédibilité de ce régime de change est une question importante pour essayer de mesurer son efficacité d'ensemble. Un premier effet de crédibilité a pu être identifié précédemment : à savoir la baisse des taux d'intérêt à court terme à la suite de l'adoption d'une caisse d'émission (graphique 4).

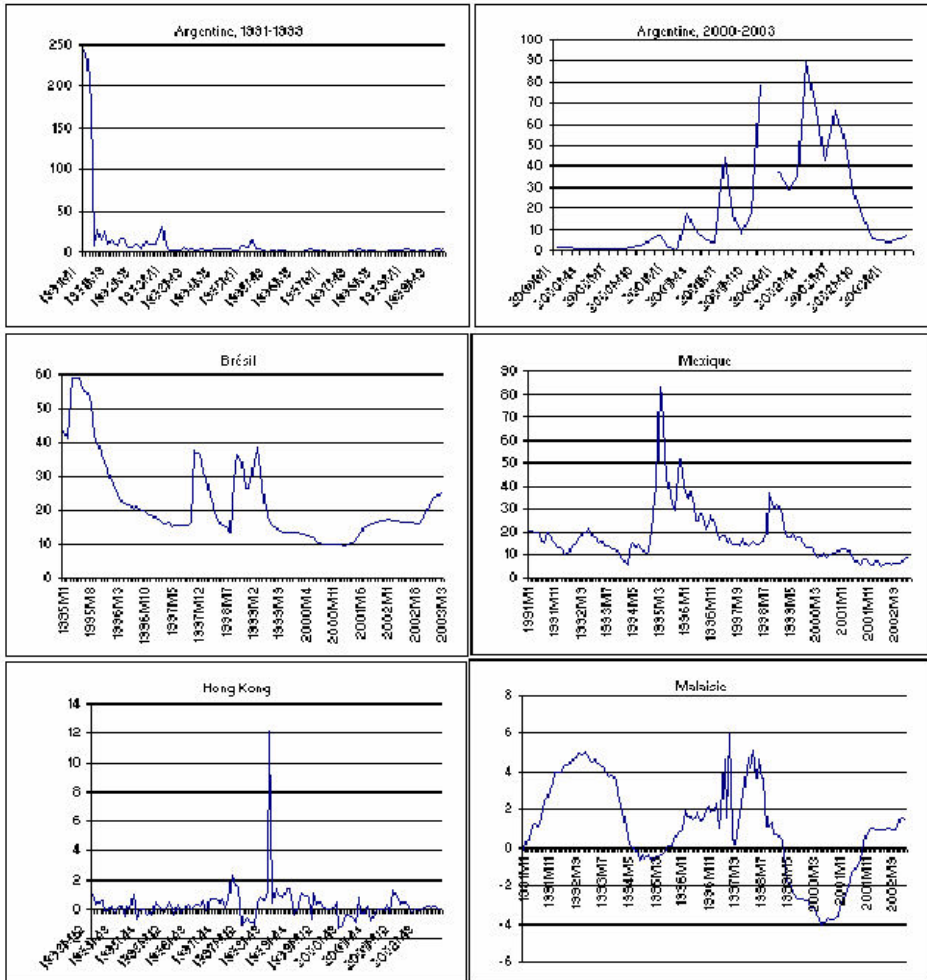
Lorsqu'un régime d'ancrage est crédible, l'effet attendu est le suivant : l'écart d'intérêt entre la monnaie domestique et celle du pays ancre doit être faible et

stable au cours du temps. Le graphique 5 présente ces écarts d'intérêts pour quelques pays émergents¹¹. D'une manière générale, les données montrent clairement que les taux d'intérêt des pays à caisse d'émission tendent à converger rapidement vers ceux du pays ancre. *A contrario*, les écarts d'intérêts demeurent persistants pour les autres pays. Ainsi, il apparaît bien un effet de crédibilité lié à la caisse d'émission.

Cependant, cet effet crédibilité doit être nuancé. Dans les périodes de turbulence financière internationale, la crédibilité des caisses d'émission est régulièrement soumise à une crise de confiance. Cela a été notamment le cas de Hong Kong lors de la crise asiatique puis de la crise russe. Cette dernière a d'ailleurs fortement fragilisé la caisse d'émission de Hong Kong, phénomène qui apparaît à travers la forte hausse de l'écart d'intérêts à partir de mi-1998. De même, le graphique 5 montre bien la remise en cause de la crédibilité de la caisse d'émission argentine à partir de la fin de l'année 2000.

¹¹ Il s'agit des taux d'intérêt à court terme. Les écarts sont calculés vis-à-vis des Etats-Unis (taux du marché monétaire moins taux des fonds fédéraux).

Graphique 5 *Ecart de taux d'intérêt à court terme*



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

La dollarisation officielle

La dollarisation (ou euroisation) consiste pour un pays autre que les Etats-Unis (ou la zone euro) à adopter le dollar (ou l'euro) comme moyen de paiement sur

son territoire¹². Un tel arrangement monétaire a été adopté par des micro-Etats. Les trois pays dollarisés les plus importants en taille sont le Panama (1904), l'Equateur (2000) et le San Salvador (2001). La dollarisation peut s'interpréter comme une réponse possible aux limites rencontrées par les autres régimes de change¹³. D'un côté, le flottement de la monnaie peut s'accompagner d'un accroissement de la volatilité des changes dommageable à l'activité économique et à la croissance. D'un autre côté, même les régimes d'ancrage dur, du type caisse d'émission, n'échappent pas aux attaques spéculatives à l'image de l'Argentine en 2001-2002. Dans les deux cas, la dollarisation est une réponse dans la mesure où elle supprime la monnaie domestique et donc tout problème de change. Après avoir identifié les effets économiques de la dollarisation, les performances macroéconomiques des pays dollarisés sont considérés.

Les effets économiques de la dollarisation

Deux principaux effets sont distingués¹⁴ : les effets en termes de crédibilité sur les mouvements internationaux de capitaux et les effets sur la stabilité macroéconomique et financière domestique.

En faisant disparaître la monnaie domestique de la circulation monétaire, les autorités renoncent à leur souveraineté monétaire, ce qui constitue un processus difficilement réversible. Dès lors, la dollarisation, décision dotée d'une crédibilité élevée assurant la confiance des investisseurs internationaux, doit entraîner une baisse des primes de risque qui réduit le coût des financements internationaux. Ces primes diminuent pour deux raisons : la disparition du risque de change si les financements sont libellés en dollars ; un risque-pays plus faible si la dollarisation s'accompagne d'une politique économique crédible, recherchant la stabilité des prix et la maîtrise des déficits budgétaires. Ce dernier point est important car la dollarisation ne peut empêcher le déclenchement de crises financières liées à des politiques économiques inappropriées. La baisse des primes de risque doit à son tour entraîner celle des taux d'intérêt domestique, ce qui exerce un effet positif sur la croissance économique.

Goldfajn et Olivares (2001) confirment en partie les effets positifs de la dollarisation du point de vue de l'évaluation des risques par les agences de notation. Ils observent en effet que le Panama obtient de meilleures notes que des pays tels que le Brésil ou le Pérou. De même, l'évolution des *spreads* sur les titres émis par les marchés émergents montre que Panama bénéficie d'une prise de risque moindre que l'ensemble des marchés émergents. On peut néanmoins

¹² Au 31 juillet 2006, les pays officiellement dollarisés étaient au nombre de neuf : Equateur, Salvador, Kiribati, Iles Marshall, Micronésie, Etats Fédéraux de Palau, Panama, Saint Marin et Timor.

¹³ Berg et Borensztein (2003).

¹⁴ L'accent étant mis dans cet article sur les effets macroéconomiques des régimes de change, nous laissons de côté un effet important de la dollarisation : l'intégration commerciale et financière.

remarquer qu'un pays à change flexible comme le Mexique a bénéficié d'une prime encore moindre. En outre, les primes de risques sur le Panama n'ont pas de comportements différents dans les périodes d'instabilité que celles d'un pays à changes flexibles comme le Costa Rica. Ainsi, durant la plus grande partie de l'année 1998, le Panama a payé une prime plus élevée sur les titres internationaux libellés en dollars. On peut observer que l'écart entre les deux pays s'est accru lors de la contagion de la crise russe à la crise brésilienne. En octobre 1998, le Panama devait payer près de 700 points de base supplémentaires par rapport aux titres équivalents du Trésor américain et 340 points de base de plus que le Costa Rica.

La dollarisation peut exercer une influence sur la stabilité macroéconomique à travers ses effets sur deux éléments centraux d'une économie¹⁵ : le secteur financier et la discipline budgétaire.

La stabilité du secteur financier peut s'améliorer à la suite de la dollarisation selon deux influences distinctes. En premier lieu, la dollarisation – par la renonciation à l'émission de monnaie domestique qu'elle implique – contraint très fortement la capacité de la banque centrale nationale à être un prêteur en dernier ressort. Cette fonction est de fait laissée entre les mains de la banque centrale des Etats-Unis. Les agents privés ayant conscience de cette situation, ils savent que la garantie implicite de l'Etat est beaucoup moins importante en cas de difficultés. Autrement dit, un aspect essentiel de l'aléa moral disparaît, ce qui doit inciter les agents économiques, notamment les dirigeants et actionnaires des banques, à avoir un comportement plus prudent. Le secteur financier dans son ensemble doit être plus stable.

En second lieu, la dollarisation élimine la situation de péché originel caractérisant l'endettement en devises subits par de nombreux marchés émergents. Les conséquences positives attendues pour le système financier résultent du fait que le péché originel constitue un obstacle à son développement. D'une part, face à la persistance d'un risque de dépréciation de la monnaie domestique menaçant la solvabilité des agents domestiques, il apparaît une réticence des non résidents à prêter et des résidents à s'endetter. D'autre part, dans la mesure où le système financier est intrinsèquement fragile, au sens où le risque de dépréciation menace sa stabilité, l'intermédiation est biaisée à court terme. Or, en cas d'attaque sur la monnaie, la banque centrale réagit en augmentant ses taux d'intérêt à court terme. La majorité des crédits étant à court terme, il en résulte un accroissement du risque de faillites et par là même une fragilité supplémentaire du système financier qui limite encore davantage son développement.

La pertinence de ces effets est une question empirique. Le fait que, parmi les économies de taille significative, seul le Panama a une longue expérience de dollarisation (adoptée en 1904), limite les possibilités d'avoir une vision pré-

¹⁵ Eichengreen (2003).

cise de ces effets attendus. On peut simplement noter que le Panama a connu des crises bancaires importantes, notamment en 1988-1989.

La dollarisation exerce une influence sur la stabilité budgétaire par deux canaux. D'une part, de par ses vertus anti-inflationnistes, la dollarisation fait converger les taux d'intérêt domestiques vers les taux internationaux. Il en résulte alors une baisse du service de la dette pour l'Etat. D'autre part, en éliminant la possibilité de faire jouer la taxe inflationniste, la dollarisation incite les autorités budgétaires à mener des politiques allant dans le sens de la maîtrise des déficits. Dans le cas contraire, l'Etat peut connaître un défaut de paiement très coûteux. Cet effet est renforcé par la disparition des revenus de seigneurage obtenus lorsque les autorités monétaires émettent de la monnaie.

Comme précédemment, même si le recul historique manque, il convient de relever que la dollarisation au Panama n'a pas empêché ce pays de connaître des déficits budgétaires chroniques, nécessitant même l'intervention régulière du FMI. Entre 1973 et 1998, le déficit budgétaire moyen a été équivalent à 4 % du PIB. Au cours des années 1973-1987, période durant laquelle le Panama a été en permanence sous programme du FMI, ce déficit s'est élevé à 7 % du PIB¹⁶.

Les performances macroéconomiques des pays dollarisés

Le faible nombre de pays de taille significative à avoir adopté la dollarisation fait que les études empiriques concernant les performances macroéconomiques de ce régime de change sont encore peu nombreuses¹⁷. Edwards et Magendzo (2002)¹⁸ ont étudié les performances des pays dollarisés sur la période 1970-1998 en termes d'inflation et de croissance. Leur étude comprend 12 pays indépendants et 3 territoires. Le tableau 1 présente les taux d'inflation dans les pays dollarisés et les autres, ainsi que leur taux de croissance par tête respectif.

Tableau 1 Inflation et croissance dans les pays dollarisés et non dollarisés, en %

	(A) Pays dollarisés	(B) Pays non dollarisés	(C) Différence (A) – (B)
Inflation			
Moyenne	4,30	59,42	-55,11
Médiane	3,80	9,00	5,20
Croissance par tête du PIB			
Moyenne	0,58	1,26	-0,69
Médiane	0,44	1,85	-1,41

Source : Edwards et Magendzo (2002)

¹⁶ Edwards (2003).

¹⁷ Il convient en outre de souligner que la dollarisation a été adoptée très récemment dans ces pays (à l'exception de Panama) : 2001 pour l'Equateur et le Salvador.

¹⁸ Cette étude est représentative d'autres résultats empiriques présentés dans la littérature.

Les performances en matière d'inflation sont nettement meilleures dans les pays dollarisés. Cependant, si on tient compte d'un biais en faveur de l'inflation dans les pays non dollarisés en raison de la présence de pays à hyperinflation, on constate que l'avantage des pays dollarisés se réduit : il se situe dans une fourchette de -3,5 à -7 points de pourcentage contre près de -55 initialement.

Si le taux de croissance du PIB par tête semble légèrement inférieur dans les pays dollarisés, on ne peut pas en conclure pour autant que les pays ayant adopté ce régime de change ont eu un comportement différent des autres. Une telle conclusion est défavorable à la dollarisation. En effet, les partisans de ce régime de change mettent en avant ses effets positifs sur la croissance *via* l'intensification du commerce international et la baisse des taux d'intérêt domestique qui doit accroître l'investissement. Or, les études empiriques ne confirment pas les gains attendus en termes de croissance.

Les pays dollarisés se caractérisent par une volatilité des variables réelles supérieures aux autres pays. Ainsi, Edwards et Magendzo (2002) obtiennent une volatilité moyenne de la croissance de 6,45 pour le premier groupe de pays contre 5,58 pour le second groupe. Il apparaît aussi que l'ajustement aux chocs extérieurs est plus coûteux pour les pays dollarisés. Edwards (2003) a étudié sur la période 1970-1998 la volatilité des termes de l'échange et les épisodes de correction du compte courant pour le Panama et les marchés émergents¹⁹. Ses principales conclusions sont les suivantes. D'une part, si la volatilité des termes de l'échange est plus faible au Panama, la fréquence des épisodes de correction du compte courant est similaire. D'autre part, les chocs liés aux termes de l'échange et à la dégradation du compte courant sont plus coûteux en termes de croissance pour le Panama comparativement aux autres pays émergents. On retrouve ici les difficultés des pays à ancrage dur à faire face aux chocs extérieurs.

2. Changes flottants

Dès la début des années 50, Friedman a souligné les avantages de la flexibilité des changes en termes d'ajustement et d'autonomie de la politique monétaire. En effet, lorsque les prix varient lentement au cours du temps, l'ajustement du taux de change nominal est moins coûteux qu'un ajustement des prix et des salaires lorsqu'une variation du taux de change réel est requise pour retrouver l'équilibre. Au début des années 60, Mundell reprend cette question en montrant

¹⁹ La volatilité des termes de l'échange est définie comme l'écart-type du log des prix relatifs des exportations aux importations. La correction du compte courant correspond aux situations où le déficit du compte courant s'est dégradé d'au moins 3 % du PIB en une année.

que la flexibilité des changes est particulièrement indiquée lorsque l'économie est frappée par des chocs réels externes, ce qui particulièrement le cas des marchés émergents. En outre, il est souvent reprocher aux régimes de changes fixes d'empêcher la politique monétaire de répondre à des objectifs internes. En effet, celle-ci est soumise au respect de la règle de change. Les autorités domestiques perdent ainsi un instrument de politique économique. Dans un régime de changes flexibles, la suppression de toute obligation d'intervenir pour défendre la monnaie se traduit par la possibilité d'utiliser la politique monétaire pour atteindre des objectifs internes, notamment en termes d'emplois.

Au cours des années 90, une littérature remettant en cause les vertus d'ajustement des changes flottants s'est développée. Elle peut se résumer par l'expression de Calvo et Reinhart (2002) : « la peur du flottement » (*fear of floating*). Un des mérites de cette littérature a été de reconsidérer les avantages et les inconvénients de cette autre solution de coins préconisée par les institutions internationales aux pays émergents et en développement. Trois points sont analysés ici : l'efficacité des dépréciations nominales une fois pris en compte l'indexation et le degré de transmission de fluctuations des taux de change aux prix domestiques (le *pass-through*) ; l'indépendance monétaire liée aux changes flexibles et les effets restrictifs ou expansionnistes sur l'activité de la dépréciation monétaire.

L'efficacité de la dépréciation nominale de la monnaie domestique

Compte tenu d'un degré d'ouverture souvent élevé des marchés émergents, mais aussi de la sensibilité de ces économies à l'exportation et à l'importation de certains produits, les fluctuations des taux de change peuvent avoir des effets très rapides sur les taux d'inflation. Calvo et Reinhart (2001) estiment ainsi que la transmission des fluctuations des changes aux prix domestiques est quatre fois plus importante dans les marchés émergents que dans les pays développés. Dans une perspective similaire, Ho et McCauley (2003) ont compilé un certain nombre d'études empiriques menées sur les années 1980 – 2000. Toutes convergent pour montrer que le degré de *pass-through* plus élevé dans les pays émergents que dans les pays développés.

Les facteurs explicatifs du pass-through

Le degré de *pass-through* établit un lien entre la variation du taux de change de la monnaie domestique et celle des prix. En ce sens, il existe une relation entre son degré et la capacité des entrepreneurs à modifier leurs prix à la suite d'une variation du taux de change. Dans cette perspective, le degré de *pass-through* est influencé par différents facteurs parmi lesquels²⁰ :

- la structure et le degré de compétition sur les marchés des biens ;

²⁰ Goldfajn et Werlang (2000) ; Ho et McCauley (2003).

- l'activité économique : dans les périodes de forte (faible) activité, il est plus facile (difficile) pour les entrepreneurs de répercuter dans leurs prix une hausse de leurs coûts liés à la dépréciation de la monnaie domestique ;
- le taux de change réel : la surévaluation de la monnaie domestique est un déterminant important de la dépréciation future de cette monnaie. A ce titre, elle exerce un effet sur le degré de *pass-through*. Lorsque la dépréciation constitue une correction de la surévaluation initiale du taux de change, et donc que celui-ci retrouve son état stationnaire, alors la dépréciation ne produit pas d'effets inflationnistes. On doit observer uniquement un changement dans le prix relatif biens échangeables / non échangeables, mais pas de hausse généralisée des prix. A *contrario*, une dépréciation allant au-delà de ce qui est nécessaire pour retrouver la valeur d'équilibre du taux de change produit des effets inflationnistes marqués sur l'économie. Une telle dépréciation excessive peut se manifester dans les périodes de crise de change ;
- l'environnement inflationniste : il est important de savoir si les modifications du taux de change sont perçues par les agents privés comme étant temporaires ou permanentes. Ce facteur dépend des performances passées en termes d'inflation et de la politique monétaire. D'une manière générale, les entrepreneurs auront d'autant plus tendance à répercuter dans leurs prix les variations du taux de change que l'environnement est traditionnellement marqué par l'inflation. En effet, si l'inflation est persistante, les entrepreneurs considéreront que les hausses de coûts sont elles-mêmes persistantes ;
- le degré d'ouverture de l'économie : ses effets sont ambigus. D'un côté, un degré d'ouverture élevé peut signifier que l'économie est fortement influencée par les variations du taux de change. On aurait ainsi une relation positive entre degré d'ouverture et degré de *pass-through*. D'un autre côté, dans une logique à la Barro – Gordon, on devrait observer une relation négative entre inflation et degré d'ouverture. La recherche de crédibilité en économie ouverte devrait conduire à une plus faible inflation dans les pays les plus ouverts.

*Les principaux enseignements des études empiriques*²¹

Les travaux empiriques montrent que la dépréciation, l'inflation initiale et la croissance élevée du PIB sont liées positivement à l'inflation. La surévaluation du taux de change réel et l'ouverture tendent à réduire l'inflation. Il n'y a pas de relation claire entre ouverture et *pass-through*. En effet, le degré d'ouverture n'est pas nécessairement un indicateur de l'importance des biens échangeables dans l'indice des prix. Selon la loi d'Engel, un pays à faible revenu peut avoir une part élevée des biens échangeables liés aux secteurs de l'alimentation et des produits manufacturés dans le panier de consommation et donc dans l'indice des prix, et ce alors même que son degré d'ouverture n'est pas élevé. Dans cette

²¹ On utilise ici Goldfajn et Wertang (2000) et Ho et McCauley (2003).

perspective, le degré de *pass-through* serait d'autant plus élevé que le niveau de revenu est faible.

Le *pass-through* est lié au niveau de développement économique (tableau 2). Pour un horizon de 6 mois, le coefficient de *pass-through* est plus élevé dans les pays en développement et les marchés émergents que dans les pays développés. A 12 mois, le *pass-through* est presque total dans les marchés émergents (0,912).

Tableau 2 Coefficients de *pass-through* par type de pays, 1980-1998

Mois	Pays développés	Pays émergents	Autres pays en développement	Pays 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).

Indépendance monétaire en changes flexibles

Si la flexibilité des changes n'empêche pas une transmission des taux d'intérêt internationaux aux taux domestiques, les études empiriques montrent que ce régime de change accroît néanmoins l'indépendance monétaire.

Frankel, Schmukler et Servén (2002) considèrent un échantillon composé 46 pays (18 pays développés et 28 pays en développement à revenu moyen) sur la période 1970 – 1999. Le pays référent est les Etats-Unis. Les taux d'intérêt retenus sont les taux de marché monétaire à trois mois. Le tableau 3 présente quelques uns de leurs résultats pour les pays en développement.

Tableau 3 Réponses des taux d'intérêt domestiques au taux d'intérêt américain

	Réponses selon le régime de change pour tous les pays	Réponses pour les pays en développement		
		Années 70	Années 80	Années 90
Régimes fixes	Taux des Etats-Unis : 0,62** Constante : 0,05**	0,05	0,99**	1,81**
Régimes intermédiaires	Taux des Etats-Unis : 0,53** Constante : 0,10**	0,47	0,08	0,81*
Régimes flottant	Taux des Etats-Unis : 0,53** Constante : 0,40**	- 0,52	- 0,12	0,91*

* Significativement différent de zéro à 10 %.

** Significativement différent de zéro à 5 %.

Source : Frankel, Schmukler et Servén (2002).

La colonne 2 relative à l'ensemble des pays et de la période fait apparaître des résultats conformes à la théorie traditionnelle. Ainsi, la réponse des taux d'intérêt domestiques aux taux américains est plus élevée en changes fixes qu'en régimes de changes intermédiaires et flexibles. Cependant, les différences selon les régimes ne sont pas très importantes. La seconde ligne de la colonne 2 reflète le niveau des taux d'intérêt domestique selon le régime de change une fois enlevée les effets du taux d'intérêt international. Cette variable montre que les taux d'intérêt tendent à être plus bas en changes fixes (argument de la crédibilité).

La suite du tableau se concentre sur le cas des pays en développement en distinguant trois sous-périodes : les années 70, les années 80 et les années 90. Une différence fondamentale entre ces sous-périodes porte sur le degré d'intégration financière internationale. Au cours des années 70, aucun coefficient n'est significativement différent de zéro. Au cours des années 80, les régimes de changes fixes montrent une très forte sensibilité des taux d'intérêt domestiques au taux étrangers. Les autres coefficients ne sont pas significativement différents de zéro. Les estimations des coefficients pour les années 90 sont meilleures. La colonne 5 montre ainsi que les réponses sont très importantes pour les régimes de change intermédiaires (0,81) et surtout les régimes de changes flexibles (0,91). Ces deux régimes ne semblent donc pas fournir une forte indépendance monétaire. Cependant, l'influence des taux d'intérêt américains est encore plus forte pour les régimes de changes fixes : le coefficient de 1,81 suggère même une surréaction du taux domestique.

Le gain en indépendance monétaire lié aux changes flexibles semble ainsi particulièrement limité au cours des années 90. Une autre manière d'identifier ce gain est de considérer, non pas le gain permanent en autonomie comme le fait le tableau 3, mais le gain temporaire. Pour ce faire, il convient d'estimer la vitesse avec laquelle le taux domestique va réagir aux modifications du taux international. Plus cette vitesse sera lente, plus le gain temporaire en autonomie sera élevé. Frankel, Schmukler et Servén (2002) considèrent cette question en étudiant quelques pays en développement de l'échantillon appartenant à différents régimes de change. Le tableau 4 précise les résultats obtenus en focalisant l'attention sur les coefficients d'ajustement des taux domestiques au taux international.

Tableau 4 Vitesse d'ajustement des taux d'intérêt domestiques au aux d'intérêt américain selon le régime de change

	Période	Coefficients d'ajustement
Régimes de changes fixes		
Argentine	Janvier 1991 – décembre 1999	0,66**
Hong Kong	Janvier 1994 – décembre 1999	0,78**
Régimes intermédiaires		
Chili	Janvier 1990 – août 1999	0,09**
Israël	Janvier 1990 – décembre 1999	0,15**
Singapour	Janvier 1990 – décembre 1999	0,12**
Thaïlande	Janvier 1990 – mars 1997	0,48**
Régimes flottants		
Mexique	Décembre 1994 – décembre 1999	0,15**
Philippines	Janvier 1990 – décembre 1999	0,08**
Afrique du Sud	Janvier 1990 – décembre 1999	0,09**

** Significativement différent de zéro à 5 %.

Source : Frankel, Schmukler et Servén (2002).

Ils sont conformes à la théorie traditionnelle. Ainsi, la vitesse d'ajustement des taux d'intérêt domestiques au taux américain est beaucoup plus élevée pour les régimes d'ancrage fixe que pour les autres régimes. Autrement dit, la flexibilité apporte un gain d'autonomie monétaire, mais celui-ci est temporaire.

Au total, la théorie traditionnelle n'est pas remise en cause, c'est-à-dire que le régime de change flexibles apporte un gain d'indépendance monétaire. Cependant, ce gain apparaît doublement limité :

- d'une part, l'accroissement de l'intégration financière internationale au cours des années 90 a fait que, pour les marchés émergents et quelque soit leur régime de change, leurs taux d'intérêt sont influencés par les taux américains ;
- d'autre part, même si le flottement apporte une certaine indépendance monétaire, celle-ci reste limitée dans le temps.

La dépréciation produit-elle des effets restrictifs sur l'activité ?

La crise asiatique a ravivé un débat ancien relatif aux effets des dévaluations sur l'activité. Les pays ayant effectué des dépréciations soudaines – à l'image de l'Indonésie – semblent avoir davantage souffert (en termes de poids de la dette externe, de faillites bancaires et non bancaires et de production) que les pays

ayant maintenu plus durablement les changes fixes. Cependant, il ne semble pas qu'une telle observation ait une portée générale.

Effets des dépréciations en périodes de crises de change

Calvo et Reinhart (2000) considèrent que les effets expansionnistes de la dépréciation ne sont pas présents dans les marchés émergents, et ce, à la différence de ce qui est observée dans les pays développés. Deux effets peuvent être distingués ici.

En premier lieu, les crises de change dans les marchés émergents sont généralement suivies par un arrêt brutal des entrées de capitaux se traduisant par une forte baisse des réserves officielles et un retournement rapide du solde du compte courant (tableau 5).

Tableau 5 Ajustement du compte courant avant, pendant et après la crise de change. Déficit du compte courant en % du PIB

	Année précédant la crise	Année de la crise	Année après la crise	Variation du taux de croissance de (t-1) à (t+1)
Groupe de pays	(t-1)	(t)	(t+1)	
Pays émergents	-4,46	-3,97	-1,39	3,47
Pays développés	-2,84	-3,06	-2,10	0,74
Différence	-1,62*	-0,91	0,71	2,73*

* Significatif à 5 %

Source : Calvo et Reinhart (2001).

Le retournement du compte courant est obtenu au prix d'une contraction de la demande agrégée (tableau 6).

Tableau 6 Croissance du PIB en terme réel, avant, durée et après une crise de change. En %

	Année précédant la crise	Année de la crise	Année après la crise	Variation du taux de croissance de (t-1) à (t+1)
Groupe de pays	(t-1)	(t)	(t+1)	
Pays émergents	3,61	1,27	1,62	-1,99
Pays développés	1,73	1,49	1,58	-0,15
différence	1,88*	-0,22	0,04	-1,84*

* Significatif à 5 %

Source : Calvo et Reinhart (2001).

Les conséquences sur la production et l'emploi s'expliquent par deux canaux. D'une part, un canal keynésien dans lequel la rigidité à la baisse des prix des biens et des salaires fait que toute baisse de la demande agrégée s'accompagne d'une contraction de la production et d'une hausse du chômage. D'autre part, un canal fishérien²² lié à la nature des contrats financiers. Ces derniers – notamment le contrat de dette – pré-définissent les termes de paiement sans prendre en compte tous les états de la nature futurs. En conséquence, la baisse des prix des biens non échangeables se traduit par une hausse des taux d'intérêt réels qui pèsent sur les entreprises endettées. L'effet Fisher est renforcé par l'importance des dettes libellées en dollars dans les marchés émergents.

Effets des dépréciations sur l'activité en longue période

Une limite importante des résultats précédents est de ne considérer que les épisodes de crise. Dans ce contexte, l'absence d'effets expansionnistes de la dépréciation peut être liée à un grand nombre de facteurs indépendants du régime de change.

Broda (2002) fournit une étude intéressante sur la question en considérant 74 pays en développement sur la période 1973 – 1996. Il cherche à déterminer si les chocs négatifs des termes de l'échange affectent de manière similaire ou non la production, le taux de change réel et l'inflation selon le régime de change. Ses principaux résultats sont les suivants :

- après deux ans, une baisse de 10 % des termes de l'échange conduit à une baisse du PIB de 1,9 % dans les régimes d'ancrage contre une baisse de 0,2 % dans les régimes flottants ;
- après deux ans, une baisse de 10 % des termes de l'échange est suivie par une dépréciation du taux de change réel de 1,3 % dans les pays à régimes de change fixes contre 5,1 % dans les pays à changes flottants ;
- près de 33 % des fluctuations du PIB réel des pays en développement à changes fixes est expliqué par les variations des termes de l'échange. Dans les pays à changes flottants, cette part tombe à 15 % ;
- la contrepartie de cette dernière observation est la différence de volatilité du taux de change réel selon le régime de change : 13 % dans les régimes d'ancrage contre 43 % dans les régimes de flottement.

Autrement dit, le taux de change flexible est un meilleur amortisseur des chocs réels.

A partir d'un échantillon de près de 100 pays et sur la période 1974 – 2000, ces résultats sont confirmés par Edwards et Levy-Yeyati (2003). Les chocs des termes de l'échange sont amplifiés par le régime de changes fixes. Surtout,

²² Ce canal fait référence à Irving Fisher qui, au début des années 30, a introduit le concept de déflation par la dette (*debt deflation*). Il a ainsi montré que lorsque les agents sont très endettés, toute contraction de l'activité accompagnée d'une baisse des prix conduit à un accroissement du poids de la dette en terme réel. Dès lors, la crise s'aggrave par des faillites en chaîne.

on observe une réponse asymétrique pour les changes fixes. Cela signifie que dans ce régime, la réponse de la production est plus forte pour les chocs négatifs que pour les chocs positifs.

Finalement, du point de vue de la remise en cause de la thèse de la peut du flottement, seuls les effets négatifs sur l'activité de la dépréciation semblent devoir être très nuancés. Ainsi, compte tenu des caractéristiques de nombreux pays émergents et en développement – taille souvent petite et degré élevé d'ouverture – le taux de change joue le rôle de prix directeur pour de nombreux secteurs. De ce point de vue, de larges fluctuations sont susceptibles d'avoir des effets très déstabilisants. Ces derniers peuvent être amplifiés par les pratiques d'indexation des salaires nominaux encore en vigueur dans de nombreux pays.

En outre, il convient de souligner que « *le choix d'un régime de change n'est en rien indépendant de la recherche de la qualité et de la crédibilité des politiques macroéconomiques* »²³. Or, la plupart des marchés émergents souffrent à ce niveau d'un déficit important lié à leur histoire où l'instabilité monétaire a souvent été la règle. Les insuffisances du cadre institutionnel pour assurer des politiques monétaire et budgétaire stables font qu'il est difficile pour ces pays de se passer complètement du taux de change comme mécanisme disciplinant.

Enfin, les fluctuations des taux de change des marchés émergents perturbent la disponibilité des financements extérieurs qui leur sont destinés. « *La stabilité des changes dans les marchés émergents peut être considérée comme un bien public international puisqu'elle facilite le recyclage de l'épargne de la population riche et vieillissante des pays industrialisés vers les économies du Sud à la recherche de capitaux* »²⁴.

Conclusion

Les leçons tirées des crises de change des années 90 ont conduit à un large consensus parmi les économistes, relayés par les institutions internationales, selon lequel les marchés émergents sont désormais confrontés à un choix binaire du point de vue de leur régime de change entre la flexibilité pure ou l'ancrage dur. A l'origine de ce consensus en faveur de ces solutions extrêmes se trouve le degré d'intégration croissante des pays émergents aux marchés financiers internationaux. Autrement dit, le fondement principal du consensus actuel en faveur des solutions en coins réside dans le triangle d'incompatibilité.

Cet article a discuté la pertinence de ce consensus en identifiant les avantages et les coûts respectifs des solutions de coins. La conclusion principale

²³ Bergsten, Davanne et Jacquet (1999), p.13.

²⁴ Idem, p.13-14.

qui se dégage est que les solutions de coins sont dans la réalité difficilement praticables dans les marchés émergents.

Compte tenu de la praticabilité limitée des solutions de coins, et compte tenu du rôle de l'ouverture financière internationale qui rend les régimes intermédiaires plus fragiles, le régime de change dans les marchés émergents devrait s'articuler autour de deux pivots.

D'une part, la mise en œuvre d'une ancre nominale strictement domestique sous la forme d'une cible d'inflation. Celle-ci devrait être associée à un régime de change intermédiaire à bandes larges destinées à limiter la volatilité des taux de change et à surveiller les conséquences inflationnistes des variations du change. En effet, le taux de change affecte l'inflation par deux canaux²⁵ :

- indirectement, par le fait que le taux de change réel affecte le prix relatif entre les biens domestiques et étrangers, ce qui, à son tour, affecte à la fois la demande domestique et étrangère pour les biens domestiques. Ce canal exerce ainsi une influence sur la demande agrégée traditionnellement affectée par la politique monétaire ;

- directement, dans la mesure où le taux de change exerce une influence, d'une part, sur les prix en monnaie domestique des biens importés entrant dans le calcul des prix à la consommation (inflation importée) et d'autre part, *via* le *pass-through*, sur l'ensemble des prix domestiques.

Autrement dit, toute politique visant à contrôler à court terme l'inflation doit aussi contrôler le taux de change. Dans le cadre d'un arbitrage entre stabilité de l'inflation et stabilité du produit, la prise en compte du taux de change est un élément déterminant de l'efficacité de la politique monétaire. Ball (2000) souligne ainsi qu'une politique de cible stricte d'inflation, c'est-à-dire ne prenant en compte que l'inflation dans la fonction objectif des autorités, conduit en fait à un accroissement de la volatilité du produit. Cette volatilité accrue est liée à la vitesse de transmission des impulsions de la politique monétaire à l'inflation. Plus précisément, deux canaux peuvent être distingués : d'une part, le canal allant des variations du taux d'intérêt vers celles du produit et *in fine* de l'inflation et, d'autre part, le canal allant des variations du taux d'intérêt vers celles du taux de change, puis celles des prix importés et en fin de compte de l'inflation. Le premier canal exerce une influence sur les prix au bout de deux périodes (soit deux ans empiriquement), le second les modifie au bout d'une période (soit un an). Autrement dit, dans un contexte où la banque centrale ne vise qu'un objectif strict d'inflation, elle sera incitée à agir fortement sur le taux de change afin d'atteindre la cible d'inflation. A cette fin, elle sera conduite à faire varier amplement le taux d'intérêt avec comme conséquence un accroissement de la volatilité du produit. En outre, Ho et McCauley (2003) ont montré qu'une des raisons de l'inefficacité de la politique de cible d'inflation dans les marchés émergents

²⁵ Svensson (2000).

par rapport aux pays développés ayant adopté cette stratégie tient à l'instabilité du taux de change dans le premier groupe de pays. Il apparaît ainsi primordial de prendre en compte le taux de change dans la politique monétaire.

La largeur de la bande répond à deux impératifs. En premier lieu, il s'agit d'éviter l'apparition d'un conflit d'objectifs entre la cible d'inflation et le taux de change. Si la bande est suffisamment large, et si les autorités n'interviennent qu'aux bornes, alors la politique monétaire devrait être mobilisée que de manière discontinue pour défendre le régime de change. En second lieu, un régime intermédiaire trop rigide peut s'avérer contre-productif dans la mesure où, comme le montre l'expérience de nombreux marchés émergents, il est très difficile d'introduire dans ce type de régimes une dose de flexibilité, alors que celle-ci s'avérerait nécessaire.

D'autre part, l'instauration d'un contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux destinés à limiter l'impact déstabilisant de la libéralisation financière internationale, et ce, tant que les pays ne se sont pas dotés des infrastructures macroéconomiques et financières capables de gérer les mouvements de capitaux. Afin d'éviter que de tels contrôles soient interprétés comme une mesure allant à l'encontre des mécanismes du marché, et de faire au contraire d'eux un outil de la stabilité financière internationale, il serait utile de les mettre sous l'autorité du FMI²⁶. Celui-ci devrait ainsi établir des principes et guides liés à l'utilisation des contrôles. Ceux-ci seraient négociés de manière multilatérale, mais chaque pays membre pourrait les utiliser librement après consultation du FMI. Le guide devrait apporter des réponses aux trois questions suivantes : (i) quels types de restriction sur les mouvements de capitaux autoriser ?, (ii) sous quelles circonstances ?, (iii) avec quelles procédures ?

Cependant, du point de vue de la stabilité du système monétaire et financier international, l'identification du « meilleur » régime de change pour les marchés émergents n'est qu'une partie du problème. En effet, les fluctuations désordonnées des taux de change des monnaies du Groupe des Trois (G-3) exercent une influence déstabilisante sur les marchés émergents²⁷. Un système monétaire et financier international plus ordonné doit prendre appui à la fois sur les réformes dans les marchés émergents et sur la stabilité des taux de change des monnaies du G-3.

Une zone cible entre le dollar, l'euro et le yen encadrant les fluctuations des changes autour de bornes limites supérieures et inférieures peut être envisa-

²⁶ Allegret et Dulbecco (2002).

²⁷ Rappelons en ce sens les indicateurs présentés dans l'introduction. On peut aussi faire référence à la crise asiatique de 1997-1998 qui a été précédée par une ample et très rapide appréciation du dollar face au yen.

gée²⁸. La largeur de la bande doit être suffisamment importante – +/- 15 % autour d'un taux central – pour permettre les ajustements périodiques du taux central sans pour autant provoquer un saut discret du change favorable à la spéculation. Il s'agit aussi d'éviter de trop subordonner la politique monétaire au respect de la zone cible.

Le gain en stabilité est double :

- d'une part, la présence de la bande limite l'apparition des mésalignements, tels que ceux que l'on a connu avec le dollar au cours de la première moitié des années 80. Or, de tels mésalignements exercent des effets déstabilisants sur l'économie mondiale, notamment sous la forme d'augmentation des taux d'intérêt, de distorsions de la compétitivité et de pressions protectionnistes dans les pays qui subissent ces déviations de taux de change ;

- d'autre part, la zone cible s'intègre dans un processus de coordination des politiques économiques plus avancé entre les pays du G-3. Une telle coordination semble d'autant plus nécessaire qu'il existe de profonds déséquilibres entre ces pays qui appellent un ajustement. Or, l'économie mondiale est de manière récurrente confrontée au spectre d'un atterrissage brutal du dollar – afin de réduire les déficits extérieurs américains – qui aurait des conséquences déstabilisantes sur l'économie mondiale.

Compte tenu des enjeux pour l'économie mondiale, la mise en œuvre de la zone cible pourrait se faire sous l'égide du FMI. En effet, celui-ci semble être l'institution la plus légitime pour intégrer la question des taux de change du G-3 dans le cadre de la stabilité monétaire et financière mondiale. Le FMI pourrait offrir des estimations de taux de change d'équilibre compatibles avec la réduc-

²⁸ Allegret et Sandretto (2000). On rejoint ici le point de vue minoritaire présenté dans le rapport du *Council of Foreign Relations* sur la nouvelle architecture. Ce point de vue, notamment co-signé par Bergsten, Soros et Volcker, considère qu'aucune réforme du système monétaire et financier international ne peut faire l'économie d'une réforme sur la manière dont sont gérées les monnaies du G-3. Voir Allaire et alii (1999). Les critiques à propos de la praticabilité des zones cibles sont nombreuses. Le fait que les pays du G-3 soient relativement fermés sur l'extérieur ne les incitent pas à chercher à stabiliser leur taux de change. Reinhart et Reinhart (2001) soulignent que la gestion d'une zone cible repose sur la manipulation des taux d'intérêt à court terme par les banques centrales. Dès lors, du point de vue des marchés émergents, les gains liés à plus de stabilité des monnaies du G-3 pourraient s'accompagner de pertes liées à la volatilité des taux d'intérêt. La perte serait alors d'autant plus grande que le pays est très endetté. Si cet argument est important à considérer, il convient de souligner que les hausses de taux d'intérêt pour défendre la zone cible ont rarement un caractère permanent. Compte tenu des difficultés à mettre en œuvre une zone cible, Bergsten, Davanne et Jacquet (1999) et Coeuré et Pisani-Ferry (2000) ont proposé une approche « minimaliste » autour de deux pivots : (i) l'engagement des pays du G-3 à coordonner *ex ante* leurs réponses aux chocs macroéconomiques et (ii) la surveillance des évolutions sur les marchés de change afin d'envoyer aux opérateurs des informations destinées à favoriser la spéculation stabilisatrice. Autrement dit, il s'agit de séparer les deux objectifs traditionnellement associés avec les zones cibles : la coordination des politiques économiques et la surveillance des taux de change.

tion des déséquilibres mondiaux. Il offre aussi un cadre de surveillance multilatérale très important.

On reproche souvent aux zones cibles de ne pas être en mesure de réduire la volatilité des taux de change en raison de bandes trop larges. Inversement, en cas de bandes étroites, l'accord de change ne serait pas en mesure de résister aux pressions des marchés. En fait, même avec des bandes larges, la zone cible peut avoir un impact stabilisant dans la mesure où, à travers les bandes de fluctuations, les autorités guident les marchés. De nombreux modèles consacrés à la détermination à court terme des taux de change suggèrent en effet que la volatilité des taux de change est « une question de contexte » selon l'expression de Cartapanis (1994). Plus précisément, la volatilité des changes tend à être d'autant plus élevée que les opérateurs sont dans une situation d'incertitude quant à la « vraie » valeur des taux de change²⁹.

Ainsi, du point de vue des taux de change, la nouvelle architecture du système monétaire et financier international devrait s'articuler autour d'un double régime de change intermédiaire : d'une part au sein des marchés émergents avec des systèmes à bandes larges liés à une cible d'inflation et, d'autre part, à une zone cible entre les monnaies du G-3 afin de limiter l'impact déstabilisant au niveau mondial de leurs fluctuations désordonnées et de réduire de manière ordonnée les déséquilibres mondiaux.

Références

- Allaire P. et alii (1999), « Dissenting views : On target zones for the G-3 currencies », in Council of Foreign Relations (ed), *Safeguarding prosperity in a global financial system : the future international financial architecture*, Washington DC.
- Allegret J.P. (2005), *Les régimes de change dans les marchés émergents, quelle perspective pour le 21^{ème} siècle ?*, Editions Vuibert, Paris.
- Allegret J.P. et Dulbecco P. (2002), « Global governance versus domestic governance : what roles of international institutions ? », *European Journal of Development Research*, vol.14, n°1, juin, p.263-272.
- Allegret J.P. et Sandretto R. (2000), « La nouvelle architecture du système monétaire international, revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods », *L'Actualité Economique*, vol.76, n°3, septembre, p.437-456.
- Ball L. (2000), « Policy rules and external shocks », in N. Loayza et K. Schmidt-Hebbel (eds), *Monetary policy : rules and transmission mechanisms*, Banque Centrale du Chili, Santiago, disponible sur internet : <http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper/pdf/dtbc82.pdf>
- Berg A. et Borensztein E. (2003), « The pros and cons of full dollarization », in Salvatore D., Dean J.W. et Willett T.D. (eds), *The dollarization debate*, Oxford University Press, p.72-101.

²⁹ Voir par exemple De Grauwe et Dewachter (1993).

- Bergsten F., Davanne O. et Jacquet P. (1999), « Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes », in F. Bergsten et alli (eds), *Architecture financière internationale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n°18, La Documentation Française, Paris, p.9-54.
- Broda C. (2002), « Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries », *Federal Reserve Bank of New York*, à paraître *Journal of International Economics*, disponible sur internet : <http://www.ny.frb.org/research/economists/broda/BrodaNov02.pdf>
- Bubula A. et Ötoker-Robe I (2002), « The evolution of exchange rate regimes since 1990 : evidence from de facto policies », *IMF Working Paper*, WP/02/155, septembre.
- Bubula A. et Ötoker-Robe I (2003), « Are pegged and intermediate exchange rate regimes more crisis prone ? », *IMF Working Paper*, WP/03/223, novembre.
- Calvo G. et Reinhart C.M. (2001), « Fixing for your life », in S. Collins et D. Rodrik (eds), *Brookings Trade Forum 2000*, Brookings Institution, Washington DC, p.1-39.
- Calvo G. et Reinhart C.M. (2002), « Fear of floating », *The Quarterly Journal of Economics*, vol.117, n°2, mai, p.379-408.
- Cartapanis A. (1994), « Le rôle déstabilisant des mouvements de capitaux sur le marché des changes : une question de contexte », *Cahiers Economiques et Monétaires*, n°43, p.97-139.
- Chauvin S. et Villa P. (2003), « Le *currency board* à travers l'expérience de l'Argentine », *Document de travail du CEPII*, n°2003-07, juillet.
- Coeuré B. et Pisani-Ferry J. (2000), « The euro, yen, and dollar : making the case against benign neglect », in P.B. Kenen et A.K. Swoboda (eds), *Reforming the international monetary and financial system*, IMF, Washington DC, p.19-46.
- De Grauwe P. et Dewachter H. (1993), « A Chaotic Monetary Model of the Exchange Rate », in H. Frisch et A. Wörgötter (eds), *Open-Economy Macroeconomics*, St Martin's Press, New-York, p.353-376.
- Edwards S. (2003), « Dollarization : myths and realities », in Salvatore D., Dean J.W. et Willett T.D. (eds), *The dollarization debate*, Oxford University Press, p.111-128.
- Edwards S. et Levy-Yeyati E. (2003), « Flexible exchange rates as shock absorbers », *NBER Working Paper Series*, n°9867, juillet.
- Edwards S. et Magendzo I.I. (2002), « Dollarization and economic performance : what do we really know ? », *Banque Centrale d'Autriche, Working Paper*, n°65.
- Eichengreen B. (2003), « What problems can dollarization solve ? », in Salvatore D., Dean JW. et Willett TD. (eds), *The dollarization debate*, Oxford University Press, p.129-139.
- Frankel J., Schmukler S. et Servén L. (2004), « Global transmission of interest rates : monetary independence and currency regime », *Journal of International Money and Finance*, vol.23, n°5, p.701-733.
- Ghosh A.R., Gulde A.M. et Wolf H.G. (2001), « Currency boards : more than a quick fix ? », *Economic Policy*, vol.15, n°31, octobre, p.269-335.
- Goldfajn I. et Olivares G. (2001), « Dollarization : the case of Panama », *Economía*, vol.1, n°2, p.101-155.

- Goldfajn I. et Werlang S. (2000), « The pass-through from depreciation to inflation : a panel study », PUC-RIO, *Department of Economics, Working Paper*, n°423, avril, disponible sur internet : www.econ.puc-rio.br/pdf/td423.pdf
- Ho C. et McCaulley R.N. (2003), « Living with flexible exchange rates : issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies », *BIS Working Papers*, n°130, disponible sur internet : <http://www.bis.org/publ/work130.pdf>
- Krugman P.R. (1998), « The eternal triangle », octobre, <http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html>
- Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. (2006), « The external wealth of nations mark II : revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004 », *IMF Working Paper*, WP/06/29, mars.
- Reinhart C.M. et Reinhart V.R. (2001), « What hurts most ? G-3 exchange rate or interest rate volatility », in S. Edwards et J.A. Frankel (eds), *Preventing currency crises in emerging markets*, University of Chicago Press, p.73-99.
- Svensson L. (2000), « Open-economy inflation targeting », *Journal of International Economics*, vol.50, n°1, février, p.155-183.

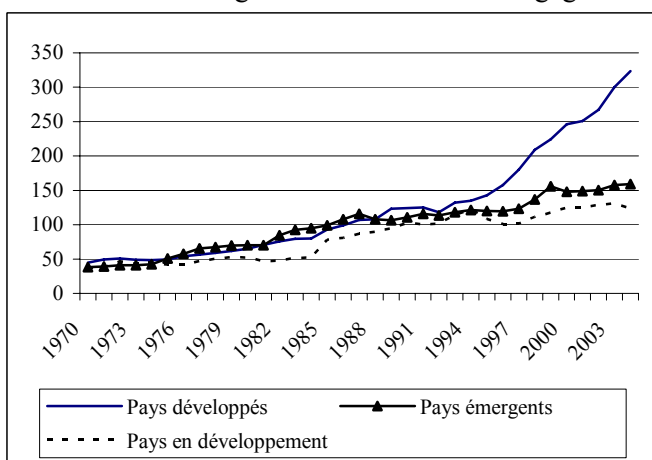
Annexes

A1. Evolution du degré d'intégration financière internationale par groupe de pays 1970 - 2004

On utilise ici la mesure élaborée par Lane et Milesi-Ferretti (2006). L'intégration financière internationale en volume est estimée de la manière suivante :

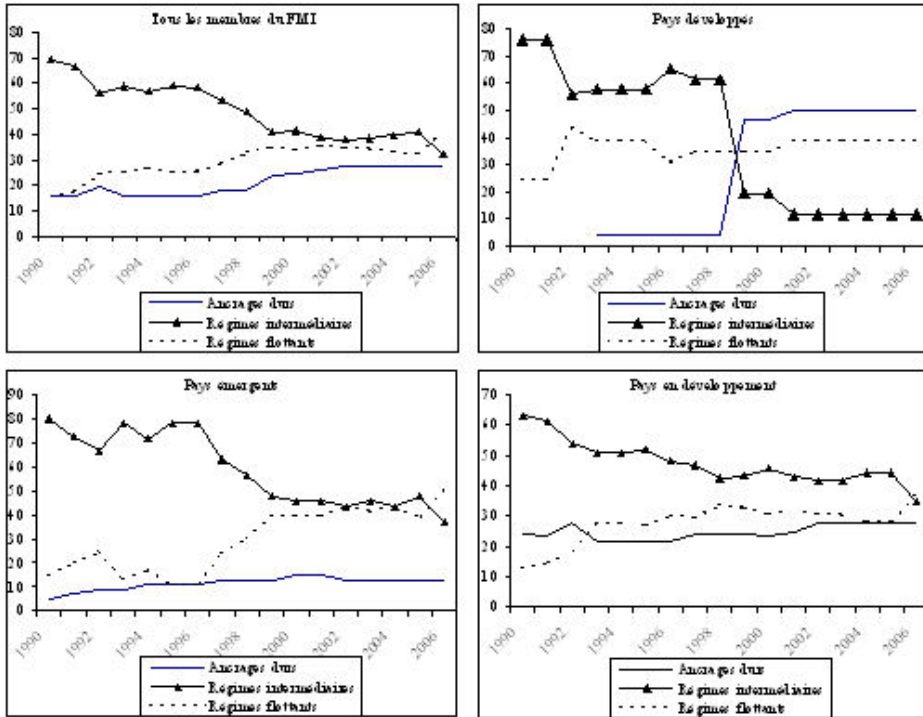
$$IFI_{PIB_{it}} = \frac{(AE_{it} + EE_{it})}{PIB_{it}}$$

avec *AE* le stock des actifs étrangers et *EE* le stock des engagements étrangers.



Source : calculs de l'auteur, base de données de Lane et Milesi-Ferretti (2006)

A2. Evolution des régimes de change par groupe de pays, 1990-2006. En % du total de chaque catégorie



Sources : Bubula et Ötker-Robe (2002) pour la période 1990 – 2001 et FMI par la suite. Calculs de l'auteur.