

- Document 1 : Pour un nouvel ordre financier mondial : responsabilité, éthique et efficacité. *Rapport d'information N° 284, Sénat, commission des Finances*, 2000, p. 48-56.
- Document 2 : A. Bénassy-Quéré, 2000, Régimes de change : avec ou sans sucre ?, *La Lettre du CEPPII*, N° 191, juin
- Document 3 : Currency-board et dollarisation : focus sur le cas argentin, *Note de conjoncture internationale*, Direction de la Prévision, juin 1999.

A l'aide des documents et de vos connaissances, étudiez les points suivants :

1. Ce que doit être pour un pays un “bon” régime des changes.
2. Les avantages et les inconvénients supposés du régime actuel de flottement des monnaies.
3. Les difficultés spécifiques aux économies en développement en matière de politique de change.

## A. L'IMPOSSIBLE RETOUR À L'ANCIEN SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Le système monétaire international issu des accords de Bretton Woods a disparu, en matière monétaire, le 15 août 1971 quand le président Nixon a décidé la suspension de la convertibilité en or du dollar. Dans le système monétaire international mis en place en 1945, les taux de change étaient maintenus fixes par rapport au dollar, ce dernier étant convertible en or (35 dollars l'once) et les monnaies pouvant varier de plus ou moins 0,75 % autour de leur cours pivot. La mobilité très réduite des capitaux, l'absence de convertibilité des monnaies européennes jusqu'en 1958 et la difficulté à mobiliser des ressources extérieures encadraient strictement le système. La défiance croissante vis-à-vis du dollar à partir du début des années soixante et le développement des économies européenne et japonaise ont considérablement ébranlé le système de Bretton Woods : les dollars se sont accumulés hors des Etats-Unis dans des proportions bien supérieures aux disponibilités en or de la Réserve fédérale. L'éclatement du système de taux de change fixe a alors conduit, en 1973, au choix d'un système de changes flottants avec libre circulation des capitaux et autonomie de la politique monétaire.

Les pays ayant mis en place des mécanismes de changes flottants mais encadrés (le tunnel européen) n'ont pas davantage tenu le choc et le système monétaire international actuel se retrouve être celui d'une complète liberté des changes. Tous les pays n'y ont pas recouru immédiatement, mais il convient de remarquer que depuis l'explosion du système de Bretton Woods ; ils sont toujours plus nombreux à avoir dû, sous la pression des événements, consentir à adopter un taux de change flottant.

**Les régimes de changes des pays membres du FMI**

Régimes de changes*	1978	1983	1988	1992	1998
Fixité par rapport à une monnaie dont USD	64 43	52 34	58 39	57 26	48 18
Fixité par rapport à un panier	36	40	39	31	18
Flexibilité limitée, serpent, autres parités fixes avec marges étroites de fluctuation	4	7	7	8	17
Parités glissantes et flottement géré	7**	29	27	30	55
Flottement libre	27***	9	17	48	46
<b>Total</b>	<b>138</b>	<b>137</b>	<b>148</b>	<b>174</b>	<b>184</b>

\* Situation prévalant en début d'année

\*\* Parités glissantes seulement

\*\*\* Y compris flottement géré

Sources : FMI, *Exchange Arrangements and Exchange Restriction (divers numéros)*, Paribas

La situation de flottement total *de facto* dans laquelle se retrouvent la plupart des pays touchés par la crise asiatique pour retrouver une certaine compétitivité prix et la maîtrise de leur politique monétaire n'apparaît cependant pas comme une solution satisfaisante et tenable à terme. Elle engendre en effet des distorsions durables et importantes des taux de change (*misalignments*) qui contraignent à des ajustements brutaux et déstabilisateurs. De plus, la volatilité constitue un facteur d'insécurité peu propice aux transactions et aux investissements. Elle est porteuse d'inflation en cas de croissance retrouvée et de hausse du prix des importations. Le risque de dépréciation de la monnaie confère une très forte instabilité aux taux d'intérêt et donc à l'ensemble du système bancaire et financier national. Les taux d'intérêt réels subissent un *spread* défavorable. Bref, la flexibilité totale des changes transfère le risque sur les agents économiques alors même que ceux-ci ne sont probablement pas en mesure de l'assumer.

Faut-il pour autant revenir à la philosophie précédente et aux taux de change fixes ? Il semble que cette solution doive être écartée. Le Japon a formellement proposé le 2 mars 1998 de revenir à un système de parité fixe entre les trois grandes monnaies internationales que constituaient le dollar, le yen et le futur euro. Cela partait du constat de la volatilité plus forte des taux de change au cours des trois années ayant précédé les débuts de la crise asiatique.

Le Japon en tirait la conclusion que cette instabilité des monnaies les unes par rapport aux autres, exprimée par le biais du taux de change, se trouvait à l'origine du déclenchement de la crise. Il est cependant possible d'inverser le raisonnement et de concevoir cette instabilité soit comme une des formes de la crise et non comme une de ses causes, soit comme un phénomène exogène à la crise. La très forte baisse de la parité de l'euro avec le dollar tout au long de l'année 1999 montre d'ailleurs que la crise passée, la volatilité subsiste.

De toute évidence, l'élaboration d'un nouveau système monétaire international revenant aux sources de Bretton Woods ne paraît guère envisageable. Il ne faut pas oublier qu'au sein du SMI sont tout de même survenus de forts déséquilibres monétaires, que la fixité des taux de change n'a pas pu empêcher. L'exemple du SME et des crises qu'il a subies en 1992 rappelle également que la fixité des changes ne se décrète pas entre gouvernements mais se juge sur les marchés financiers. En effet, les monnaies sont devenues des actifs financiers à part entière, soumis à des fluctuations liées aux performances économiques des États mais aussi à d'autres facteurs.

Il apparaît aujourd'hui impossible à qui que ce soit de défendre une parité fixe des monnaies dans un environnement de dérégulation totale des transactions financières. Sauf à réaliser une monnaie unique mondiale, nulle frontière étatique ne peut s'opposer aux verdicts des marchés et aux arbitrages financiers qu'ils réalisent. Les formes plus souples de l'ancrage fixe ont ainsi échoué ces dernières années.

La crise asiatique a montré les limites du mécanisme d'ancrage strict d'une monnaie à celle d'un autre pays (*peg* strict) en l'occurrence le dollar. En effet, cette forte rigidité a eu deux conséquences au cœur du déclenchement de la crise qu'ont connu les pays émergents d'Asie : elle a dégradé leur compétitivité prix et favorisé de manière parfois artificielle l'entrée des capitaux. Cette surévaluation du taux de change et cette présence importante de capitaux étrangers au caractère volatile ont été à l'origine de la crise à partir du moment où le dollar a commencé à monter.

Les mécanismes de fixité des changes avaient pu apporter la stabilité, briser les spirales inflationnistes, supprimer la volatilité des changes et réduire considérablement les primes de risque. Cependant, l'inadaptation de la politique budgétaire, le caractère insoutenable de déséquilibres macroéconomiques ou l'incertitude entourant la qualité des fondamentaux déclenchent aussitôt une crise contraignant à l'abandon du régime de fixité. Même le système du conseil monétaire (*currency board*), adopté par exemple en Argentine et à Hongkong, ne semble pas satisfaisant. S'il a conforté la crédibilité de ces pays et s'il leur a permis de compter sur des mécanismes de stabilisation, le coût en semble très élevé : dépendance de la masse monétaire aux réserves de change, conséquences lourdes des ajustements en termes de croissance économique, de partage des richesses, de chômage.

Pour toutes ces raisons, le retour à l'ancien système monétaire international semble davantage relever de l'utopie généreuse que d'une proposition opérationnelle et efficace pour l'économie mondiale, sauf à s'inscrire dans le cadre d'une monnaie-monde qui ouvrirait la voie à d'autres régulations. Le choix du juste milieu, tant recherché, semble alors la voie d'avenir. Les propositions sont de deux ordres. On peut concevoir un mécanisme d'ancrage à un panier fixe de monnaies (proportion déterminée de la valeur du dollar, de celle de l'euro, de celle du yen, etc.). On peut aussi imaginer la création d'un ancrage mobile (*crawling peg*) vis-à-vis d'un tel panier, en corrigeant régulièrement les écarts accumulés pour éviter les réajustements brutaux. Enfin, dans les pays développés, les théories de la zone-cible connaissent un regain d'intérêt prononcé. Cependant, comme le montre Christian de Boissieu, cela supposerait la réduction des déséquilibres commerciaux, porteurs à terme de réajustements du taux de change, et une meilleure coordination des politiques économiques.

## **B. L'ILLUSION DE LA RECHERCHE D'UNE PLUS GRANDE STABILITÉ VIA L'INSTAURATION DE RÉGIMES DE CHANGE RIGIDES**

L'instabilité, monétaire et financière se nourrit du polycentrisme monétaire. La diversité des monnaies, l'architecture des parités qu'elles présentent, les occasions d'arbitrage qui s'ensuivent sont autant d'éléments susceptibles de produire de la volatilité. Celle-ci, à son tour, mal maîtrisée, peut engendrer de l'instabilité et introduire de profonds désordres économiques.

C'est le démantèlement du système monétaire international inventé à la suite de la guerre à Bretton Woods autour d'un mécanisme de fixités plus ou moins strictes des parités qui a créé cette situation dont l'essor des opérations financières internationales a eu pour effet d'accroître l'instabilité.

Face aux perturbations associées à l'avènement de ce non-système monétaire international, des réactions sont intervenues. Elles ont pour l'essentiel visé un même objectif : la réduction voire l'élimination des variations excessives de change.

La poursuite de cet objectif a emprunté des chemins variables. De ce point de vue, l'on peut d'abord distinguer les solutions concertées entre plusieurs pays, processus qui trouve sa plus parfaite illustration dans la construction

monétaire européenne, des initiatives individuelles qui conduisent un pays donné à annoncer tel ou tel objectif de parité. Il convient surtout de souligner la gradation des mesures prises pour réduire l'instabilité monétaire. Elles s'étagent tout au long d'un spectre qui va d'ancrages nominaux, plus ou moins rigides, opérés le plus souvent par référence au dollar, à l'unification monétaire.

### Quelques exemples de disciplines de change recherchées à travers une réduction de la volatilité des parités

La réduction de la volatilité des monnaies nationales qui peut être recherchée par d'autres moyens - une politique économique adéquate par exemple - a donné lieu à l'adoption de différentes organisations de change basées sur une plus ou moins grande rigidité des parités.

En effet, si, officiellement, rares sont les pays qui ont notifié au fonds monétaire international des taux de change fixe - dans les pays asiatiques par exemple seul Hong Kong avait rattaché officiellement sa monnaie au dollar -, la plupart des pays émergents avaient adopté des politiques de change reposant sur des ancrages nominaux plus ou moins étroits.

Les systèmes suivants peuvent être rappelés :

- ◇ les bandes de fluctuation autour d'un cours pivot calculé en fonction d'un panier de devises dominé par le dollar (Chili, Colombie, Mexique...) ;
- ◇ les systèmes à crémaillère (*crawling peg*) ménageant l'éventualité d'ajustements graduels et adaptés (Brésil, Venezuela) ;
- ◇ les systèmes de change fixe par rapport au dollar accompagnés d'une garantiemonétaire consistant dans la constitution de réserves en devises (*currency board*) de l'Argentine ou de Hong Kong) ;
- ◇ l'ancrage nominal fixe implicite à un panier de monnaie dominé par le dollar qu'ont adopté la plupart des pays asiatiques.

Ces approches peuvent se différencier au regard du degré de rigidité de la relation de change entre la monnaie nationale et les devises étrangères. Elles ont en commun des objectifs analogues qui, tous, se déclinent à partir d'une ambition d'assurer à la monnaie nationale une meilleure crédibilité.

Ces engagements de change équivalent en effet à des engagements financiers et économiques. Financiers en ce sens qu'il s'agit de garantir les investisseurs contre le risque de change. Economiques en ce qu'il s'agit d'assurer une gestion de l'économie nationale conforme aux conditions du maintien du taux de change c'est à dire principalement orientée vers la stabilisation des prix internes.

La préoccupation d'acquérir une réelle crédibilité n'a rien de l'expression d'une simple fierté nationale. Elle poursuit des objectifs très concrets : l'obtention de financements aux meilleurs coûts ; pour les pays fortement endettés en monnaie étrangère, une garantie contre une revalorisation de leur dette qui proviendrait mécaniquement d'une dépréciation de la devise nationale.

### **L'histoire monétaire montre malheureusement que peu de monnaies sont susceptibles, dans un monde financier libéralisé, d'acquérir une telle crédibilité que les flux de devises ne puissent les déstabiliser.**

Quant à l'histoire monétaire des pays émergents, elle montre que les ancrages nominaux de leurs monnaies ne résistent pas aux situations d'intense instabilité.

Cette situation s'explique par des facteurs de nature différente. Les variables macro-économiques ont toutes les chances de jouer à travers au moins deux types d'enchaînement :

- ◇ le choix d'une monnaie de référence conduit la plupart du temps à étalonner la monnaie nationale sur celle des pays développés (dollar, yen, DM...) ; or, les pays émergents à forte croissance sont davantage exposés à l'inflation que les pays de référence ; il s'ensuit alors une appréciation du taux de change réel dont la soutenabilité apparaît plus ou moins vite problématique ;
- ◇ si l'expérience montre que l'ensemble des pays émergents ne sont pas incapables d'assurer un équilibre convenable de leur épargne et de leur investissement domestiques, la probabilité de déséquilibres extérieurs y est toutefois importante et susceptible d'altérer la crédibilité de l'ancrage nominal.

A ces raisons macro-économiques s'en ajoutent d'autres fondées sur des données monétaires et financières.

- ◇ Les crises asiatiques ont montré l'importance prise par ces derniers éléments, certaines crises comme celle subie par la Corée n'apparaissent pas justiciables d'explications strictement macro-économiques. Au demeurant, il apparaît que de nombreux modèles internes aux banques et construits sur des liaisons économétriques de type macro-économique n'ont pas permis d'anticiper les crises asiatiques après prise en compte des évolutions ayant précédé la crise.
- ◇ Aux explications traditionnelles de l'effondrement des cours de change des pays à fort ancrage nominal, il

faut de ce point de vue ajouter une explication plus systémique. Les sources de faiblesse traditionnellement avancées consistent pour l'essentiel en une insuffisance des réserves de change mobilisables pour stabiliser la monnaie et en l'absence de crédibilité de la politique monétaire pour les pays fortement endettés à court terme. L'incapacité à relever les taux d'intérêt courts devant l'immédiate pénalisation des débiteurs qui s'ensuit, constitue un handicap majeur de crédibilité de la politique monétaire et, par conséquent, de la crédibilité des monnaies concernées.

- ◇ Plus fondamentalement, il convient de souligner le renforcement de l'autonomie des comportements financiers.

Ces constats conduisent alors à s'inquiéter de ce que l'affichage explicite ou implicite d'une politique de change basée sur un ancrage nominal puisse constituer en soi pour des monnaies sans statut international fort, une source de vulnérabilité. La question des solutions alternatives doit alors être posée.

L'Europe en a construit une avec l'adoption de l'euro, c'est-à-dire à travers la constitution d'une zone monétaire unique, éliminant les variations de change entre des économies très interdépendantes, et susceptible de donner naissance à une monnaie à statut international. De nombreux projets régionaux existent ailleurs et notamment en Asie avec l'*Asian currency unit* (l'ACU).

Il faut pourtant tempérer les espérances qui accompagnent de tels projets. La construction d'une zone monétaire unique est soumise à de strictes conditions de viabilité et, en particulier, au constat d'une convergence nominale et réelle suffisante entre les pays qui partagent une même monnaie. Une telle situation n'apparaît pas réunie pour les pays asiatiques ou d'Amérique latine dont l'interdépendance économique justifierait l'adoption d'une monnaie unique.

En outre, il y a plus qu'un pas entre l'adoption d'une telle monnaie et son avènement au statut de monnaie internationale. Ce qui est encore vrai pour l'euro le serait bien plus pour des pays insuffisamment proches.

Il reste que le souci d'accroître la stabilité de leurs monnaies conduira très légitimement les pays qui souffrent de la faiblesse du statut de leurs devises à rechercher dans des unifications monétaires une solution de remplacement à des ancrages nominaux stricts insoutenables.

Il n'est pas sûr que le monde en sortira monétairement plus stable, les unions monétaires risquant d'être contestées à travers des volatilités supérieures entre des monnaies certes moins nombreuses mais de plus en plus concurrentes.

Il ne s'agit ici que de prospective et il convient de revenir à des données plus immédiates exposant les autres méthodes alternatives à l'ancrage nominal, employées pour stabiliser le change des pays les plus fragiles en la matière. L'adoption de politiques économiques destinées à préserver la stabilité des prix et les équilibres extérieurs représente une voie d'autant plus fréquemment empruntée qu'elle est prônée par les institutions financières internationales. Il peut s'agir d'une discipline douloureuse méritant à ce titre d'être accompagnée.

Si on voit mal comment s'en passer, il ne faut pas lui prêter des vertus qu'elle ne peut avoir. Elle ne garantit pas contre des mouvements de change suscités par des comportements financiers qui ont acquis leur autonomie. Nécessaire, cette option n'est pas suffisante.

Une autre méthode, parfois empruntée, consiste en un renoncement au bénéfice de la libéralisation des flux monétaires et de capitaux. On en a évoqué plus avant les limites évidentes. En revanche, il est très fortement recommandable que les autorités responsables des changes suivent avec attention les principaux déterminants monétaires des risques de change. En la matière, la crise asiatique a montré l'importance fondamentale du ratio « endettement extérieur/crédits domestiques » dont l'évolution mérite donc un suivi particulier.