

RÉGIMES DE CHANGE : AVEC OU SANS SUCRE ?

Les crises de change des années quatre-vingt-dix ont semblé disqualifier les régimes de change intermédiaires au profit des régimes extrêmes. Plusieurs pays ont récemment adopté un currency board ou même abandonné leur monnaie (la disparition du sucre équatorien au profit du dollar est programmée). A l'autre extrême, d'autres pays ont officiellement adopté des régimes de flottement libre. Mais une étude économétrique montre que, parmi ces derniers, beaucoup continuent de pratiquer des formes d'ancrage à une devise-clé, le plus souvent le dollar. Cet ancrage a l'avantage de stabiliser les taux de change intra-régionaux sans réclamer une coordination monétaire. Il laisse cependant les pays soumis à l'instabilité des taux de change entre grandes monnaies. Un moyen de résoudre ce dilemme entre deux formes d'instabilité serait la création d'unions monétaires régionales. Si cette direction était prise, en Amérique du Sud ou en Asie, elle orienterait, dès à présent, le choix des régimes de change des pays concernés. Elle aurait aussi un effet stabilisant sur l'ensemble du système monétaire international.

■ La nouvelle doctrine

Les crises de change qu'ont subies les économies européennes, en 1992-1993, et les économies émergentes, en 1997-1998, ont semblé disqualifier les régimes de change dits intermédiaires, dans lesquels les autorités s'engagent sur une parité (ou sur une fourchette) sans toutefois instaurer un dispositif institutionnel garantissant cet engagement. Compte tenu de la mobilité des capitaux, la défense d'une parité face aux attaques spéculatives s'est révélée coûteuse et vaine. D'où l'idée, formulée par des personnalités de renom comme Barry Eichengreen, Rudi Dornbusch ou Larry Summers¹, selon laquelle seuls deux régimes de change extrêmes, dits "solutions en coin" seraient viables, si l'on choisit de conserver la mobilité des capitaux² :

- le flottement pur, dans lequel les autorités renoncent à intervenir sur la parité ;
- la stricte fixité décourageant toute spéculation. Cette fixité est garantie par un dispositif institutionnel qui peut, dans le cas de pays émergents, prendre la forme d'une caisse d'émission (*currency board*), dans laquelle toute la monnaie émise par la banque centrale est adossée à des réserves en devises ; à l'extrême, le pays abandonne sa monnaie et lui substitue une monnaie internationale (le dollar en cas de dollarisation).

Le pays qui choisit un flottement pur doit s'attendre à subir de fortes fluctuations de change, avec, potentiellement, un impact négatif sur le commerce et l'allocation des ressources productives. A l'inverse, s'il choisit une parité rigoureusement fixe, il abandonne toute politique monétaire indépendante ; il s'expose, à court terme, à ne pas pouvoir amortir les chocs subis sur l'activité et l'emploi, et, à plus long terme, à voir sa compétitivité se dégrader si le différentiel d'inflation ne s'annule pas avec le pays-ancrage.

Le choix entre ces deux régimes extrêmes dépend alors de l'utilité de conserver une politique monétaire. Schématiquement, dans un petit pays très ouvert, les fluctuations de change se transmettent fortement aux prix nationaux et la politique monétaire a peu d'influence sur la compétitivité, et donc peu d'efficacité en termes de stabilisation de l'activité. Ce type de pays sera donc enclin à renoncer à disposer d'une politique monétaire autonome et à préférer un taux de change rigoureusement fixe. A l'inverse, un grand pays peu ouvert craint peu les fluctuations du taux de change nominal, mais désire conserver l'arme monétaire à des fins de stabilisation interne. Le cas-type de ce comportement est celui des Etats-Unis au début des années quatre-vingt (*benign neglect*).

1. Voir, par exemple, B. Eichengreen, *Towards a New International Financial Architecture*, Institute for international Economics, Washington D.C., 1999.

2. Il s'agit là d'une simple application du fameux "triangle de Mundell" selon lequel un pays ne peut concilier à la fois la liberté des mouvements de capitaux, un taux de change fixe et une politique monétaire indépendante.

Aussi comprendra-t-on que, parmi les pays émergents, ceux qui ont récemment choisi de laisser flotter leur monnaie sont en général de relativement grands pays – Brésil, Chili, Corée du Sud, Pologne – alors que les pays ayant récemment mis en place des caisses d'émission ou abandonné leurs monnaies – Bosnie Herzégovine, Bulgarie, Estonie, Kosovo, Lituanie, Timor oriental – sont de petites économies³. Ces quelques exemples sont-ils significatifs ? Les régimes dits “intermédiaires” sont-ils effectivement abandonnés peu à peu au profit des “solutions en coin” ?

■ Quand la réalité se rebiffe

Les régimes de change affichés par les pays membres du FMI dénotent une augmentation très marquée, depuis dix ans, des solutions en coin : la proportion de pays dotés d'un *currency board* ou ayant abandonné leur souveraineté monétaire (hors zone euro), faible en 1988 (2,1%), est passée à 10,7% en 1999; celle des monnaies en régime de flottement libre est passée de 12,7% à 32,7% (tableau 1).

Tableau 1 - Régimes de change officiels des pays membres du FMI

	31 déc. 1988 134 monnaies	30 sept. 1999 159 monnaies
en % sur		
Currency board et dollarisation	2,1	10,7
<i>dont dollar</i>	0,7	6,3
Régimes intermédiaires	85,2	56,6
- change fixe/1 monnaie	27,6	12,6
<i>dont dollar</i>	24,6	8,2
- change fixe/1 panier	29,2	10,7
- flexibilité limitée et flottement administré	28,4	33,3
Flottement libre	12,7	32,7

Sources : FMI, Statistiques financières internationales, et Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (1984 et 1999).

Note : les zones euro (en 1999), CFA et Caraïbes sont comptées chacune pour une monnaie.

Néanmoins, une étude économétrique des comportements d'ancrage *de facto* montre qu'une très faible proportion de pays (moins de 4%) ont une monnaie qui flotte effectivement⁴ (tableau 2). Autrement dit, les faits démentent l'intérêt supposé des pays émergents pour un flottement pur. La moitié environ des pays membres du FMI (hors Etats-Unis, Japon et zone euro) ont une monnaie de fait ancrée sur le dollar alors qu'ils ne sont que 15% à afficher un tel ancrage. Chose curieuse, cette proportion ne semble pas avoir varié après les crises de 1997-1998. En particulier, le Brésil et la Corée du Sud ont toujours une monnaie stable par rapport au dollar, bien qu'ils soient officiellement en régime de flottement libre. Bien sûr, cette stabilité observée du taux de change par rapport au dollar peut parfois s'expliquer par des liens

Tableau 2 - Régimes de change *de facto*

En % sur 107 monnaies	Avril 95 - juin 97 (avant la crise asiatique)	Octobre 98 - Décembre 99 (après la crise asiatique)
Ancrage sur		
le US \$	50,6	49,5
l'Euro	10,3	10,3
Flottement libre	4,7	3,7

Source : A. Bénassy-Quéré et B. Coeuré, *op.cit.*

particulièrement étroits avec l'économie américaine. C'est certainement le cas pour le Mexique. Mais il est difficile de croire que la moitié des pays dans le monde sont à ce point intégrés à l'économie américaine que leurs taux de change par rapport au dollar seraient naturellement stables.

Dans les faits, le système monétaire international ne semble donc pas, pour l'instant, se diriger vers le monde décrit par les partisans des “solutions en coin”. Peu de pays font confiance au marché pour déterminer la valeur de leur monnaie, soit qu'ils craignent de trop fortes fluctuations sur des marchés étroits ou une perte de confiance des résidents en leur monnaie, soit qu'ils considèrent que le taux de change demeure un outil pertinent pour la politique économique. Reste à savoir pourquoi tant de monnaies sont ancrées au dollar.

■ Ancrage au dollar *versus* régionalisme

Une raison essentielle des stratégies d'ancrage au dollar est l'absence de coordination monétaire dans les zones émergentes. En Asie de l'Est ou en Amérique du Sud, les échanges intra-régionaux sont importants : 29% des exportations thaïlandaises sont à destination de pays asiatiques hors Japon ; 29% des exportations argentines vont vers d'autres pays d'Amérique latine. Les stratégies uniformes d'ancrage au dollar permettent de stabiliser les taux de change intra-régionaux sans se concerter. L'euro ou le yen pourraient tout aussi bien jouer ce rôle, mais les pays concernés ont pris l'habitude d'utiliser le dollar. Pourtant, lorsque les échanges extérieurs sont relativement bien répartis géographiquement, comme c'est le cas en Asie de l'Est et en Amérique du Sud, un ancrage sur un panier dollar-euro-yen paraîtrait plus indiqué⁵. L'instabilité des taux de change entre grandes monnaies est en effet un problème récurrent pour les pays tiers. Ainsi, l'appréciation du dollar par rapport au yen entre 1995 et 1997 est citée comme l'une des sources de la crise asiatique, les économies dont la monnaie était rattachée au dollar n'ayant pas supporté les pertes de compétitivité qui en découlaient.

3. Il y a bien sûr des exceptions, la plus notable étant l'Argentine qui conserve son système de caisse d'émission, alors que son PIB et son taux d'ouverture commerciale (de l'ordre de 10%) la rangeraient plutôt du côté des grands pays.

4. A. Bénassy-Quéré et B. Coeuré, “Big and small currencies: the regional connection”, *Document de travail du CEPII*, n°2000-09, juin 2000. Voir également “L'avenir des petites monnaies : solutions régionales contre solutions en coin”, *Revue d'Economie Politique* 110(3), mai-juin 2000.

5. D'autres facteurs sont également susceptibles de guider le choix d'un ancrage à une monnaie ou à un panier, notamment la structure des investissements directs étrangers, de la dette extérieure et des encaisses monétaires.

Un moyen de réconcilier la nécessité d'une certaine flexibilité et le besoin d'un environnement monétaire stable (malgré les fluctuations entre devises-clés) est l'union monétaire régionale. Cette dernière conduit, à la fois, à des taux de change irrémédiablement fixes entre partenaires très intégrés, et à une flexibilité vis-à-vis des monnaies du reste du monde. Il est vrai que les Européens ont mis près de trente ans à conclure une union monétaire, entre le premier projet concret (le rapport Werner) et l'avènement de l'euro le 1er janvier 1999, alors même qu'il existait, en plus d'une profonde intégration économique et financière, une volonté politique forte et une proximité culturelle enracinée historiquement. Cependant cela ne signifie pas que l'union monétaire soit une perspective irréaliste dans d'autres régions du monde, au moins à long terme. De fait, et même s'il faut rester prudent sur ses implications concrètes, la coopération monétaire semble gagner du terrain en Asie : en mai 2000, la réunion annuelle de la Banque Asiatique de Développement a débouché sur "l'initiative de Chiang Mai", consistant à étendre un accord de *swap*⁶ existant entre cinq banques centrales de l'ASEAN, à la fois quantitativement (montants en jeu) et géographiquement (la Chine, la Corée du Sud, le Japon et les cinq pays restants de l'ASEAN se joignant aux cinq pays déjà concernés par l'accord)⁷.

Néanmoins, le partage de la souveraineté monétaire exige une grande confiance réciproque des partenaires, particulièrement depuis la déconnexion de la monnaie des métaux précieux. Cette confiance repose sur les caractéristiques des institutions existantes (indépendance de la banque centrale, par exemple) et de leurs performances en termes de stabilité des prix et de surveillance prudentielle. Elle peut être facilitée par une coopération dans d'autres domaines – diffusion de statistiques harmonisées, surveillance macroéconomique avec pression des pairs, échange d'informations notamment dans le domaine financier. Tous ces éléments sont longs à mettre en place et à porter leurs fruits. Pourtant, un engagement clair de groupes de pays dans cette direction, en indiquant aux marchés que l'objectif à long terme est l'union monétaire, peut modifier les termes du choix d'un régime de change dès le court terme, pour deux raisons :

- Tout d'abord, les solutions en coin "traditionnelles" (flottement, *currency board*) ne facilitent pas la marche

vers une solution en coin "régionale" (l'union monétaire). D'un côté, le flottement incite à des stratégies non coopératives en cas de choc affectant de la même façon les différents pays de la région ; de l'autre, la caisse d'émission et, *a fortiori* la dollarisation, sont difficilement réversibles.

- D'autre part, la viabilité d'un régime intermédiaire pourrait être renforcée par la perspective d'une union monétaire à long terme si, dans l'intervalle, ce régime est défini de manière appropriée et géré d'emblée dans un cadre régional. On peut penser, par exemple, à un ancrage souple sur un panier commun dollar-euro-yen. Même si les poids affectés à chaque monnaie-clé dans un panier commun diffèrent de ceux que choisirait chaque pays indépendamment, la différence est secondaire⁸ ; l'essentiel est que les principales devises soient présentes, que le panier soit le même pour les membres d'une même région (les taux de change intra-régionaux sont alors automatiquement stabilisés), et que des réalignements concertés soient possibles en cas de chocs.

Pour un pays fortement intégré à l'une ou l'autre zone-clé du système monétaire international – comme le sont, par exemple, le Mexique, le Canada, la Grèce, la Suisse, les pays d'Europe centrale et orientale ou ceux du Sud de la Méditerranée – le choix d'un régime de change paraît plus simple à long terme car il ne nécessite pas de coordination préalable, qu'il s'agisse pour ce pays d'entrer dans l'union monétaire existante (pour les pays européens) ou de stabiliser son taux de change par rapport à la zone dominante d'influence⁹.

■ L'architecture des régimes de change

Les fluctuations des grandes devises sont, on l'a vu, source de perturbations pour les pays ancrés à l'une ou l'autre de ces grandes monnaies. En sens inverse, les stratégies monétaires des pays tiers ne sont pas sans influence sur l'instabilité des grandes monnaies entre elles. A la limite, si le seul taux de change flottant dans le monde était le taux euro/dollar (les autres monnaies étant fixes par rapport à l'une ou l'autre de ces deux devises), celui-ci devrait fluctuer davantage pour ajuster un déséquilibre extérieur donné¹⁰. A l'inverse, des taux de change véritablement flottants dans les pays tiers (éventuellement regroupés en unions monétaires

6. Une banque centrale dont la monnaie est en difficulté peut échanger temporairement sa monnaie contre des réserves appartenant aux banques participant à l'accord afin d'intervenir sur son propre marché des changes.

7. Voir *Financial Times*, 8 mai 2000 et *Nikkei Weekly*, 15 mai 2000. Les montants exacts, les conditions de mise en œuvre et le dispositif de "surveillance" mutuelle des situations économiques et financières restent à définir.

8. Sur neuf pays d'Asie de l'Est, Williamson montre qu'un panier commun a quasiment les mêmes vertus stabilisantes, pour la compétitivité effective, qu'un panier différent dans chaque pays. Voir J. Williamson, "The case for a common basket peg for East Asian currencies", in *Exchange Rate Policies in Asian Emerging Countries*, sous la direction de S. Collignon, J. Pisani-Ferry et Y.C. Park, Routledge, Londres, 1999.

9. Sur le choix du régime de change dans les pays d'Europe centrale et orientale préalablement à leur entrée dans l'union monétaire européenne, voir P. Masson, "Monetary and exchange-rate policy of transition economies of Central and Eastern Europe after the launch of EMU", *Document de travail du Fonds Monétaire International*, juillet 1999.

10. Ce phénomène est appelé "flottement par blocs" (*bloc floating*) par S. Collignon, "Bloc floating and exchange rate volatility : the causes and consequences of currency blocs" in *Exchange Rate Policies in Asian Emerging Countries, op.cit.*. Voir également *La Lettre du CEPII* n°133, mars 1995.

**ENCADRÉ - IMPACT DES COMPORTEMENTS D'ANCRAGE DES
"PETITES" MONNAIES SUR LES TAUX DE CHANGE ENTRE
"GRANDES" MONNAIES**

La dépréciation d'une monnaie est moins efficace pour rétablir l'équilibre extérieur dès lors qu'elle ne modifie la compétitivité des produits exportés que sur certaines destinations.

Ce phénomène est illustré par le graphique ci-dessous : la réaction du taux de change euro/dollar à un choc donné sur le solde extérieur courant de l'une ou l'autre zone est comparée selon différentes hypothèses quant au comportement d'ancrage des petites monnaies*.

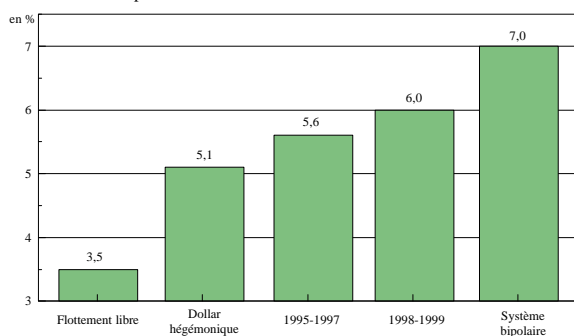
• Dans le système de flottement généralisé, aucune monnaie n'est ancrée à l'euro ou au dollar : la réaction du taux de change à un choc est faible.

• Dans le système hégémonique, toutes les monnaies, sauf l'euro, sont ancrées sur le dollar : la réaction du taux de change au même choc apparaît supérieure de 50%.

• Le système bipolaire suppose que les Etats-Unis comme la zone euro réalisent la moitié de leurs échanges avec des pays appartenant à leurs zones monétaires respectives. C'est là que la réaction du taux de change est la plus forte.

• Dans le système actuel, 70% des exportations américaines et 20% des exportations de la zone euro sont insensibles au taux de change euro/dollar. La réaction du taux de change théorique se situe alors entre le système hégémonique et le système bipolaire. La différence entre les deux périodes observées semble indiquer une évolution lente vers un système bipolaire.

Réaction du taux de change d'équilibre fondamental euro/dollar à un choc de 1% sur le compte courant bilatéral zone euro/Etats-Unis.



Source : A. Bénassy-Quéré et B. Coeuré, *op. cit.*

* Les chiffres sont à comparer entre eux et non à prendre dans l'absolu.

régionales) seraient stabilisants pour les devises-clés. Ce phénomène est illustré en encadré.

On sait (conformément au triangle de Mundell) que le débat sur l'architecture financière internationale, qui traite du degré adéquat de mobilité des capitaux et de la manière de prévenir les crises, passe par une discussion sur les régimes de change. Mais les régimes de change constituent en eux-mêmes un sujet d'architecture au sens où il existe un arbitrage au niveau global entre la volatilité des taux de change entre "grandes monnaies" et la volatilité des taux de change entre "petites" et "grandes" monnaies. Le premier type de volatilité paraît *a priori* moins coûteux que le second étant donné l'existence de marchés de produits dérivés très développés qui permettent une couverture contre le risque de change. Néanmoins, une déstabilisation des principales économies industrielles par des fluctuations de taux de change excessives aurait des répercussions négatives sur les pays tiers.

Dans ce contexte, une façon de parvenir à une architecture équilibrée pourrait être de réserver les solutions d'ancrage sur l'une des "grandes" monnaies aux pays les plus intégrés aux zones correspondantes – Mexique et Amérique centrale pour le dollar, Europe centrale et orientale, Maghreb pour l'euro – et d'encourager la marche vers la création de monnaies régionales en Asie ou en Amérique du Sud. Les systèmes d'ancrage souple sur un panier de devises ne seraient alors qu'un moyen d'aller vers ces solutions en coin authentiquement régionales.

Agnès Bénassy-Quéré
a.benassy@cepii.fr

**LA LETTRE DU
CEPII**

© CEPII, PARIS, 2000
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Jean-Louis Guérin
Bronka Rzepkowski
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser
REALISATION :
Annick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 301,74 F TTC (46 € TTC)
Europe 311,58 F TTC (47,50 € TTC)
DOM-TOM (HT, avion éco.)
308,30 F HT (47 € HT)
Autres pays (HT, avion éco.)
311,58 F HT (47,50 € HT)
Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
2^{ème} trimestre 2000
Juin 2000
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*