

Les régimes de change dans les économies émergentes

Jeannine Bailliu, département des Relations internationales, et John Murray, conseiller

- Les graves crises financières qui se sont succédé dans le monde dans les années 1990, combinées au récent lancement de l'euro en Europe, ont ravivé l'intérêt pour la question du choix du régime de change.
- La question du choix du régime de change revêt une acuité particulière dans le cas des pays à marché émergent — les autres pays étant perçus comme n'ayant d'autre choix que de conserver le régime en place ou comme étant très peu susceptibles d'y apporter des modifications importantes.
- Le présent article analyse l'évolution des régimes de change dans les marchés émergents au cours de la dernière décennie et compare les forces et les faiblesses des divers systèmes possibles.
- L'histoire montre que les régimes intermédiaires, comme les parités fixes mais ajustables qui ont été populaires pendant la plus grande partie de l'après-guerre, présentent une tendance à l'instabilité et comportent plusieurs lacunes.
- Certains observateurs font valoir que, dans un monde où la mobilité des capitaux s'accroît, seuls les régimes de change situés aux deux pôles de l'éventail — taux de change fixé de façon définitive et flottement libre — ont des chances d'être viables. Toutefois, ces régimes extrêmes soulèvent souvent de sérieux problèmes dans le cas des économies de marché émergentes.
- Deux formules proposées récemment méritent un examen attentif : le flottement dirigé « bonifié » (en anglais, Managed Floating Plus) et l'arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile, qui tentent chacun de combiner les avantages des régimes de changes flottants et fixes. La formule la plus prometteuse pour un pays à marché émergent paraît être le flottement dirigé bonifié.

Le choix du régime de change est l'objet d'un vieux débat en économie internationale. Deux séries de faits nouveaux sont venues remettre cette question à l'ordre du jour.

Premièrement, l'adoption de régimes de change intenable a été largement perçue comme l'une des causes de la succession récente de crises économiques, dont la crise du mécanisme de change européen de 1992, celle du peso mexicain de 1994-1995 et la crise asiatique de 1997-1998. Certains économistes en ont conclu que, dans un monde où la mobilité des capitaux s'accroît, seuls les régimes situés aux deux extrêmes — les régimes où le taux de change est fixé de façon définitive (c'est-à-dire à parité fixe rigide), tels qu'une caisse d'émission ou une union monétaire, et le flottement libre — ont des chances d'être viables. Cette hypothèse, qualifiée de « bipolaire », compte de plus en plus de défenseurs. Elle ne fait toutefois pas l'unanimité. Certains économistes croient en effet que les régimes intermédiaires, notamment les régimes à parité fixe mais ajustable, continueront de constituer une option viable, en particulier pour les marchés émergents.

Deuxièmement, plusieurs expériences menées durant la dernière décennie, comme la création de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne, la dollarisation en Équateur et au Salvador, ainsi que les caisses d'émission en place à Hong Kong et en Estonie, donnent à penser qu'un régime à parité fixe rigide demeure peut-être la solution optimale pour certains pays.

Bien que la question du choix du régime de change se pose pour toutes les économies, elle revêt une acuité particulière dans le cas des pays à marché émergent — les autres pays étant perçus comme n'ayant d'autre

choix que de conserver le régime en place ou comme étant très peu susceptibles d'y apporter des modifications importantes. Le premier groupe comprend les pays trop petits ou trop peu développés pour envisager d'autres options; le second est constitué surtout de pays industrialisés, dont la plupart ont eu tendance à opter pour l'un des pôles de l'éventail des possibilités, à savoir le flottement libre ou l'adoption d'une monnaie commune telle que l'euro.

En outre, les économies émergentes constituent un groupe intéressant à étudier pour les tenants de l'hypothèse bipolaire du fait qu'elles sont en train de s'intégrer aux marchés financiers mondiaux et évolueront vraisemblablement vers l'un ou l'autre des deux pôles. C'est pourquoi le choix du régime de change dans ces économies suscite une attention accrue, à la fois de la part des chercheurs et des autorités. Dans le présent article, nous examinons l'évolution des régimes de change dans les économies émergentes au cours de la dernière décennie, les facteurs qui orientent le choix du régime et la gamme des options existantes.

L'évolution des régimes de change dans les économies émergentes

Les défenseurs de l'hypothèse bipolaire, dont Obstfeld et Rogoff (1995) et Eichengreen (1998), font valoir que les pays dont les marchés financiers sont intégrés aux marchés mondiaux, ou sont en voie de l'être, ne pourront conserver des régimes intermédiaires et seront forcés de choisir l'un des deux pôles : soit un régime à parité fixe rigide, soit le flottement libre. À leur avis, les régimes intermédiaires que sont les régimes à parité fixe mais ajustable finiront par disparaître dans les pays ouverts aux flux de capitaux internationaux. D'autres auteurs ne partagent toutefois pas leur point de vue. Williamson (2000), par exemple, estime que les régimes intermédiaires constituent une option viable pour les marchés émergents et qu'ils le resteront. D'après les résultats obtenus par Masson (2001) au moyen de tests directs de l'hypothèse bipolaire basés sur des données chronologiques, les régimes intermédiaires ne risquent pas davantage de disparaître que les régimes de flottement libre ou les régimes à parité fixe rigide. La présente section passe en revue les résultats qui militent en faveur de l'hypothèse bipolaire à la lumière de l'évolution des régimes de change dans les économies émergentes pendant la dernière décennie.

Fischer (2001) a cherché à établir la validité de l'hypothèse bipolaire en examinant l'évolution des régimes de change dans un grand nombre de pays durant les années 1990. Il a observé une tendance à délaisser les régimes intermédiaires au profit des changes flottants, sans aller jusqu'à conclure que ces régimes étaient en train de disparaître, sauf dans les pays industrialisés¹. Le tiers des 185 pays de son échantillon avaient des régimes intermédiaires en 1999, comparativement à près des deux tiers (62 %) en 1991. Malgré la baisse importante de faveur des régimes intermédiaires dans les années 1990, les données ne laissent nullement présager leur disparition prochaine. Pour leur part, les régimes à parité fixe rigide ont gagné en popularité au cours des années 1990, dans la foulée de la création de l'UEM. En dépit de cet événement exceptionnel, la proportion des régimes à parité fixe rigide n'est passée que de 16 à 24 % entre le début et la fin de la décennie 1990. Dans les pays à marché émergent, la proportion des régimes intermédiaires est tombée de 64 à 42 %, tandis que celle des régimes de changes flottants a augmenté, passant de 30 à 48 %; les 10 % qui restent étaient constitués de régimes à parité fixe rigide. En 1999, les régimes intermédiaires étaient donc presque aussi courants que les régimes de changes flottants dans les économies émergentes.

L'étude de Fischer, comme la plupart des travaux dans ce domaine, est fondée sur la typologie officielle des régimes de change établie par le Fonds monétaire international, laquelle repose sur le principe de l'autoclassification par les pays membres². Mais, comme aucun effort n'est fait pour tenter de vérifier si cette typologie officielle est conforme aux pratiques réelles, son utilisation soulève de sérieux problèmes de mesure, qui ont été abondamment décrits dans la littérature. Levy-Yeyati et Sturzenegger (1999), par exemple, ont estimé que 26 % des pays qu'ils ont examinés ont dans la réalité un régime différent du régime déclaré. Calvo et Reinhart (2002) sont arrivés à une conclusion semblable en utilisant des outils d'analyse économique plus classiques et en tenant compte des variations des prix des produits de base.

1. Comme on le verra à la page 23, le régime de change de la quasi-totalité des pays industrialisés se situe à l'un ou l'autre des deux extrêmes.

2. Le FMI publie sa typologie officielle chaque année dans le document *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (FMI, 1960-2000).

Ils ont constaté que la majorité des pays qui disent suivre un régime de changes flottants ne laissent pas le cours de leur monnaie flotter librement dans la pratique. Leurs résultats témoignent selon eux d'une « peur du flottement » (en anglais, *fear of floating*).

Bailliu, Lafrance et Perrault (2001) ont proposé une autre méthode de classification qui, à leur avis, reflète mieux le degré de flottement des taux de change des pays à marché émergent. Leur typologie est fondée sur la volatilité observée du taux de change nominal et tient compte des chocs externes ainsi que des réévaluations. Ces auteurs décèlent eux aussi des différences notables entre les classements selon la méthode utilisée. Enfin, Reinhart et Rogoff (2002) se fondent essentiellement sur les taux de change parallèles déterminés par le marché pour classer les régimes de change. Leurs résultats indiquent également que la classification officielle comporte des erreurs de mesure. Les auteurs employant d'autres méthodes constatent généralement une bipolarisation des régimes moindre que celle observée dans les études basées sur la typologie officielle.

En résumé, bien que les recherches empiriques effectuées à ce jour montrent que la popularité des régimes intermédiaires a diminué dans les années 1990, on ne peut en conclure pour le moment que ces régimes soient en voie de disparition. L'hypothèse bipolaire nous paraît le mieux fondée dans le cas des pays industrialisés, dont la plupart ont adopté un régime se situant à l'un des deux extrêmes. Les régimes intermédiaires ont toujours la faveur des économies émergentes, mais dans une moindre mesure qu'il y a 10 ans. Cependant, toute analyse de l'évolution des régimes de change dans les pays à marché émergent doit être interprétée avec prudence, compte tenu des problèmes de mesure notés plus haut³.

Le choix du régime de change dans les économies émergentes

La question de savoir si un pays est libre de choisir le système qui lui plaît ou si son choix se limite à un nombre restreint de régimes de change, voire à un seul, est fondamentale. Divers facteurs peuvent avoir une incidence sur la gamme d'options qui s'offre à un

pays en particulier. Les chercheurs ayant étudié les déterminants du choix du régime dans les économies émergentes soulignent l'importance du degré d'intégration aux marchés financiers internationaux, des résultats macroéconomiques, du niveau de développement du secteur financier et de certaines considérations d'économie politique.

Il est fréquent de lire dans la littérature que les pays ayant des liens étroits avec les marchés financiers mondiaux ne peuvent maintenir une parité fixe et doivent choisir entre une parité fixe rigide et un régime de changes flottants. Ce point de vue s'appuie sur la thèse de l'« impossible trinité », selon laquelle un pays ne peut poursuivre que deux des trois objectifs suivants : la fixité du taux de change, l'indépendance de la politique monétaire et l'intégration aux marchés financiers internationaux. Un pays qui tente d'atteindre l'impossible trinité sera tôt ou tard forcé d'abandonner sa parité fixe ou de renoncer à la réalisation de l'un des deux autres objectifs. Au cours des années 1990, de nombreux pays dotés d'un régime à parité fixe mais ajustable ont assisté à l'effondrement de leur régime devenu insoutenable et ont été confrontés à une crise de change coûteuse. Les répercussions économiques et sociales de ces débâcles ont été considérables, surtout lorsque la crise de change s'est doublée d'une crise bancaire⁴. À cet égard, il importe de signaler que les pays à marché émergent dont les taux de change étaient plus flexibles ont moins souffert de façon générale que ceux dotés d'un régime à parité fixe (FMI, 2000, p. 21).

Toutefois, l'intérêt d'un régime de change doit être évalué en tenant compte des bonnes et des mauvaises années, pas seulement des périodes de crise. Bien que la théorie économique avance que le type de régime de change peut influencer sur les résultats économiques, elle ne permet pas de formuler de prévisions précises à cet égard. Les recherches empiriques dans ce domaine ont surtout porté sur les effets possibles des régimes de change sur la variabilité de la production,

3. Le FMI reconnaît que sa typologie officielle soulève des problèmes, ainsi que l'attestent ses récents efforts en vue de réviser cette dernière (FMI, 1999).

4. Selon Honohan (1997), les coûts financiers directs assumés par les gouvernements des pays en développement pour résoudre les crises bancaires durant la période allant de 1980 à 1995 se monteraient à environ 250 milliards de dollars É.-U. Dans plus d'une douzaine de pays, ces coûts représentaient au moins 10 % du PIB et ils ont dépassé ce chiffre dans le cas des pays les plus durement touchés par la crise asiatique (Goldstein et coll., 2000, p. 2). Les crises de change ont aussi entraîné des coûts macroéconomiques importants. Goldstein et coll. (p. 88) ont estimé qu'il faut de deux à trois ans pour que la croissance économique retrouve son niveau d'avant la crise.

l'inflation et la croissance économique. À partir d'un échantillon de 136 pays s'étendant sur la période 1960-1990, Ghosh et coll. (1997) n'ont décelé aucune différence systématique dans les taux de croissance et la variabilité de la production qui soit attribuable au régime de change. Par contre, l'inflation tend à être moins élevée et moins volatile dans les pays à régime de changes fixes que dans ceux dotés d'un régime de changes flottants⁵ — résultat auquel les chercheurs du FMI ont abouti également lorsqu'ils ont prolongé la période examinée jusqu'au milieu des années 1990 (FMI, 1997)⁶. Deux études récentes, qui reposent sur une autre méthode de classification que la typologie officielle, concluent toutefois à l'existence d'une relation entre régime de change et croissance. Au terme d'une analyse de 25 économies émergentes couvrant la période 1973-1998, Bailliu, Lafrance et Perrault (2001) ont constaté que les régimes de changes flottants s'accompagnent d'une croissance économique plus rapide, mais seulement dans le cas des pays qui sont relativement ouverts aux flux de capitaux internationaux et, dans une moindre mesure, dans celui des pays dotés de marchés financiers bien développés. De même, Levy-Yeyati et Sturzenegger (2001) ont noté que les régimes de change plus rigides sont associés à une croissance plus faible dans les économies en développement; dans les économies industrialisées, le type de régime n'a pas d'effet sensible sur la croissance.

Toutes ces études s'appuient sur une typologie en trois volets, qui établit une distinction entre régime de changes fixes, régime intermédiaire et régime de changes flottants. Cette typologie présente toutefois la particularité que deux des catégories (régime intermédiaire et changes flottants) caractérisent uniquement le régime de change, alors que la troisième (changes fixes) décrit à la fois le régime de change et le cadre de conduite de la politique monétaire, puisque le taux de change est alors l'objectif de la politique monétaire. Négliger cette particularité risque de fausser l'évaluation des effets qu'ont les différents régimes de change sur les résultats macroéconomiques. Laidler (1999 et 2002) a beaucoup écrit sur le sujet. Il fait remarquer qu'un

5. On ne sait pas cependant s'il en est ainsi parce que le taux de change est fixe ou tout bonnement parce que les pays où l'inflation est moins variable ont tendance à préférer les régimes de changes fixes.

6. L'étude du FMI ne prend cependant pas en considération l'incidence des autres déterminants de la croissance.

taux de change flottant ne suffit pas à lui seul pour assurer la cohérence du régime monétaire. Un point d'ancrage nominal, tel qu'une cible d'inflation à moyen terme, est nécessaire pour ancrer les attentes d'inflation ou la politique monétaire. Il ne faut pas s'étonner qu'en l'absence d'un point d'ancrage nominal, certains des avantages escomptés du flottement ne se concrétisent pas.

Bailliu, Lafrance et Perrault [...] ont constaté que c'est la présence d'un cadre de politique monétaire solide, plutôt que le régime de change en soi, qui importe pour la croissance économique.

Pour surmonter ce problème, Bailliu, Lafrance et Perrault (2002) ont mis au point une typologie qui englobe différents cadres de politique monétaire. Ils ont étudié l'incidence du régime de change sur la croissance au moyen de données longitudinales relatives à 60 pays pour la période allant de 1973 à 1998. Ils ont constaté que c'est la présence d'un cadre de politique monétaire solide, plutôt que le régime de change en soi, qui importe pour la croissance économique.

Les chercheurs se sont aussi intéressés au rôle clé que le degré de développement du secteur financier jouerait dans le choix du régime de change. Un secteur financier solide et bien développé est souvent considéré comme un préalable important de l'adoption d'un régime de changes flottants, car ce type de régime s'accompagne généralement d'une volatilité accrue du taux de change nominal. Cette dernière peut nuire à l'économie réelle à moins que le secteur financier ne soit en mesure d'absorber les chocs de taux de change et ne mette à la disposition des agents économiques des instruments de couverture appropriés⁷.

7. Bordo et Flandreau (2001) ont noté que, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, les pays dont les systèmes financiers sont plus développés ont eu tendance à opter pour des changes flottants.

De nombreuses économies émergentes sont dotées de marchés de capitaux peu profonds, de sorte qu'elles peuvent avoir de la difficulté à soutenir un régime de changes flottants. De fait, certains auteurs (dont Aizenman et Hausmann, 2000) ont soutenu que les gains découlant de l'adoption d'un régime de changes fixes peuvent être supérieurs pour les économies émergentes que pour les pays industrialisés, à cause du degré de développement de leurs marchés financiers respectifs. Il reste que la conjonction d'un secteur financier sous-développé et d'un taux de change fixe peut aussi être source de problèmes, en provoquant une crise bancaire. Comme Chang et Velasco (2000) l'ont affirmé, il se peut que l'adoption d'une parité fixe rigide entraîne une baisse de la probabilité d'une crise de balance des paiements seulement au prix d'une hausse de la probabilité d'une crise bancaire. Eichengreen et Hausmann (1999) ont avancé que les marchés financiers affligés du « péché originel » peuvent poser des problèmes, que les changes soient fixes ou flottants. Cette expression sert à décrire un pays qui ne peut se financer à l'étranger (ou même à long terme sur le marché intérieur) par l'émission d'instruments libellés dans la monnaie nationale en raison des politiques macro-économiques discutables appliquées dans le passé (d'où l'idée du « péché originel »). Tous les investissements intérieurs à long terme dans une telle économie se caractérisent donc par un mauvais appariement des devises ou des échéances. Eichengreen et Hausmann sont d'avis que les économies marquées du péché originel devraient envisager sérieusement la dollarisation⁸.

Des considérations d'économie politique pèsent parfois dans le choix du régime de change. Selon les théories d'économie politique, un pays qui souffre d'instabilité politique a intérêt, toutes choses égales par ailleurs, à laisser flotter sa monnaie, car le gouvernement aura de la difficulté à obtenir le soutien nécessaire aux mesures impopulaires que pourrait exiger la défense d'une parité fixe (Poirson, 2001). D'autre part, certains pays peuvent être contraints d'arrimer leur monnaie à une devise forte ou d'adopter celle d'un autre pays parce qu'ils ont perdu leur crédibilité en matière de politique monétaire. Cet argument a été invoqué par les partisans de la

8. Dans son sens moderne, la dollarisation désigne un régime de change dans lequel la monnaie d'un grand pays industrialisé (par exemple les États-Unis) est utilisée comme monnaie nationale, à titre d'unité de compte, de moyen d'échange et de réserve de valeur.

dollarisation de l'Équateur. En pareil cas, la meilleure et parfois la seule option peut être de « lier les mains » de la banque centrale ou du gouvernement en « important » la politique monétaire crédible d'un autre pays.

Quelles sont les options envisageables?

Les leçons à tirer de l'expérience des pays industrialisés

Pour choisir un régime de change, les pays à marché émergent peuvent commencer par tirer parti de l'expérience acquise dans le monde industrialisé. Grâce aux renseignements qu'ils recueilleront ainsi au sujet des options les plus prometteuses, ils pourront peut-être éviter certains des écueils que les pays industrialisés ont rencontrés dans leur quête d'un système viable.

À l'exception du Danemark, tous les pays considérés actuellement par le FMI comme industrialisés adhèrent à un régime de flottement libre ou à une union monétaire complète.

La principale leçon à tirer de l'expérience des pays industrialisés est que les solutions intermédiaires ne sont plus praticables et que seuls les régimes se situant aux deux extrêmes doivent être envisagés. En effet, à l'exception du Danemark, tous les pays considérés actuellement par le FMI comme industrialisés adhèrent à un régime de flottement libre ou à une union monétaire complète. Le Canada, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis constituent d'excellents exemples du premier groupe de pays, tandis que les 12 pays européens qui composent l'UEM sont des exemples patents du second. Les régimes intermédiaires, comme le système de parités fixes mais ajustables établi à Bretton Woods, se sont révélés intrinsèquement instables. Bien que ce dernier système ait d'abord été vu comme un compromis prometteur alliant les meilleurs éléments des régimes de changes fixes et flottants, il s'est révélé en fin de compte réunir le pire

des deux mondes. Les ajustements nécessaires aux parités étaient invariablement reportés, ce qui imposait des coûts importants au pays déficitaire ainsi qu'à ses partenaires commerciaux et encourageait une spéculation déstabilisante orientée dans un seul sens.

Bien que de nombreux pays à marché émergent semblent avoir opté pour des solutions analogues au système de Bretton Woods, les régimes à parité fixe comptent peu de défenseurs. Ils sont considérés par beaucoup comme — au mieux — un palliatif, utile seulement pour les pays qui aspirent à passer à un régime plus stable et plus permanent. Rogoff (1998) a comparé ces régimes à des paratonnerres qui attirent les crises financières. Lui et plusieurs autres auteurs ont noté que la longévité d'un régime à parité fixe est habituellement de moins d'un an et que rares sont ceux qui durent plus de trois ans sans déboucher sur une crise majeure. En résumé, les régimes intermédiaires fondés sur le concept d'une parité fixe mais ajustable ne paraissent pas une solution très prometteuse, sauf comme palliatif.

Les leçons à tirer de l'expérience des très petites économies

Bien que les expériences passées des pays industrialisés soient instructives, certains observateurs doutent de l'intérêt qu'elles présentent pour les autres économies. Par exemple, certaines économies en développement sont tellement petites et ouvertes sur l'extérieur qu'elles ont très peu de choix quant au régime de change. Elles ne disposent pas des institutions et de l'infrastructure nécessaires à la conduite d'une politique monétaire efficace. De plus, la nature particulière des biens qu'elles produisent et leur dépendance à l'égard des importations les empêchent de jouir de la protection qu'un régime de changes flottants offre contre les chocs externes. Les avantages microéconomiques que ces économies tirent d'un régime de changes fixes, en l'occurrence la réduction des coûts de transaction et du risque de change, l'emportent sur les bienfaits qu'un taux de change flottant est susceptible de leur procurer au point de vue macroéconomique, sous la forme d'une plus grande indépendance de la politique monétaire et d'une protection accrue contre les chocs externes.

Les économies qui se trouvent dans cette situation optent presque toujours pour la dollarisation (voir la note 8), qui est une variante extrême du régime de changes fixes. Au dernier décompte, plus de 50 petites économies, dépendances et protectorats avaient choisi

la dollarisation (Rose, 2000). D'après Frankel et Rose (2002), les avantages nets de l'adoption de la devise d'un autre pays peuvent être substantiels sur le plan de la croissance du commerce international et du revenu national. Selon ces auteurs, les flux d'échanges bilatéraux des économies dollarisées ont été en moyenne de 300 % supérieurs à ceux des économies ayant conservé leur monnaie, encore que ces conclusions soient contestées par plusieurs et s'appliquent surtout à des économies de très petite taille⁹.

Les dangers des régimes à parité fixe rigide (dollarisation et caisses d'émission)

À en juger par ce bilan, tous les pays à marché émergent, sinon l'ensemble des pays en développement, gagneraient à fixer de façon permanente leur taux de change et à se dollariser. Malheureusement, il y a des raisons de croire que les gains que procurerait une telle stratégie seraient bien inférieurs à ceux que Frankel et Rose décrivent, surtout dans le cas des économies émergentes qui sont plus importantes et plus développées que celles qu'ils examinent. Contrairement à celles de très petite taille, ces économies disposent d'une plus grande liberté de choix en la matière; le régime de change ne leur est pas imposé. Elles ont également plus à perdre — sur le plan de l'indépendance et de la protection contre les chocs externes — de l'adoption d'un régime à parité fixe rigide.

Pour ce qui est de l'union monétaire, peu de pays à marché émergent ont une influence politique ou économique comparable à celle qu'exercent les 12 membres de l'UEM, et qui leur permet d'adhérer à part entière à une union monétaire, de participer aux décisions et de toucher les recettes de seigneurage provenant de l'émission de monnaie¹⁰. La dollarisation représente par conséquent le seul régime à parité fixe rigide à la portée de la plupart des économies émergentes. Par contre, les pays à marché émergent qui choisissent la dollarisation renoncent à l'indépendance qu'un régime plus flexible aurait pu

9. Un grand nombre des économies examinées par Frankel et Rose comptent moins de 100 000 habitants.

10. Bien que de nombreux pays en développement aient formé leur propre union monétaire (par exemple, la zone franc de la Communauté financière africaine (CFA) ou l'union monétaire des Caraïbes orientales), ils n'ont aucun pouvoir réel sur la politique monétaire de leur union, car leur monnaie est liée à celle d'un important partenaire commercial ne faisant pas partie de l'union monétaire.

leur assurer en matière de politique monétaire. Les décisions touchant les taux d'intérêt et le crédit sont prises par le pays dont la monnaie est utilisée, en tenant compte de ses propres intérêts économiques mais non des conséquences néfastes qu'elles pourraient avoir dans les autres pays qui se servent de sa monnaie. Cette perte d'autonomie peut représenter un coût négligeable lorsque les autorités du pays ont abusé de leur indépendance dans le passé et sont déjà discréditées. En pareil cas, la perte d'autonomie et la capacité d'« importer » la politique d'un autre pays constituent même certainement un avantage.

La difficulté de faire marche arrière représente à la fois l'un des principaux attraits et le plus grand coût de la dollarisation. Bien que le renforcement immédiat de la crédibilité et la diminution du risque de change puissent être appréciables, une économie dollarisée renonce dans les faits à la possibilité de reprendre en main son destin monétaire. Il pourrait en résulter une forte hausse des coûts d'ajustement macroéconomique. Il est probable également que les fluctuations cycliques à court terme de l'économie industrialisée dont la monnaie est importée sont fort dissemblables des mouvements observés dans l'économie émergente. De plus, comme ces deux économies se trouvent, par définition, à des stades très différents de leur développement, elles seront confrontées à des tensions structurelles différentes au fil du temps. Sans taux de change flottants pour atténuer ces tensions et compenser l'effet de certains chocs, le poids de l'ajustement retombera en grande partie sur les prix et les salaires intérieurs, lesquels sont rarement suffisamment flexibles (du moins vers le bas) pour faciliter le processus d'ajustement¹¹.

Le pays à marché émergent renonce également aux recettes de seigneurage que l'émission de sa propre monnaie lui aurait procurées dans l'avenir (une forme d'emprunt sans intérêt), de même qu'à sa capacité de faire office de prêteur de dernier ressort. Pour de nombreux États dont le régime fiscal est inefficace, le seigneurage représente une source importante de revenus; à moins que le pays industrialisé ne consente

11. C'est ce qui s'est produit en Argentine, après qu'une série de chocs externes défavorables a plongé le pays dans une récession à la fin des années 1990. Comme le marché du travail est relativement rigide en Argentine, le gros de l'ajustement s'est fait par le biais d'une déflation des prix, qui est un processus très lent et douloureux. L'ajustement s'étant finalement avéré trop lent, l'Argentine a dû renoncer à sa caisse d'émission et laisser flotter sa monnaie (le concept de caisse d'émission est examiné ci-après).

à partager ses recettes de seigneurage, l'économie émergente devra prendre d'autres mesures pour combler ce manque à gagner. Si elles ne peuvent créer des liquidités suivant les besoins, les autorités monétaires auront aussi du mal à venir à la rescousse des banques et marchés financiers nationaux lorsque ceux-ci subiront des pressions spéculatives. Leur seul recours sera de puiser dans leurs réserves de change ou d'accroître leurs emprunts en monnaie étrangère. Si l'économie émergente jouit d'une bonne cote de crédit, ces mesures suffiront peut-être. Sinon, le système financier national sera vulnérable aux attaques spéculatives et aux chocs inattendus.

Dans un monde où les trois grandes monnaies (le dollar américain, le yen et l'euro) continuent de flotter les unes par rapport aux autres, tout pays à marché émergent décidant d'arrimer sa monnaie à l'une d'elles se trouve forcément en régime de changes flottants par rapport aux deux autres.

La dollarisation comporte malgré tout certains avantages. Elle élimine le risque de change, les coûts de conversion et le besoin de couverture à l'égard du nouveau moyen d'échange. Toutefois, il est important de noter que, dans un monde où les trois grandes monnaies (le dollar américain, le yen et l'euro) continuent de flotter les unes par rapport aux autres, tout pays à marché émergent décidant d'arrimer sa monnaie à l'une d'elles se trouve forcément en régime de changes flottants par rapport aux deux autres. Tous les risques de change et les coûts de conversion associés à ces deux autres devises continueront donc d'exister. Pour les pays qui, comme le Panama, effectuent le gros de leurs échanges extérieurs avec un grand pays (les États-Unis), cela ne pose pas problème. Pour les économies dont les partenaires sont plus diversifiés, comme l'Équateur, les répercussions peuvent être importantes. De fait, la dollarisation de ces deux pays n'a pas connu le même succès. S'il est vrai que

l'Équateur n'a adopté le dollar américain qu'assez récemment, il n'en demeure pas moins que les résultats ont été peu encourageants jusqu'ici. La dollarisation du Panama, qui remonte à 1904, a été plus avantageuse si l'on en croit la plupart des observateurs¹².

L'établissement d'une caisse d'émission permet d'éviter certains des problèmes que pose la dollarisation. Il implique de la part des autorités l'engagement ferme — souvent inscrit dans la loi, voire dans la constitution du pays — de fixer de façon définitive la parité entre la monnaie nationale et la monnaie d'un autre pays. L'économie émergente promet de préserver la libre convertibilité entre les deux monnaies. Afin d'assurer la crédibilité du régime, elle s'engage aussi à faire dépendre sa base monétaire de ses réserves en devises. Ce régime présente plusieurs des attributs de la dollarisation intégrale, mais la monnaie nationale continue d'être utilisée, de sorte que l'économie émergente conserve ses recettes de seigneurage. En outre, il est plus facile de mettre fin à une caisse d'émission qu'à une dollarisation intégrale. Cette dernière caractéristique est toutefois à double tranchant et peut miner la crédibilité du régime, surtout au beau milieu d'une crise financière¹³. L'expérience récente de l'Argentine illustre bien les limites de la protection que procure une caisse d'émission.

La peur du flottement

Si les régimes à parité fixe rigide ne sont pas la solution, le flottement libre constitue peut-être une voie plus prometteuse. Malheureusement, l'expérience de l'après-guerre indique que ce régime extrême peut aussi présenter des lacunes, du moins du point de vue des marchés émergents. Certains observateurs ont fait remarquer que très peu d'économies, aussi bien industrialisées qu'émergentes, laissent vraiment leur monnaie flotter librement¹⁴. Comme il a déjà été mentionné, bon nombre des pays ayant officiellement un taux de change flottant ont de toute évidence peur

du flottement. Ils interviennent couramment en vue de stabiliser le cours externe de leur monnaie et paraissent disposés à sacrifier d'autres objectifs intérieurs, comme la stabilité des prix et le plein emploi, pour défendre un taux de change particulier. De plus, les problèmes semblent plus graves et les écarts par rapport à un véritable flottement des changes plus importants dans le cas des économies émergentes. Les taux de change prétendent flôtter affichent fréquemment des fluctuations comparables, par leur ampleur, et une évolution générale similaire à ce que l'on observe dans les pays ayant une parité fixe; il arrive même qu'ils soient moins variables que dans ces autres pays.

Cette peur du flottement serait attribuable à trois facteurs, selon Calvo et Reinhart (2002). Le premier est une profonde défiance envers les marchés, dont l'évolution est perçue par un grand nombre d'économies émergentes comme pernicieuse et imprévisible. Le deuxième est le fait que les dépréciations qui frappent la monnaie de ces pays vont habituellement de pair avec une contraction de l'économie plutôt qu'avec une expansion. Plutôt que d'aider à stabiliser la croissance et l'emploi après un choc externe, les fluctuations des taux de change tendent à exacerber les tensions et provoquent ainsi des perturbations économiques plus graves. Ce résultat tient en partie à l'absence d'un mécanisme crédible d'ancrage des attentes, tel qu'une cible d'inflation¹⁵. De plus, une part considérable de la dette des secteurs public et privé de maints pays à marché émergent est souvent libellée dans une devise étrangère, de sorte que le fardeau du service de la dette s'alourdit lorsque la monnaie nationale se déprécie. Le troisième facteur a trait à l'incapacité manifeste de nombreuses économies émergentes à appliquer une politique monétaire contracyclique efficace. Dans bien des cas, l'indépendance que confère un régime de changes flottants à la politique monétaire a simplement conduit à une inflation chronique. En conséquence, les conditions monétaires ont tendance à se resserrer à la suite d'un ralentissement de l'économie ou d'une dépréciation de la monnaie nationale, plutôt qu'à s'assouplir de façon à amortir le choc¹⁶.

12. Edwards (2001) brosse un tableau beaucoup moins reluisant de la situation au Panama et dans la plupart des pays qui ont opté pour la dollarisation ou la création d'une caisse d'émission.

13. Une caisse d'émission peut aussi engendrer des risques pour la stabilité financière, car les agents économiques sont alors moins incités à couvrir leurs positions en devises. Un mauvais appariement des positions peut causer de graves problèmes en cas d'effondrement du régime, comme on a pu le voir en Argentine.

14. Voir Calvo et Reinhart (2002).

15. Cf. Laidler (1999 et 2002).

16. Le concept de « conditions monétaires » désigne l'effet conjugué des variations du taux de change et des taux d'intérêt sur l'activité économique.

Comme les régimes de changes flottants sont jugés peu efficaces pour protéger l'économie contre les chocs externes, Calvo et Reinhart font valoir qu'il est naturel que les économies de marché émergentes soient davantage portées à la stabilisation du taux de change. Les gains appréciables découlant de la baisse des coûts de transaction et du risque de change dans ces économies ouvertes sont perçus comme nettement supérieurs à tout avantage qu'une plus grande indépendance de la politique monétaire serait susceptible de procurer. D'ailleurs, ces éventuels avantages sont souvent considérés plutôt comme des coûts.

Si les régimes à parité fixe ont connu bien des avatars et ont toujours fini par s'effondrer, et que les régimes extrêmes (parité fixe rigide et flottement libre) posent aussi des problèmes, quelles options reste-t-il aux marchés émergents? Existe-t-il un régime de change qui puisse leur convenir ou s'appliquer à eux?

Nouvelles solutions intermédiaires

Deux solutions ont récemment été mises en avant à l'intention des économies de marché émergentes dans le but de surmonter les problèmes exposés plus haut. Elles remettent à l'honneur les régimes intermédiaires et visent une certaine flexibilité de la politique monétaire et du taux de change, de même qu'une plus grande stabilité du marché des changes.

Arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile

Cette première proposition, qui est principalement associée à Williamson (2000), est en fait une synthèse et une extension de certaines idées que lui et d'autres ont défendues dans les années 1970 et au début des années 1980. Elle comporte trois éléments clés. Le premier rejoint dans son esprit le système de Bretton Woods, mais avec une différence appréciable : selon la formule de Williamson, chacun des pays à marché émergent serait encouragé à arrimer sa monnaie à un panier de devises, plutôt qu'à celle d'un seul partenaire commercial. Cet élément atténuerait l'effet des tensions observées lorsque les taux de change entre les principales monnaies se mettent à évoluer en sens opposé.

Le deuxième élément consiste à enjoindre les économies émergentes à veiller à ce que le taux de change reste à l'intérieur de *marges de fluctuation* symétriques et relativement larges. Les marchés auraient ainsi une idée de l'ampleur des variations de

change permises, et la banque centrale jouirait d'une indépendance raisonnable en matière de politique monétaire, pourvu que le taux de change se situe nettement en dedans des marges fixées. La vigueur avec laquelle la banque centrale interviendrait pour défendre ces marges de fluctuation serait laissée à son entière discrétion, mais une certaine flexibilité serait encouragée pour éviter le type de mouvements spéculatifs à sens unique qui a déstabilisé et miné le système de Bretton Woods.

Le troisième élément de la proposition de Williamson concerne le point médian de l'intervalle de fluctuation, qui pourrait être ajusté par degrés en fonction du jugement que les autorités porteraient sur les déterminants fondamentaux du taux de change réel. Cette « parité mobile » contribuerait à alléger les tensions que susciterait autrement l'évolution des facteurs fondamentaux et elle fournirait au marché certaines indications utiles à moyen terme sur la trajectoire probable du taux de change, ce qui prévendrait des désalignements persistants.

Les détracteurs soutiennent que, bien que le régime proposé par Williamson semble valable en théorie, il se heurtera tôt ou tard à bon nombre des problèmes qui ont causé l'effondrement du système de Bretton Woods et de toutes ses variantes subséquentes. En effet, les décisions concernant le point médian approprié de l'intervalle de fluctuation et le niveau futur de la parité mobile sont épineuses, en l'absence d'une modélisation fiable des déterminants du taux de change d'équilibre. De plus, les autorités seront toujours confrontées au problème de la spéculation unidirectionnelle et à des choix difficiles dès que le taux de change s'approchera des limites supérieure ou inférieure de l'intervalle de fluctuation autorisé. Si les autorités ne s'engagent pas clairement à défendre les marges fixées, la pression qui s'exercera sur elles sera moins forte, mais cela accroîtra vraisemblablement l'incertitude sur le marché quant au niveau où elles souhaitent que le taux de change s'établisse et à leur volonté d'intervenir si ce dernier menace de sortir de l'intervalle de fluctuation annoncé. À la limite, ce système en viendrait à ressembler à un flottement dirigé sans fermeté, proche de celui que pratiquent déjà de nombreux pays à marché émergent. Quelques pays seulement, dont le Chili, la Colombie et Israël, ont réussi à appliquer un système similaire à celui proposé par Williamson. Dans ces trois cas, le système mis en place a simplement servi de transition vers un régime plus flexible fondé sur la poursuite de cibles

d'inflation et une complète indépendance de la politique monétaire.

Régime de flottement dirigé bonifié

Goldstein (2002) préconise lui aussi un nouveau régime de change pour les économies émergentes : le flottement dirigé « bonifié » (en anglais, *Managed Floating Plus*). Les systèmes de Goldstein et de Williamson ont maints objectifs en commun, mais le problème est abordé sous un angle légèrement différent. À l'instar de Williamson, Goldstein a tenté de trouver une solution intermédiaire viable qui assure aux autorités monétaires une certaine indépendance dans la conduite de leur politique monétaire, tout en éliminant (au moins en partie) la volatilité excessive induite par un régime de flottement entièrement libre.

Contrairement à la proposition de Williamson, qui assigne un rôle de premier plan au taux de change, celle de Goldstein repose sur l'établissement d'une cible interne d'inflation comme point d'ancrage nominal de la politique monétaire et accorde plus d'importance à la stabilisation de l'économie nationale qu'au maintien de la parité de change. Les autorités monétaires pourraient encore intervenir sur les marchés des changes et gérer le taux de change de leur devise, mais seulement dans la mesure où leur action ne compromet pas l'atteinte de l'objectif d'inflation. Dès qu'il y aurait incompatibilité entre les deux objectifs, la stabilité des prix intérieurs devrait passer avant le taux de change.

Les autorités monétaires pourraient encore intervenir sur les marchés des changes et gérer le taux de change de leur devise, mais seulement dans la mesure où leur action ne compromet pas l'atteinte de l'objectif d'inflation.

Afin de réduire au maximum la volatilité excessive des prix des actifs financiers et la vulnérabilité aux crises financières, les économies de marché émergentes seraient encouragées à mettre en place des systèmes élaborés permettant de surveiller le niveau de l'endettement public et privé et la proportion des engagements libellés en devises. Le régime de

flottement dirigé bonifié implique aussi un effort accru de développement des marchés financiers intérieurs et de réduction de la dépendance envers les emprunts en devises. Par ailleurs, les économies émergentes seraient invitées à être plus circonspectes en matière de libéralisation des marchés financiers et à conserver certaines restrictions aux mouvements de capitaux jusqu'à la création d'une infrastructure adéquate en matière de surveillance et de réglementation. Cette approche graduée à l'égard de l'ouverture des marchés limiterait l'exposition de l'économie aux chocs externes et aux sautes d'humeur des investisseurs. Ces restrictions seraient toutefois considérées comme des mesures temporaires et regrettables, et non comme une caractéristique permanente de l'économie.

Mis à part les restrictions aux mouvements de capitaux jugées nécessaires à court terme, le système proposé par Goldstein accuse une grande ressemblance avec les régimes de changes flottants actuellement appliqués par de nombreux pays industrialisés. Comme Calvo et Reinhart l'ont fait observer avec justesse, les régimes de flottement pur constituent l'exception plutôt que la règle. En effet, les autorités monétaires de nombreux pays à régime de changes flottants interviennent régulièrement sur les marchés des changes. La seule chose qui distingue les régimes de changes flottants des régimes de flottement dirigé est la fréquence et l'ampleur des interventions. À la limite, bien sûr, le régime décrit par Goldstein se confond avec celui de Williamson, la seule différence étant le poids accordé au taux de change. Même si ces deux formules intermédiaires partent des deux pôles opposés de l'éventail des régimes existants, elles peuvent être définies de façon à se recouper pour l'essentiel.

Conclusions

Aucun des deux pôles de l'éventail des régimes de change existants ne semble présenter d'attrait pour les économies émergentes dont les marchés financiers sont intégrés aux marchés mondiaux. D'une part, bien que les principaux pays industrialisés aient manifesté une nette préférence soit pour les régimes à parité fixe très rigide, soit pour le flottement libre, ces deux solutions posent des problèmes importants dans les pays où les marchés financiers sont moins développés, la crédibilité est limitée et les systèmes de surveillance sont rudimentaires. D'autre part, les régimes de changes fixes traditionnels, fondés sur une parité fixe et des marges de fluctuation étroites, se sont avérés instables de nature et de véritables invitations à la spéculation.

Les solutions les plus prometteuses pour la plupart des pays à marché émergent seraient ainsi les deux régimes intermédiaires récemment proposés. On ne doit pas en conclure pour autant que ceux-ci sont aussi intéressants l'un que l'autre. Le flottement dirigé bonifié nous apparaît le plus prometteur des deux, car il allie les caractéristiques souhaitables du régime de changes flottants (indépendance de la politique monétaire et rôle d'amortisseur face aux chocs) avec un cadre permettant de surmonter les principaux problèmes qui ont gêné la mise en œuvre de ce régime dans ces économies (absence d'un point d'ancrage nominal et vulnérabilité aux variations soudaines du taux de change). En outre, le flottement dirigé bonifié a déjà été pratiqué avec un certain succès dans des pays comme le Brésil, le Chili, le Mexique et l'Afrique du Sud. Les caisses d'émission et la dollarisation sont avant tout une solution de dernier recours pour les pays affligés du « péché originel » ou trop petits pour

avoir leur propre monnaie. L'union monétaire est envisageable pour certaines économies émergentes, principalement les économies européennes en transition, mais ce groupe est plutôt restreint. Enfin, d'autres options, comme l'arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile, ont aussi leur utilité, mais seulement à titre de transition et à condition que les autorités se ménagent clairement une porte de sortie.

En terminant, il convient de souligner qu'aucun régime de change n'est optimal pour tous les pays ni à toutes les époques, pas plus qu'un régime de change ne saurait suppléer à l'absence de bonnes politiques économiques et de solides institutions. Le régime de change doit être considéré comme un élément constitutif d'un régime monétaire cohérent, lui-même partie intégrante d'un cadre macroéconomique sain.

Ouvrages et articles cités

Aizenman, J., et R. Hausmann (2000). « Exchange Rate Regimes and Financial-Market Imperfections », document de travail n° 7738, National Bureau of Economic Research.

Bailliu, J., R. Lafrance et J.-F. Perrault (2001). « Régimes de change et croissance économique dans les marchés émergents ». In : *Les taux de change flottants : une nouvelle analyse*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 347-377.

_____ (2002). « Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? », document de travail n° 2002-17, Banque du Canada.

Bordo, M., et M. Flandreau (2001). « Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization », document de travail n° 8584, National Bureau of Economic Research.

Calvo, G., et C. Reinhart (2002). « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 2, p. 379-408.

Chang, R., et A. Velasco (2000). « Exchange-Rate Policy for Developing Countries », *The American Economic Review*, vol. 90, n° 2, p. 71-75.

Edwards, S. (2001). « Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation », document de travail n° 8274, National Bureau of Economic Research.

_____ (2001). « The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange-Rate Regimes », document de travail n° 5756, National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B. (1998). « The Only Game in Town », *The World Today* (décembre), p. 317-320.

_____, et R. Hausmann (1999). « Exchange Rates and Financial Fragility », document de travail n° 7418, National Bureau of Economic Research.

Fischer, S. (2001). « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, p. 3-24.

Fonds monétaire international (1960-2000). *Annual Report(s) on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington (D.C.), FMI.

_____ (1997). « Régimes de change et résultats économiques des pays en développement ». In : *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre), Washington (D.C.), FMI. Chapitre 4 de l'ouvrage, p. 85-106.

- Fonds monétaire international (1999). *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues*, Washington (D.C.), FMI.
- _____ (2000). « Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy », Étude spéciale n° 193 du FMI.
- Frankel, J., et A. Rose (2002). « An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 2, p. 437-466.
- Ghosh, A., A. Gulde, J. Ostry et H. Wolf (1997). « Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? », document de travail n° 5874, National Bureau of Economic Research.
- Goldstein, M. (2002). « Managed Floating Plus », *Policy Analyses in International Economics*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.
- , G. Kaminsky et C. Reinhart (2000). *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.
- Honohan, P. (1997). « Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction », document de travail n° 39, Banque des Règlements Internationaux.
- Laidler, D. (1999). « The Exchange Rate Regime and Canada's Monetary Order », document de travail n° 99-7, Banque du Canada.
- (2002). « Inflation Targets versus International Monetary Integration: A Canadian Perspective », document de travail n° 773, CESifo.
- Levy-Yeyati, E. L., et F. Sturzenegger (1999). « Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words ». Document accessible à l'adresse <http://www.utdt.edu/~ely/Regimes_final.pdf>.
- Levy-Yeyati, E. L., et F. Sturzenegger (2001). « To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes ». Document accessible à l'adresse <http://www.utdt.edu/~ely/growth_final.PDF> Fonds monétaire international.
- Masson, P. R. (2001). « Exchange Rate Regime Transitions », *Journal of Development Economics*, vol. 64, n° 2, p. 571-586.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1995). « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 73-96.
- Poirson, H. (2001). « How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime? », document de travail n° 01/46, Fonds monétaire international.
- Reinhart, C., et K. Rogoff (2002). « The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation », document de travail n° 8963, National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, K. (1998). « The Risks of Unilateral Exchange Rate Pegs ». In : *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, sous la direction d'Alan Meltzer, actes d'un colloque tenu par la Banque de Corée, 1998, Séoul, Banque de Corée, p. 153-170.
- Rose, A. (2000). « One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy: A European Forum* (avril), vol. n° 30, p. 7-33.
- Williamson, J. (2000). *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.