



Document de travail

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS : LA LEÇON DES EXPÉRIENCES RÉCENTES

N° 2005-06

Juin 2005

Hanen Gharbi

CREFED

Université Paris IX-Dauphine

Observatoire Français des Conjonctures Économiques

69, Quai d'Orsay 75340 Paris Cedex 07

Tel : 01 44 18 54 00 Fax : 01 45 56 06 15

E-mail: ofce@ofce.sciences-po.fr Web: <http://www.ofce.sciences-po.fr>

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS : LA LEÇON DES EXPÉRIENCES RÉCENTES

Hanen Gharbi *

Résumé

Cet article a pour objet de vérifier si le récent engouement des pays émergents pour la flexibilité du taux de change se vérifie *de facto*. L'analyse des politiques de change d'un groupe de pays émergents révèle que *la gestion du taux de change* est le système de change dominant malgré les déclarations officielles. Très ouverts aux marchés internationaux de capitaux, les pays émergents sont condamnés à la flexibilité de leur taux de change, mais une inflation élevée, une dollarisation de la dette, un système bancaire fragile les condamnent à la gestion. Aussi, n'ont-ils pas d'autre choix que de se déclarer en flottement et de continuer à gérer *de facto* leurs taux de change. L'article met ainsi en évidence la *peur du flottement*, la *peur de la gestion*, la *peur de l'appréciation* et la *peur de la dépréciation* qui caractérisent les politiques de change des pays émergents dans un univers instable.

Mots clés : régimes de change, ciblage d'inflation, pays émergents.

Code JEL : F31, O24.

* Hanen Gharbi est doctorante au CREFED-Paris IX-Dauphine sous la direction de Henri Sterdyniak, Directeur du Département économie de la mondialisation à l'OFCE.
gharbi_hanen@yahoo.com

Pour les pays émergents, le choix de leur régime de change se repose à chaque crise monétaire majeure. Ainsi, au début des années 70, après l'effondrement du système de Bretton Woods, les mots clefs étaient flexibilité et indépendance de la politique monétaire. L'explosion de l'inflation dans les années 80 dans de nombreux pays d'Amérique latine a centré le débat sur les vertus des politiques de stabilisation par l'ancrage nominal du taux de change. Dans les années 90 l'inflation n'est plus un problème majeur dans la plupart des pays ; aussi, l'avantage de crédibilité du change fixe a-t-il perdu de son importance. Par ailleurs le débat a pris de nouveaux aspects avec la libéralisation des mouvements de capitaux : risque moral, robustesse du système financier, attaques spéculatives, ...

A la suite des crises mexicaine (1994), asiatique (1997), russe (1998), brésilienne (1999), s'est répandue la thèse que tous les régimes autres que le flottement libre et le rattachement définitif sont instables. Selon cette théorie du *milieu instable*, la globalisation financière devrait faire disparaître les régimes intermédiaires au profit des deux pôles extrêmes de flottement libre et de rattachement institutionnel. Le débat semblait clos jusqu'à la crise argentine (2002) qui a montré les effets pervers du rattachement rigide. Aussi le débat a rebondi sur l'importance de la flexibilité et sur le remplacement de l'ancrage nominal du taux de change par une politique de ciblage d'inflation. De plus en plus de pays émergents abandonnent la gestion de leur taux de change pour adopter une stratégie de ciblage d'inflation et de flottement de leur monnaie. Ce récent engouement nous amène à nous demander si la flexibilité annoncée se vérifie *de facto*. Les pays émergents ont-ils définitivement abandonné la gestion de leur taux de change ou s'agit-il d'un simple changement de la politique de gestion vers une gestion déguisée ? Ont-ils réellement appliqué un ciblage d'inflation *stricte*, à savoir une politique monétaire sans aucun objectif de taux de change ?

La section I de l'article présente les différentes formes de gestion du taux de change et discutent leurs avantages par rapport aux régimes fixe et flexible. La section II revient sur l'idée de l'instabilité des régimes intermédiaires : les récentes expériences montrent que les régimes de change gérés ne sont pas intrinsèquement instables et que les crises sont dues à des politiques de gestion trop rigides. L'analyse des politiques de change d'un groupe de pays émergents qui sont passés au flottement révèle que la flexibilité de leur taux de change a certes augmenté mais que leur système est plus proche du flottement géré que du flottement libre officiellement annoncé (section III). Comment expliquer que la plupart des banques centrales

se défendent officiellement d'avoir un objectif de change alors qu'elles interviennent plus ou moins activement pour gérer leurs taux de change ? En passant officiellement au flottement, ces pays ne renoncent pas à la gestion mais renoncent à l'afficher (section IV). Aussi *la peur du flottement* serait en fait *une peur de la gestion*. Les pays asiatiques sont victimes d'*une peur de l'appréciation* qui les oblige à accumuler d'énormes stocks de réserves dont le coût devient lourd. En Amérique Latine, *le péché originel* (l'endettement en devises étrangères) et le passé inflationniste font régner *une peur de la dépréciation*.

Il apparaît que les pays émergents n'ont pas d'autre choix que de se déclarer en flottement et de continuer à gérer *de facto* leurs taux de change. Très ouverts aux marchés internationaux de capitaux, ces pays sont condamnés à la flexibilité de leur taux de change, mais une inflation élevée, une dollarisation de la dette, un système bancaire fragile les condamnent à la gestion.

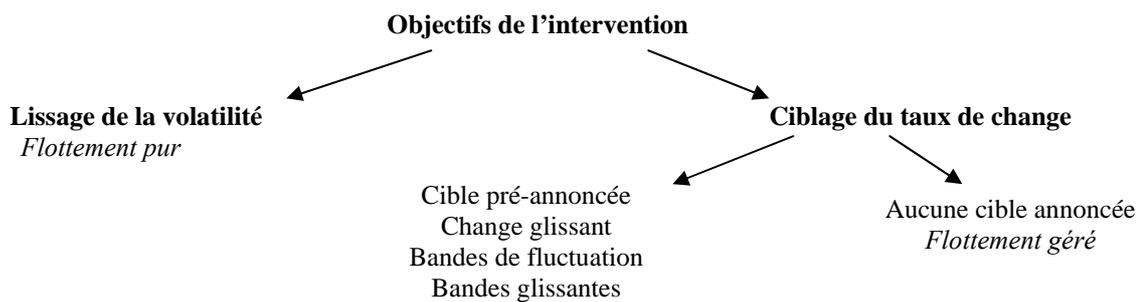
I. Régimes de change gérés : crédibilité *versus* flexibilité

Les travaux théoriques sur le régime de change optimal réduisent souvent le choix à taux fixe ou taux totalement flexible. Or les politiques de change ont des formes diverses qui dépassent cette simple alternative. L'étendue du choix comporte les deux pôles extrêmes où le taux de change est, soit totalement fixe, soit totalement flexible et un milieu qui regroupe tous les *régimes intermédiaires*. Ceux-ci englobent une multitude de pratiques différentes que la classification du FMI¹ regroupe essentiellement en quatre catégories : le rattachement fixe, les bandes horizontales, le rattachement glissant et les bandes glissantes (encadré 1).

Parmi ces *régimes intermédiaires*, nous nous intéressons aux régimes de change activement gérés. La gestion du taux de change peut se faire par *une règle de gestion formelle* (change glissant, bandes de fluctuation, bandes glissantes) ou par *une gestion discrétionnaire*, sous forme d'un régime de flottement géré. Avec une règle de gestion, la banque centrale annonce la règle d'intervention qui lui permet d'atteindre un taux de change nominal ou réel cible. Avec une gestion discrétionnaire la banque centrale n'annonce pas de règle d'intervention ni d'objectifs de change à atteindre. Quelle soit formelle ou discrétionnaire la gestion du taux de change peut avoir différents objectifs.

¹ La classification du FMI jusqu'en 1998 ne distinguait que quatre catégories : rattachement, flexibilité limitée, flottement géré et flottement pur.

Schéma 1. Régimes de change gérés



Encadré 1. Classification du FMI (depuis 1998) *

(1) Régime sans monnaie propre

Soit la seule monnaie légale est la devise d'un autre pays (dollarisation formelle) ; soit le pays appartient à une union monétaire.

(2) Caisse d'émission

Le régime de change est basé sur un engagement explicite (de par la loi) à convertir la monnaie domestique contre une devise particulière à un taux fixe. La monnaie domestique émise est totalement couverte par des actifs en devises. Aussi les fonctions habituelles de la banque centrale tels que le contrôle monétaire et le rôle du *prêteur en dernier ressort* ne sont plus possibles. Ce régime peut offrir une certaine flexibilité selon les règles de fonctionnement de la Caisse.

(3) Change fixe

La monnaie domestique est rattachée (formellement ou *de facto*) à une autre monnaie (ou un panier de monnaie) à un taux fixe. Le taux de change fluctue au plus dans une marge de +/- 1 %. Les autorités monétaires interviennent pour maintenir la parité fixe sans s'engager à la fixer irrévocablement. Le taux de change peut être ajusté occasionnellement. Une politique monétaire discrétionnaire et les fonctions traditionnelles de la banque centrale, bien que limitées sont possibles.

(4) Bandes de fluctuations

Le taux de change est maintenu dans une marge de fluctuations (au moins +/- 1%) autour d'une parité centrale (formelle ou *de facto*) fixe.

(5) Change glissant

Le taux de change est dévalué périodiquement par petites incréments soit à un taux fixe soit en réponse aux changements de certaines variables indicatrices comme le différentiel d'inflation passé (ou anticipé) avec les principaux partenaires commerciaux, le différentiel entre taux officiel et celui du marché parallèle...

(6) Bandes glissantes

Le taux de change est maintenu dans une marge de fluctuations (au moins +/- 1%) autour d'une parité centrale (formelle ou *de facto*) glissante. La bande peut être symétrique fixe ou élargie graduellement ; ou asymétrique avec un glissement d'une des marges de la bande dans ce cas il n'y a pas de parité centrale annoncée) comme au Mexique entre 1990 et 1994. Le degré de flexibilité de ce régime dépend de la largeur de la bande.

(7) Flottement géré

Les autorités monétaires influencent les mouvements du taux de change à travers une intervention active sans spécifier ou pré-annoncer une trajectoire pour le taux de change. La banque centrale ne s'engage pas sur un taux de change cible.

(8) Flottement pur

Le taux de change est déterminé par le marché. Les éventuelles interventions visent à modérer le taux de variation du taux de change et empêcher les fluctuations non justifiées par les fondamentaux sans cibler un niveau du taux de change.

* IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, 1999.

Un lissage de volatilité

L'objectif de la gestion est de contrer les mouvements erratiques de court terme du taux de change sans altérer la tendance déterminée par le marché. Les autorités monétaires interviennent simplement pour lisser la volatilité du taux de change. Les interventions de lissage sont l'objectif le plus fréquemment avancé par les banques centrales pour décrire leur politique de change même si ce n'est pas souvent le véritable objectif de l'intervention. Etant très répandu ce type d'intervention fait partie même du flottement pur selon la définition du FMI.

Un taux de change nominal ou réel cible

La banque centrale définit un niveau cible du taux de change nominal et intervient pour contenir les fluctuations dans une marge autour de cette cible.

La gestion prend la forme de bandes horizontales officielles ou *de facto*. Ce type de gestion a été adopté par tous les pays du SME, le Danemark (depuis 1990), la République tchèque (1995-1997) et la Corée (1990-1997).

Glissement du taux de change nominal

Les autorités monétaires font glisser le taux de change nominal par des mini-dévaluations en fonction du différentiel d'inflation avec l'extérieur afin d'empêcher l'appréciation du taux de change réel.

Le glissement est dit *actif (ou pré-annoncé)* quand le taux de dévaluation est annoncé à l'avance pour plusieurs mois. Le taux de glissement est généralement plus faible que l'écart entre l'inflation domestique (*anticipée* ou *cible*) et une estimation de l'inflation étrangère ; le taux de dévaluation est réduit progressivement, ce afin de guider les anticipations inflationnistes à la baisse. Le taux de change joue ici le rôle d'ancre nominal pour les anticipations, aussi une certaine appréciation réelle est-elle tolérée. Cette règle de gestion était très utilisée dans les plans de stabilisation dans les années 70 par les pays en développement à inflation élevée notamment en Amérique latine. Plus récemment ce régime a été adopté par la Pologne et la Hongrie.

Le glissement est *passif (ou adaptatif)* quand l'ajustement du taux de change nominal accommode totalement le différentiel d'inflation *passé*. Cette règle est dite règle de PPA relative car elle vise à maintenir le taux de change réel constant. Le but est d'éviter que des niveaux d'inflation élevés ne provoquent une surévaluation réelle et une perte de compétitivité. Rendant l'inflation indolore, cette stratégie fait anticiper son maintien, ou même son

accélération. De nombreux pays émergents ont adopté ce type de gestion avec plus ou moins de succès tels que le Chili, la Colombie et la Turquie. Le glissement *passif* est une stratégie de gestion plus flexible que le glissement *pré-annoncé* puisque la banque centrale ne s'engage pas sur une trajectoire de dépréciation déterminée. Parfois, les autorités monétaires dévaluent le taux de change nominal plus que le différentiel d'inflation afin de déprécier le taux de change réel.

Un objectif de compte courant

Certaines banques centrales adoptent un objectif formel de maintien d'un déficit courant *soutenable*. Elles sont ainsi amenées à gérer activement leurs taux de change, soit pour empêcher que les désalignements du taux de change réel ne soient à l'origine de déséquilibres courants prolongés ; soit pour corriger les déséquilibres résultants de chocs exogènes. Ainsi le Chili a l'objectif formel de maintenir un déficit courant soutenable évalué entre 4 % et 5 % du PIB.

Encadré 2. La monnaie d'ancrage

Le choix entre le rattachement à une seule devise ou à un panier dépend du degré de concentration des échanges avec un pays ou une zone de pays. L'ancrage à une seule monnaie se justifie en cas de partenaire commercial dominant (plus de 50 % des échanges se font avec un seul pays, selon Williamson 1996) alors que le rattachement à un panier de devises permet de stabiliser le taux de change effectif quand les partenaires commerciaux sont diversifiés. Quand le taux de change est rattaché à une seule devise, les fluctuations de cette dernière par rapport à des devises tiers se traduisent par des fluctuations de la monnaie locale contre ces devises. Ainsi, le rattachement au dollar, présente le risque d'une appréciation du taux de change effectif et donc une perte de compétitivité en cas d'appréciation du dollar par rapport aux principales devises. L'appréciation (nominale) du dollar de près de 25 % par rapport au Yen entre janvier 1995 et avril 1997 a fortement contribué à la fragilité des pays asiatiques dont les monnaies étaient rattachées au dollar. Aussi, l'idée de l'adoption d'un panier avec un poids plus élevé pour le Yen a-t-elle dominé le débat sur le régime de change de l'après-crise en Asie de l'Est (Ogawa et Ito, 2000). Toutefois plusieurs travaux montrent que les pays de l'Asie de l'Est continuent de rattacher leurs monnaies au dollar.

La nomination de la dette extérieure est un critère important dans le choix de la monnaie d'ancrage dans les pays à forte dette en devises. Ainsi en cas de forte dollarisation, le rattachement au dollar est essentiel pour stabiliser la valeur de la dette extérieure.

L'inconvénient du rattachement à un panier est son manque de transparence. En effet, souvent la composition et le poids des devises dans le panier sont tenus secrets. A l'opposé, l'ancrage à une seule monnaie est un régime simple et transparent qui a des avantages informationnels considérables. En effet, l'ancrage à la monnaie d'un partenaire commercial dominant ou à une monnaie largement utilisée dans le pays (en cas de dollarisation) facilite les comparaisons des prix et les transactions. Pour Corden (2002) le rattachement à une seule devise est préférable au rattachement à un panier si l'objectif du rattachement est l'ancrage nominal. En effet le rattachement à une seule devise est plus crédible car le respect de l'engagement de change est plus facilement vérifiable par le public.

Choisir entre fixer ou laisser flotter le taux de change revient à choisir entre *crédibilité* et *flexibilité*. La fixité du taux de change impose une certaine discipline à la politique monétaire et budgétaire. Le rattachement du taux de change à la monnaie d'un pays à inflation faible, a pour but d'importer la crédibilité de ce pays. Le taux de change devient ainsi une ancre nominale pour les anticipations inflationnistes. Cependant, la rigidité du taux de change nominal risque de se traduire par un désalignement du taux de change réel. Celui-ci peut faire anticiper une dévaluation du taux de change et faire disparaître l'avantage de crédibilité. Notamment en cas d'écart d'inflation avec les partenaires commerciaux.

La flexibilité est le principal avantage du flottement. L'absence d'engagement sur le taux de change procure une indépendance totale à la politique monétaire ce qui garantit à l'économie la flexibilité nécessaire pour s'accommoder aux chocs. Cependant l'économie est sans point d'ancrage nominal pour les anticipations inflationnistes. Si les autorités monétaires manquent de crédibilité, les agents économiques vont anticiper des politiques inflationnistes. De plus, le flottement risque de se traduire par une forte volatilité du taux de change nominal préjudiciable aux échanges extérieurs et à la stabilité macroéconomique.

Le choix d'une stratégie de taux de change est celui du degré de flexibilité optimale qui permet de résoudre ce conflit d'objectif. Selon Rogoff *et al.* (2004) la vogue des régimes intermédiaires auprès des pays émergents ou en développement s'explique par le fait que ces régimes permettent de combiner les avantages des deux pôles extrêmes (ancrage nominal et autonomie de la politique monétaire) tout en réduisant leurs inconvénients (risque de désalignement du taux de change réel et volatilité excessive). Ainsi le glissement du taux de change nominal permet d'éviter l'émergence de désalignement dû à une inflation plus forte que celle des partenaires commerciaux. L'introduction de marges de fluctuations autour de la parité glissante procure plus de flexibilité afin de répondre aux chocs et donc plus d'autonomie à la politique monétaire. Par rapport au flottement un régime de bande permet au taux de change de jouer le rôle d'ancre nominal tout en permettant une certaine indépendance à la politique monétaire. De nombreux pays émergents ont opté pour cette forme de gestion avec plus ou moins de succès².

Le cœur du débat du régime de change optimal a toujours été cet arbitrage : *crédibilité versus flexibilité*. Cependant la question de la crédibilité semble avoir perdu de son importance

² *Bande avec glissement actif* : Bolivie (depuis 1990), Brésil (1991-1999), Costa Rica (depuis 1990), Indonésie (1990-1997), Mexique (1990-1994), Pologne (1991-1999), Russie (1995-1998), Turquie (1990-2001), Hongrie (1995-2001).

Bande avec glissement passif : Chili (1990-1998), Colombie (1990-1998), Israël (depuis 1990) Uruguay (depuis 1990), Venezuela (depuis 1996).

pour les pays émergents et le rattachement du taux de change n'est plus une condition nécessaire pour contrôler l'inflation. Depuis la fin des années 90, un nombre croissant de pays émergents laissent flotter leurs taux de change. Cette tendance est particulièrement sensible parmi ceux qui ont réussi, comme plusieurs des pays d'Amérique Latine, à faire baisser sensiblement leur taux d'inflation. Ceci explique le retour récent de l'objectif de flexibilité.

II. L'instabilité des stratégies intermédiaires ?

Les régimes intermédiaires ont été au centre des crises qui ont touché les pays émergents depuis le milieu des années 90. Ces régimes se sont avérés vulnérables aux sorties massives de capitaux. Toutes les tentatives de défenses se sont traduites par des pertes de réserves et de fortes hausses de taux d'intérêt qui ont affaibli les systèmes bancaires et ont fini par provoquer une récession. Par ailleurs, ces crises de change se sont souvent accompagnées de crises financières très coûteuses. L'origine de ces crises est une prise de risque de change excessive des firmes et des banques domestiques assurées par l'engagement officiel des autorités monétaires de *ne pas dévaluer*. D'où l'idée que les régimes intermédiaires créent un problème *d'aléa moral*.

Aussi de nombreuses voix (Obstfeld et Rogoff, 1995 ; Fischer, 2001 ; Mussa *et al.*, 2000), que Williamson qualifie de *nouvelle orthodoxie*, se sont élevées pour condamner toutes les formes de rattachement du taux de change (sauf les engagements totalement rigides tels que les caisses d'émission ou l'union monétaire), et pour inciter les pays en développement à laisser flotter librement leurs monnaies. La libéralisation des mouvements de capitaux aurait rendu insoutenables les régimes de change autres que le rattachement définitif ou le flottement pur. C'est la théorie du *milieu instable* (Willett, 2002), conséquence du principe de *la trinité impossible* selon lequel les trois objectifs de stabilité du taux de change, d'intégration aux marchés des capitaux et d'indépendance de la politique monétaire ne peuvent être atteints simultanément. Les marchés financiers étant de plus en plus intégrés, les autorités monétaires devront choisir entre la stabilité du taux de change ou l'indépendance monétaire. D'où l'idée que les régimes de change auront une structure bipolaire dans laquelle *le centre* disparaîtrait au profit *des pôles extrêmes*.

Selon Bénassy et Coeuré (2002), l'optimalité des « solutions en coins » n'a pas de fondement théorique solide. En effet elle n'est pas issue d'un modèle théorique qui prend en considération une palette complète de tous les régimes de change possibles. Dans un modèle qui tient compte d'un continuum de régimes allant du flottement libre au rattachement fort, ils

montrent que le régime de change optimal est souvent un régime intermédiaire, dont le degré de flexibilité dépend des caractéristiques spécifiques de chaque pays.

L'idée que les régimes intermédiaires favorisent la prise de risque de change doit être nuancée. La crise asiatique semble l'illustrer, mais les pays touchés avaient pour la plupart opté pour la forme la plus rigide des régimes intermédiaires à savoir *un change fixe mais ajustable* par rapport au dollar. En effet il est difficile d'imaginer qu'un régime avec des bandes larges (+/- 15 %) comme ce fut le cas au Chili ou en Pologne encourage les banques ou les firmes à ne pas se couvrir. Aussi, il est très réducteur de dire que tous les régimes intermédiaires créent un problème d'*aléa moral*. Par ailleurs, dans de nombreux pays ce n'est pas l'assurance de stabilité du taux de change qui encourage les firmes domestiques à avoir des positions ouvertes mais plutôt le manque de possibilités de couverture.

Pour vérifier si les pôles extrêmes sont moins vulnérables aux crises de change que les régimes intermédiaires, Bubula et Otker-Robe (2003) ont analysé statistiquement la fréquence des crises sous différents régimes de change entre 1990 et 2001. Ils ont mis en évidence une fréquence plus importante des crises sous les régimes intermédiaires par rapport aux deux pôles extrêmes. Cependant ils ont aussi montré que les régimes extrêmes ne sont pas invulnérables aux attaques spéculatives.

Les récentes expériences ont d'ailleurs prouvé qu'aucun régime de change n'est immunisé contre un choc de crédibilité.

Selon Willett (2002), ce n'est pas la flexibilité limitée du taux de change qui est en cause mais l'incohérence entre la politique de change et la politique monétaire (ou plus généralement la politique macroéconomique) qui émerge souvent dans les régimes intermédiaires. Une fréquence plus importante des crises sous ces régimes ne signifie pas qu'ils sont intrinsèquement instables. Ces régimes ont souvent coexisté avec des fondamentaux fragiles : une forte inflation (Colombie 1999), des taux d'intérêt trop élevés étant donné la situation économique (SME 1992), des déficits budgétaires chroniques et une dette extérieure insoutenable (Russie 1998, Brésil 1999), un système bancaire fragile, en absence de politiques de régulations prudentielles et de contrôle de capitaux (crise asiatique 1997). Ces facteurs favorisent l'émergence de crises quelque soit le régime de change en place.

La thèse de l'instabilité des régimes intermédiaires est par ailleurs remise en cause par les expériences des pays qui ont réussi à maintenir des régimes de bandes glissantes pour une période plus ou moins longue sans crise tels que le Chili, la Pologne et la Hongrie.

Tableau 1. Transition vers une gestion discrétionnaire

Pays	Type du régime de change	Transition suite à une crise ?
Brésil	1991-1999 Bande glissante (glissement pré-annoncé)	Oui
Chili	1990-1998 Bande glissante (glissement adaptatif)	Non
Colombie	1990-1998 Bande glissante (glissement adaptatif)	Oui
Indonésie	1990-1994 Bande glissante (glissement pré-annoncé) 1995-1996 Bande glissante (glissement adaptatif)	Oui
Corée	1992-1998 Bande horizontale	Oui
Mexique	1990-1994 Bande glissante (glissement pré-annoncé)	Oui
Pologne	1991-1994 Parité glissante (glissement pré-annoncé) 1995-1999 Bande glissante (glissement adaptatif)	Non
République Tchèque	1995-1997 Bande horizontale	Oui
Russie	1995-1998 Bande glissante (glissement pré-annoncé)	Oui
Turquie	1990-2001 Bande glissante (glissement adaptatif)	Oui

Le tableau 1 présente un groupe de pays émergents qui ont abandonné les régimes de change gérés pour une gestion discrétionnaire sous forme de flottement géré ou libre. Dans la plupart des cas, ce passage s'est fait sous la pression du marché à la suite d'une attaque spéculative due à des politiques de gestion très rigides. Par ailleurs, même des pays qui n'ont pas fait l'objet d'attaques spéculatives, ont fini par abandonner ces régimes à la suite d'un afflux massif de capitaux. Aussi peut-on se demander si la flexibilité n'est pas finalement inévitable. Ces régimes seraient alors une étape intermédiaire avant le passage inéluctable au flottement.

Les dangers d'une gestion rigide

De nombreux pays ont été forcés d'abandonner la gestion de leurs taux de change à la suite d'une attaque spéculative qui s'est traduite par une crise plus ou moins sévère selon la situation de chaque pays (déséquilibres budgétaires, fragilité du système financier, importance de la dette publique ou privée). Le point commun à toutes ces crises est une politique rigide de gestion du taux de change rigide.

Gérer le taux de change consiste à arbitrer entre l'objectif d'inflation et de compétitivité. Une gestion rigide qui privilégie systématiquement un objectif au détriment de l'autre peut s'avérer coûteuse à terme. Privilégier l'objectif d'inflation en maintenant un rythme de glissement faible ou une marge de fluctuation étroite, se traduit par une appréciation réelle en cas de lenteur du rythme de baisse de l'inflation. Le résultat est un large déficit courant financé par des entrées massives de capitaux. Afin de s'assurer un financement continu du déficit

courant, les autorités adoptent généralement des politiques de taux d'intérêt élevés. Le résultat est une appréciation réelle plus forte et donc des déficits plus larges. Dès que le marché commence à s'interroger sur la soutenabilité du déficit courant, la perte de confiance se généralise et débouche sur une crise. Les crises mexicaine (1994) et brésilienne (1998) sont des exemples du coût de l'acharnement à réduire l'inflation et à ignorer la surévaluation de la parité. Ces expériences montrent que la surévaluation peut se maintenir longtemps sans crise grâce à la disponibilité des flux de capitaux et des réserves mais que la correction se fait subitement.

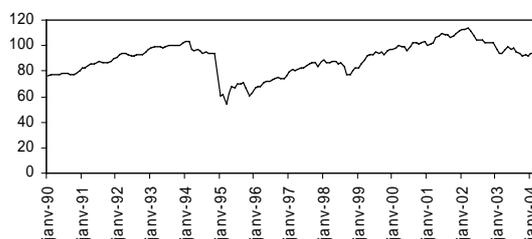
En sens inverse, l'expérience de la Colombie illustre les dangers d'une gestion qui privilégie l'objectif de compétitivité en dépit d'une inflation forte. La gestion du taux de change réel par un glissement passif peut entretenir une inflation élevée. En effet, l'indexation du taux de change nominal à l'inflation risque de perpétuer cette dernière et de déclencher une spirale de dépréciation et d'inflation. Une inflation élevée finit par sembler insoutenable aux investisseurs internationaux. Toutefois, ceci peut être évité si la gestion est accompagnée de politiques macroéconomiques adéquates. Ainsi, grâce à des politiques budgétaire et monétaire prudentes, le Chili a réussi malgré une politique de glissement passif à réduire l'inflation à des niveaux comparables à ceux des pays développés.

Une gestion flexible, alternant les deux objectifs d'inflation et de compétitivité en fonction des circonstances permet de résoudre ce conflit sans risquer une surévaluation ou une inflation chronique. Les pays qui ont réussi à maintenir ces régimes sans crise sont ceux qui ont conduit une gestion flexible en jouant sur le taux de glissement et en modifiant la parité centrale quand nécessaire.

Encadré 3. La surévaluation réelle : cas du Mexique (1994)

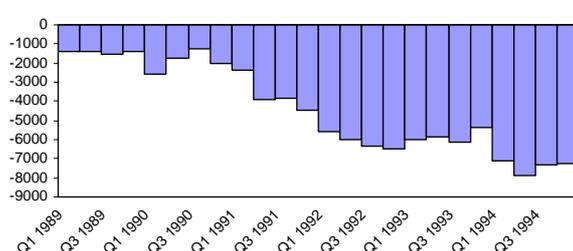
Face à une explosion de l'inflation (131 % en 1987), une lourde dette publique externe (77 % du PIB en 1987) et un accès limité aux marchés internationaux de capitaux, le Mexique a entamé un programme de stabilisation en décembre 1987. Un *pacte économique de solidarité* a été signé entre les syndicats, les entreprises et le gouvernement consistant en un gel des prix, des salaires et des prix des services publics dans le but de contenir la hausse des prix et rompre l'inertie inflationniste. L'objectif prioritaire des autorités monétaires était d'éradiquer l'inflation. Pour rompre les anticipations inflationnistes et réaliser une désinflation rapide, un rattachement fixe au dollar a été annoncé en février 1988. Aussi l'inflation est passée de 114 % en 1988 à 20 % en 1989. Le rattachement fixe a été remplacé en 1989 par un rattachement glissant *pré-annoncé*. Les dévaluations sont inférieures au taux d'inflation dans le but de conduire les anticipations à la baisse. Le taux maximum de dépréciation tolérée était négocié dans le cadre d'un pacte avec les syndicats. La stabilisation et les réformes économiques se sont accompagnées d'un afflux massif de capitaux qui a conduit les autorités monétaires à passer en novembre 1991 à un régime de bande glissante. Malgré l'élargissement graduel de la marge de fluctuation (de 1,2 % en 1991 à 8,7 % vers 1993) le régime de change n'était pas très flexible. Les autorités monétaires conduisaient sans cesse des interventions intra-marginales pour défendre une bande implicite. L'ancrage nominal a certes permis une baisse substantielle de l'inflation (de 26,7 % en 1990 à 9,8 % en 1993), mais le rythme de désinflation était lent ce qui a provoqué une appréciation réelle et un déficit courant considérable depuis 1991. Pour financer le déficit, le recours aux capitaux étrangers était indispensable. Pour cela des politiques de taux d'intérêt élevés et des interventions sur le marché des changes ont permis de maintenir le Peso artificiellement fort. Ce qui a accentué l'appréciation réelle et la détérioration du solde courant et par conséquent l'augmentation des besoins en capitaux. En dépit de la polémique sur la surévaluation du peso qui s'est amorcée dès 1991, les autorités monétaires se sont refusées à corriger le taux de change. Le pacte social signé entre le gouvernement et les salariés dépendait du maintien de l'ancrage nominal du taux de change d'où la crainte d'une reprise de l'inflation en cas de rupture de l'engagement de change.

Mexique : Taux de change effectif réel (2000=100)



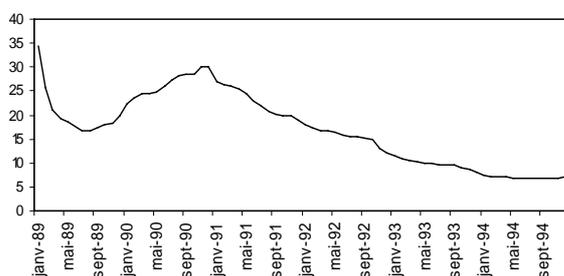
Source : OCDE.

Mexique : Solde du compte courant (Millions de \$)



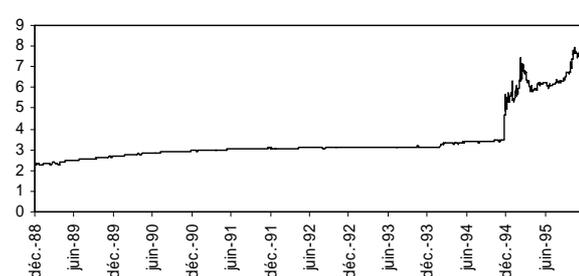
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Mexique : Taux d'inflation mensuel (IPC)



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Mexique : Taux de change nominal (peso/\$)



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

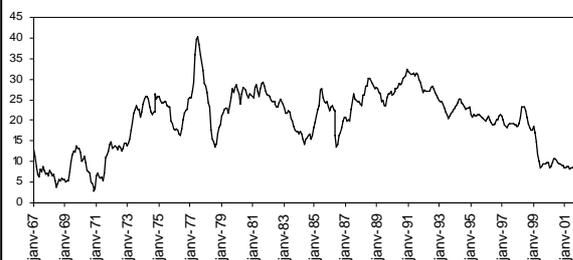
En 1994 le niveau de la surévaluation et le poids du déficit courant étaient devenus tels que l'insoutenabilité du régime était évidente et la dévaluation imminente, ce qui a renversé l'opinion des investisseurs. Suite à de fortes pressions spéculatives, les autorités monétaires ont été contraintes d'abandonner le régime de bande glissante en décembre 1994. Une défense plus poussée de la bande n'était pas possible en raison de la faiblesse des réserves de change et l'utilisation des taux d'intérêt était difficile à cause de la fragilité du système bancaire. Le résultat fut une récession, une explosion du chômage, une érosion des salaires et un effondrement du système bancaire.

Encadré 4. Peut-on ignorer l'inflation ? Le cas de la Colombie

La Colombie a maintenu un régime de *crawling peg* par rapport au dollar pour une période assez longue (de 1967 à 1991). Le glissement avait pour objectif de préserver la compétitivité en indexant le taux de change nominal au différentiel d'inflation avec l'étranger. Dès 1990 de larges flux de capitaux ont commencé à affluer dans le pays ce qui a rendu la politique de maintien du *crawling peg* très coûteuse car nécessitant des interventions massives sur le marché des changes. La stérilisation de ces flux a poussé les taux d'intérêt à la hausse (près de 20 %) et a augmenté la dette de la banque centrale. Aussi une bande de fluctuation de $\pm 7\%$ a été introduite en janvier 1994 et la parité centrale a été réévaluée de 5%. L'objectif prioritaire des autorités monétaires était de maintenir un taux de change compatible avec un déficit courant « prudent ». Aussi après une libéralisation dans le début des années 90, le contrôle de capitaux a-t-il été réintroduit en 93 pour empêcher les pressions à l'appréciation du peso. Le taux de glissement était calculé de manière à maintenir le taux de change réel constant si l'objectif d'inflation annoncé par la banque centrale est atteint. Le taux est annoncé pour une année à l'avance et a été parfois maintenu constant pour des périodes plus longues. Cette rigidité du taux de glissement à l'évolution de l'inflation a fait que le taux de change réel n'était pas parfaitement stable. Cette politique d'accommodation passive du taux de change au taux d'inflation a entretenu un niveau de prix relativement élevé durant toute la période du glissement. La persistance d'une inflation élevée a remis en cause la soutenabilité du régime de change. En effet, il était devenu évident que les coûts du maintien du régime de glissement passif, étaient de plus en plus élevés en termes d'inflation et de niveau d'activité. Ce qui a poussé le marché à anticiper l'imminence de l'abandon du régime de change.

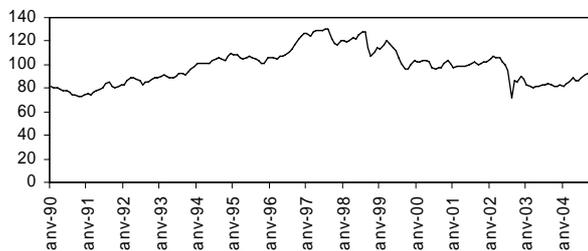
La Colombie a abandonné son régime de change en septembre 1999 après une série d'attaques qui ont conduit les autorités à introduire un nouveau réaligement de 9 % en septembre 1998. Malgré les tentatives de défense de la banque centrale qui ont coûté 400 milliards de dollars de réserves, les autorités ont été forcées d'abandonner le régime de bande et de laisser flotter leur monnaie.

Colombie : Taux d'inflation mensuel (IPC)



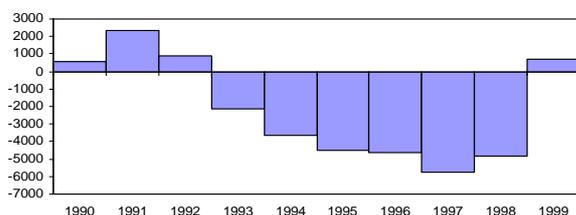
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Colombie: Taux de change effectif réel (2000=100)



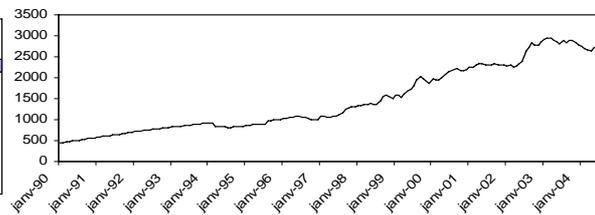
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Colombie : Solde du compte courant (Millions de Dollars)



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Colombie : Taux de change nominal (Peso/\$)



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Afflux de capitaux : l'inévitable flexibilité

Les pays qui ont réussi à maintenir un régime de bande glissante sans crise ont souvent connu des afflux massif de capitaux attirés par des taux d'intérêt élevés, l'absence de risque de change et une certaine stabilité des prix. Le résultat fut des élargissements successifs des

marges de fluctuations et au final un abandon des régimes de bandes. Ce fut le cas du Chili en 1999 et de la Pologne en 2000. Les entrées de capitaux compliquent la gestion du taux de change dans la mesure où il devient difficile de fixer le taux d'intérêt à un niveau élevé relativement aux taux étrangers sans risquer d'attirer encore plus de capitaux. La pression qu'exercent ces flux à l'appréciation du taux de change, amène souvent les autorités à s'opposer à ces entrées. Plusieurs stratégies sont possibles.

La stérilisation

Afin de s'opposer à la pression à l'appréciation exercée par les entrées de capitaux, les autorités monétaires sont amenées à absorber ces flux en augmentant les réserves de change. Cependant ces achats se traduisent par un accroissement de la liquidité bancaire avec un risque de pressions inflationnistes. Pour neutraliser l'effet de ces achats, la banque centrale peut vendre des bons du trésor (encadré 5). Les stratégies de stérilisations sont souvent vouées à l'échec à cause de leur coût budgétaire et de leur pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Pour vendre des actifs en monnaie locale, la banque centrale doit offrir des taux d'intérêt supérieurs à ceux des actifs en devise. Ce faisant, elle exerce une pression à la hausse sur les taux d'intérêt domestiques ce qui attire encore plus de capitaux. Par ailleurs, l'accumulation d'actifs en devises se traduit par une perte de revenus d'intérêt pour la banque centrale, ce qui constitue un coût budgétaire. Face à des flux massifs de capitaux, la banque centrale n'a pas d'autre choix que de stopper la stérilisation et donc laisser les taux d'intérêt baisser ou d'abandonner l'intervention et de laisser le taux de change s'apprécier.

La baisse des taux

Afin de décourager les entrées de capitaux, les autorités monétaires peuvent baisser les taux d'intérêt domestiques. Mais la baisse des taux risque d'accélérer la hausse des prix.

Le contrôle des capitaux

Les autorités peuvent imposer des contrôles sur les entrées ou lever les contrôles sur les sorties. Une politique de contrôle de capitaux spécifiques (à la chilienne) permet de réduire la part des flux de court terme. La banque centrale peut ainsi poursuivre une politique de taux d'intérêt élevés sans subir de pressions sur le taux de change.

Les expériences récentes semblent montrer que la seule réponse viable à long terme est une plus grande flexibilité dans la gestion du taux de change. Une plus grande flexibilité permet d'une part de stopper les effets expansionnistes des flux sur la base monétaire en laissant le taux de change s'apprécier ; et d'autre part d'augmenter le risque de change et donc de décourager les flux spéculatifs de court terme. Ainsi face aux flux de capitaux les régimes de

bandes sont rendus de plus en plus flexibles (par des élargissements successifs des marges) pour enfin céder la place au flottement ou à une gestion discrétionnaire. Selon Dornbusch (1999), le passage au flottement n'est que l'évolution naturelle de la gestion qui ne peut se justifier que transitoirement. Le régime de bande glissante serait en fait une étape intermédiaire dans laquelle le pays entame un processus d'ajustement et d'apprentissage avant d'accéder au flottement. Au fur et à mesure de la correction du désalignement entre la parité centrale et le taux de change réel d'équilibre, de la baisse de l'inflation et de la volatilité, la bande peut être élargie. Si avec cet élargissement graduel, les taux de change nominal et réel restent stables, et si l'inflation se stabilise, le passage au flottement est possible et souhaitable.

Un pays ne peut gérer son taux de change indéfiniment, il doit libérer la politique monétaire de cette contrainte et passer à plus de flexibilité.

Encadré 5. La stérilisation

La hausse de la demande de titres domestiques sur le marché des changes, se traduit par une tendance à l'appréciation. Pour s'opposer à l'appréciation, la banque centrale intervient pour acheter des titres en devises sur le marché des changes. Imaginons que des non-résidents effectuent un placement de 1 million de dollars en monnaie locale dans une banque nationale. On peut déduire du bilan de la banque centrale l'identité comptable suivante : $M=R+D+Ref$. La base monétaire (M) a pour contrepartie des actifs domestiques (D), des actifs de réserves en devises (R) et le refinancement des banques commerciales (Ref).

La banque va offrir ce million de dollars sur le marché. Supposons que la banque centrale intervient pour s'opposer à l'appréciation de la monnaie domestique. Elle achète des bons du trésor américain pour 1 million de dollars en contrepartie de monnaie locale, qu'à court terme la banque utilise pour se désendetter auprès de la banque centrale. La Masse monétaire reste stable ; les réserves vont augmenter de 1 million de dollars tandis que le refinancement net des banques diminuera d'un montant équivalent. Toutefois, les banques commerciales sont plus liquides, ce que la banque centrale peut contrecarrer par la hausse des réserves obligatoires ou l'émission de bons du Trésor.

La stérilisation permet d'éviter que les opérations de change n'interfèrent avec la politique monétaire et donc avec les objectifs d'équilibre interne. Les interventions stérilisées ne modifient pas le taux d'intérêt, aussi leur efficacité à modifier le taux de change est très controversée. L'effet des interventions stérilisées passe par deux canaux : le canal de portefeuille et le canal du signal.

Le canal de portefeuille passe par la modification de l'offre relative des actifs domestiques par rapport aux actifs étrangers dans les portefeuilles privés. L'intervention perturbe la composition des portefeuilles des investisseurs. Or ces derniers veulent détenir une certaine part de leurs portefeuilles en devises (hypothèse de substituabilité imparfaite). Si l'intervention se traduit par une augmentation de l'offre relative des actifs domestiques par rapport aux actifs en devises dans le portefeuille des agents privés, ils vont exiger un rendement plus élevé sur ces actifs en contrepartie de leur sur-pondération dans leur portefeuille. D'où une hausse de la prime de risque mesurée par la déviation par rapport à la parité des taux d'intérêt non couverts. Ce qui se traduit par une dépréciation du taux de change au comptant. L'effet du canal de portefeuille est d'autant plus important que la substituabilité des actifs domestiques et étrangers est faible.

Le canal du signal fonctionne quand les investisseurs voient dans l'intervention un signal envoyé par la banque centrale quant à sa volonté de maintenir le taux de change.

Le flottement géré : plus de discrétion pour plus de stabilité ?

La gestion du taux de change par des règles formelles soumet la politique monétaire au jugement du marché sur la cohérence entre les objectifs domestiques et l'engagement du taux de change. Si le marché considère que l'arbitrage fait par la banque centrale n'est pas compatible avec le régime de change, il va anticiper *et* forcer son abandon. Même quand la gestion est réussie, ces régimes sont difficilement viables car ils attirent les capitaux en quête de placement sans risque. Aussi, si la flexibilité est inévitable, le flottement géré pourrait être la bonne stratégie pour les pays qui ne veulent pas laisser flotter leurs taux de change.

De nombreuses banques centrales choisissent de ne pas annoncer de cible de taux de change ni de leurs règles d'interventions et continuent de gérer leurs taux de change de manière discrétionnaire. Se déclarer en flottement géré ou en flottement indépendant permet plus d'indépendance à la politique monétaire qui n'a plus d'objectif de change. Les spéculateurs n'auront plus de cible à attaquer. Une gestion discrétionnaire devrait augmenter le risque de change et donc réduire les flux de capitaux de court terme.

Depuis 1997, de plus en plus de pays abandonnent le régime de bande glissante au profit du régime de flottement géré. Ce qui distingue le flottement géré, c'est que la trajectoire n'est pas pré-annoncée ; elle est néanmoins déterminée par la banque centrale.

Un régime de flottement géré n'est pas forcément plus flexible qu'un régime de bande de fluctuations large. Souvent malgré l'absence d'engagement officiel, la banque centrale est très active et le taux de change est plus stable que dans certains régimes gérés officiellement. Le tableau 2 présente la volatilité mensuelle du taux de change pour un groupe de pays en régime de bande glissante et de pays en flottement géré. Les taux de change en flottement géré sont nettement moins volatiles que les taux de change officiellement gérés.

Tableau 2 : Volatilités comparées du taux de change*

Bandes glissantes	
Pologne (1995-1999)	1,22
Chili (1995-1998)	1,02
Colombie (1995-1998)	1,85
Hongrie (1995-2001)	1,23
Flottement géré	
Inde (1994-2004)	0,95
Pérou(1995-2004)	0,80
Russie (1999-2004)	0,95
République Tchèque (1998-2004)	0,96

* Ecart-type de la variation mensuelle absolue.

Source : calcul de l'auteur.

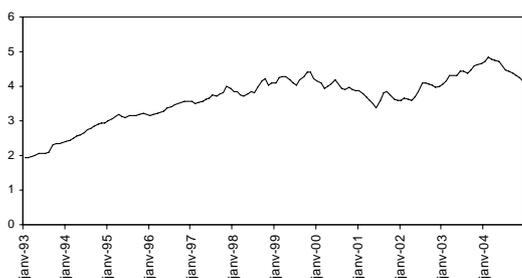
Encadré 6. La réponse de la Pologne aux flux de capitaux

De 1991 à 2000, la Pologne a géré son taux de change par un *glissement actif* avec un taux de dévaluation pré-annoncé et fixé à un niveau inférieur au différentiel d'inflation avec un panier de pays. La réduction de son endettement extérieur lui a permis de retrouver l'accès au marché international de capitaux. S'y sont ajoutés une croissance soutenue (2,6 % en 92, 4 % en 93 et 5 % en 94), une désinflation remarquable et une stabilité politique et sociale. Aussi à partir de 1995, les capitaux privés ont commencé à affluer attirés par des taux d'intérêts élevés et des anticipations d'appréciation du zloty. Le résultat fut une croissance excessive des réserves et une sur-liquidité bancaire. Les autorités monétaires craignant une accélération de l'inflation, étaient contraintes de laisser le zloty s'apprécier. Aussi le taux de change fut réévalué et une bande de fluctuation de +/- 7 % fut introduite. Cette plus grande flexibilité avait pour objectif d'introduire plus d'incertitude sur la valeur du zloty afin d'augmenter le risque de change pour les investisseurs de court terme. Dès l'introduction de la bande, le zloty s'est placé près de la limite inférieure. Les fortes pressions à l'appréciation du zloty, se sont soldées par des élargissements successifs de la bande de fluctuation : +/- 10 % en février 1998, +/- 12 % en octobre 1998 et +/- 15 % en mars 1999 et des réévaluations de la parité centrale.

L'introduction de la bande de fluctuation n'a pas découragé les entrées de capitaux. La banque centrale s'est refusée de baisser les taux d'intérêts domestiques en raison de sa politique de désinflation.

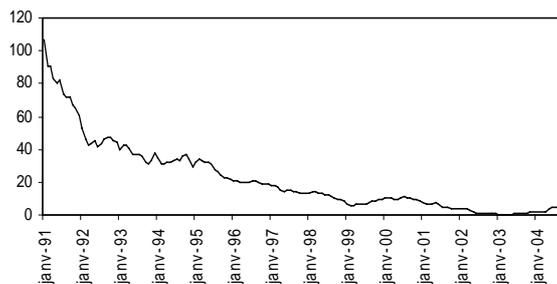
Pour contrer les pressions inflationnistes résultantes, la NBP a opté pour de larges opérations de stérilisations. Dès la deuxième moitié de 94, elle entamé la vente des bons du trésor. Mais ceci n'étant pas suffisant pour contrôler la liquidité, elle a réintroduit la vente de ses propres titres. Ces opérations de stérilisations ont accentué l'entrée de capitaux spéculatifs attirés par les rendements élevés des bons du trésor à 8-13 mois), ce qui a exacerbé le coût budgétaire de ces opérations de stérilisations (estimé à 1,5 % du PIB entre 95 et 97). Les entrées de capitaux n'ont pas empêché la poursuite de la désinflation (dans le quatrième trimestre de 98, la Pologne est passée pour la première fois à une inflation à un chiffre) et ce grâce à la plus grande flexibilité introduite par la bande et à la détermination des autorités à continuer la politique de baisse graduelle du taux de glissement et ceci malgré l'appréciation importante du zloty en terme réel. A l'opposé, les taux d'intérêts nominaux n'ont pas baissé comme l'inflation, ce qui a donné lieu à des taux d'intérêts réels très élevés depuis le début de 97. Après l'échec des tentatives d'opposition à l'appréciation du zloty, la NBP a annoncé en avril 2000 qu'elle va laisser flotter le zloty. L'objectif implicite de la NBP, était de laisser le marché réaliser la dépréciation. Toutefois, après le passage au flottement le zloty s'est apprécié jusqu'à juin 2001 où la tendance s'est inversée.

Pologne : Taux de change nominal (Zloty/Euro)



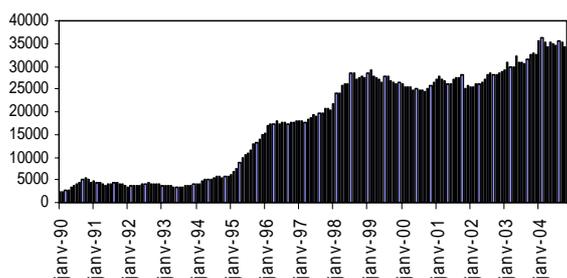
Source : WIIW.

Pologne : Taux d'inflation (IPC)



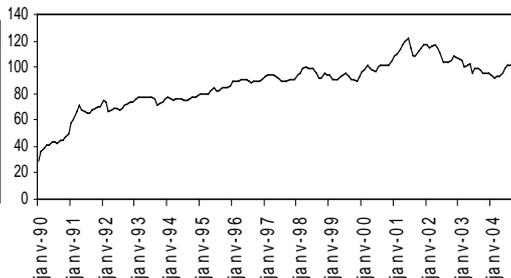
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Pologne : Réserves officielles (Millions de Dollars)



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

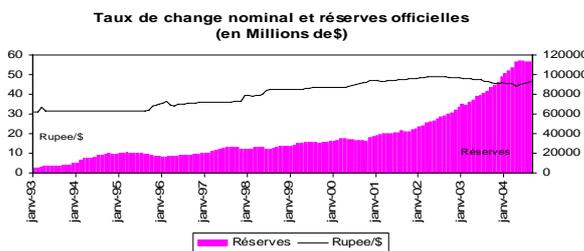
Pologne : Taux de change effectif réel (2000=100)



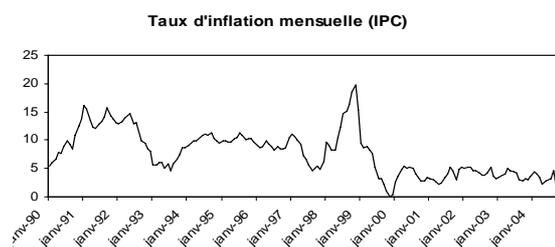
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Encadré 7. Flottement géré : L'expérience indienne

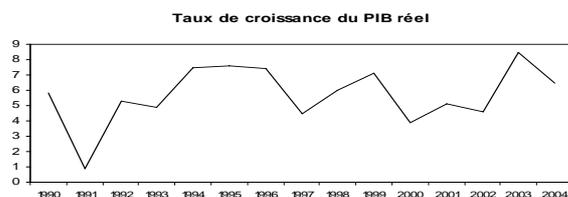
L'Inde a annoncé en 1993 l'adoption d'un régime de flottement géré. La banque centrale annonce explicitement les objectifs de sa politique de gestion ce qui est inhabituel dans un régime de flottement géré. Elle déclare poursuivre deux objectifs : la stabilité du taux de change et la préservation de la compétitivité de la Roupie (Kletzer et Kohli, 2000). Le premier objectif implique des interventions de lissage des mouvements du taux de change nominal ; le second prend la forme d'une stratégie de ciblage du taux de change réel. L'Inde a levé les contrôles sur les entrées de capitaux notamment les IDE et les investissements de portefeuille et l'entrée des investisseurs institutionnels étrangers dans les marchés des actions et de la dette, tout en maintenant un contrôle sur des sorties de capitaux. Ces mesures de libéralisations et les réformes du secteur financier se sont soldées par une hausse significative des entrées de capitaux. Les entrées de capitaux ont augmenté jusqu'en 1997 où la tendance s'est inversée à cause de la crise asiatique.



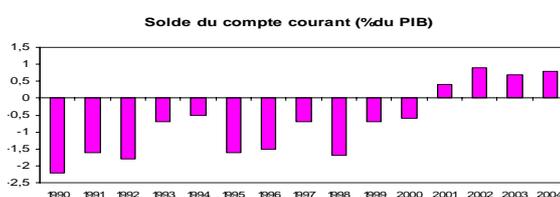
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).



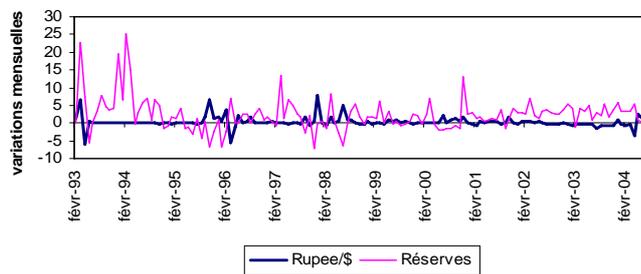
Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

Jusqu'en 1996 le taux de change est remarquablement stable malgré une hausse significative de l'activité sur le marché des changes. Ceci est surprenant car habituellement le passage d'un régime fixe à un régime de flottement se traduit par une forte volatilité, du moins dans un premier temps. En fait, la banque centrale est intervenue massivement durant cette période pour stabiliser le taux de change. Globalement la roupie est très stable pour un régime de flottement. Par ailleurs, sa tendance est à la dépréciation, bien qu'elle aurait dû s'apprécier du fait du surplus de devises considérable sur le marché (dû aux entrées massives de capitaux). L'appréciation nominale due aux entrées de capitaux combinée au différentiel d'inflation auraient menacé l'équilibre extérieur. Ainsi la banque centrale est intervenue massivement pour empêcher cette appréciation (et parfois même provoquer une dépréciation) ce qui explique l'accumulation substantielle des réserves qui ont plus que doublé entre 93 et 98. L'observation des interventions de la banque centrale montre qu'elles visent principalement à contrer toute appréciation du taux de change nominal. La banque centrale a eu recours à des interventions directes et indirectes. L'instrument le plus fréquemment utilisé sont les interventions sur le marché des changes combinées à des restrictions quantitatives (des obligations de réserves) et au maniement des taux d'intérêt pour lisser les mouvements temporaires du taux de change.

L'Inde a moins souffert que ses voisins de la crise asiatique. On pourrait penser que c'est grâce à son régime de flottement géré. En fait c'est plutôt grâce à sa politique de contrôle de capitaux et sa levée progressive et prudente. Par ailleurs, il n'est pas sûr que le flottement géré procure plus d'indépendance à la politique monétaire qu'un régime de gestion formel. En effet, étant donnée l'impressionnante stabilité

de la roupie, la politique monétaire n'aurait pas pu poursuivre d'autres objectifs. D'ailleurs l'évolution très cyclique du PIB réel peut être due à la prépondérance de l'objectif de change.

Interventions et mouvements du taux de change



III. Flotter *de jure*, Gérer *de facto*

Le mythe de la bipolarisation

Jusqu'à la fin des années 90, les travaux empiriques sur les régimes de change étaient basés sur la classification officielle du FMI. Puis, un débat sur l'écart entre les régimes de change *de jure* et les pratiques réelles des banques centrales a eu lieu et a donné lieu à de nombreux travaux où l'identification des régimes *de facto* se fait par l'analyse statistique du comportement du taux de change, des réserves officielles et des taux d'intérêt³. La conclusion commune à ces travaux est l'existence systématique d'un écart entre ce qui est *déclaré* et ce qui est réellement *fait*. Aussi plusieurs classifications des régimes *de facto* ont-elles vu le jour telles que celles de Levy-Yeyati et Struzenegger (2000) et Reinhart et Rogoff (2002)⁴.

Le FMI a modifié sa classification des régimes de change en 1999 pour distinguer les différents types de rattachement et pour tenir compte des régimes *de facto*. Dans la nouvelle classification les régimes de change sont identifiés sur la base d'une combinaison des informations disponibles sur les politiques monétaires et de change des pays⁵ et des mouvements observés du taux de change et des réserves. Mais, les déclarations officielles

³ Les régimes de change flexibles devraient montrer une forte volatilité du taux de change et une faible volatilité des réserves officielles et du taux d'intérêt.

⁴ Levy-Yeyati et Struzenegger (2000) ont construit une base de données de 180 pays qui remonte jusqu'en 1974. Dans leur classification, ils ignorent totalement les régimes *de jure* et utilisent des techniques purement statistiques (l'analyse de la volatilité du taux de change et des réserves) pour déterminer la flexibilité *de facto* des régimes de change. La faiblesse de cette classification réside dans son approche purement statistique. En effet, la stabilité du taux de change et les mouvements de réserves peuvent avoir d'autres origines que les politiques d'interventions. Reinhart et Rogoff (2002) proposent une classification *de facto* qui tient compte de l'existence de marchés de changes parallèles. Dans cette classification les taux de change utilisés sont ceux déterminés par le marché parallèle. Les taux officiels sont utilisés uniquement quand les taux sont unifiés. Leur classification regroupe 153 pays pour la période entre 1946 et 2001. Le point faible de cette classification est qu'elle est basée uniquement sur le comportement du taux de change.

⁵ Les travaux des économistes du Fond ; les discussions avec les autorités ; les rapports et les articles de presse.

continuent d'être un critère important dans la classification du FMI. Aussi peut-on s'interroger sur la validité de la qualification *de facto* de cette classification.

L'hypothèse de la bipolarisation des régimes de change se vérifie-t-elle dans les classifications *de facto* ? La classification du FMI semble confirmer l'évolution vers les solutions en coins. Ainsi depuis 1995 la part des pays membres ayant des régimes intermédiaires recule au profit des régimes de rattachement fort et de flottement. Cette tendance est particulièrement nette pour les pays émergents qui se détournent de plus en plus des régimes intermédiaires vers les régimes de flottement. La tendance est néanmoins plus vers le pôle de la flexibilité que vers celui de la fixité. En effet, le nombre de pays qui annoncent un flottement de leur taux de change n'a cessé d'augmenter depuis le milieu des années 90.

Cependant, dans la classification du FMI la catégorie *flottement* englobe *le flottement géré* et *le flottement pur* alors que la logique et le fonctionnement de ces deux régimes sont très différents.

Tableau 3. Classification du FMI : L'évolution des régimes de change

En pourcentage du nombre des pays membres

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Rattachement fort	15,7	16,1	19,4	15,9	16,2	16,2	16,2	18,3	18,3	24,2	24,7	25,8
Régimes intermédiaires	69,2	66,5	56,1	58,8	56,8	58,9	58,4	53,2	48,9	40,9	41,4	38,7
Flottement	15,1	17,4	24,4	25,3	27,0	24,9	25,4	28,5	32,8	34,9	33,9	35,5

Tableau 4. Classification du FMI : L'évolution des régimes de change des pays émergents

En pourcentage du nombre des pays membres

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Rattachement fort	6,7	10,0	9,7	9,4	9,4	9,4	9,4	12,5	12,5	12,5	15,6	15,6
Régimes intermédiaires	76,7	66,7	64,5	75,0	68,8	81,3	78,1	56,3	53,1	40,6	37,5	34,4
Flottement	16,7	23,3	25,8	15,6	21,9	9,4	12,5	31,3	34,4	46,9	46,9	50,0

Selon Rogoff *et al.* (2004) la disparition des régimes intermédiaires ne se vérifie pas *de facto*. Certes la tendance *de jure* est vers plus de flexibilité mais la tendance *de facto* montre la prépondérance des régimes intermédiaires (selon la classification de Reinhart et Rogoff, 2002). Pour Levy-Yeyati et Struzenneger (2000), les régimes intermédiaires reculent au profit du flottement dans les pays émergents et développés. Mais pour les pays sous-développés et non émergents, la tendance vers les solutions en coins ne se vérifie pas : le faible accès de ces pays

aux marchés des capitaux leur a permis d'échapper à l'obligation d'adopter les régimes extrêmes pour éviter les attaques spéculatives.

Le récent engouement pour la flexibilité a suscité de nombreuses études empiriques visant à vérifier la concordance entre le degré de flexibilité *déclaré* et le degré de flexibilité réellement *toléré*. Pour vérifier si les pratiques réelles des banques centrales correspondent aux régimes déclarés officiellement, Calvo et Reinhart (2000) ont analysé les variations des taux de change, des réserves, des agrégats monétaires et des taux d'intérêt pour 39 pays durant la période 1970-1999. Ils ont établi que, paradoxalement, des pays qui font l'objet de chocs plus larges et plus fréquents que les Etats-Unis et le Japon (*les flotteurs par excellence*), ont des taux de change nominaux nettement moins volatiles. La plupart des taux de change ont des taux de variations mensuels inférieurs à 1 % ce qui est étonnamment faible comparé au dollar ou au Yen. Parallèlement, ils ont constaté une volatilité des réserves de change et des taux d'intérêt trop importante pour des régimes de flottement. Aussi ont-ils conclu que la faible variabilité du taux de change est le résultat de mesures délibérées de stabilisation. Leur conclusion est donc que seuls quelques pays peuvent être considérés comme des flotteurs purs : les Etats-Unis, le Japon et l'Australie. La plupart des pays qui se déclarent en flottement interviennent en réalité fréquemment pour ajuster leur taux de change.

Pour les marchés émergents le flottement se limite à de brefs épisodes au lendemain des crises de change ou des périodes chaotiques de forte inflation.

Ainsi, ont-ils défini un nouveau régime : *la peur du flottement*. Un pays en est atteint quand il déclare poursuivre des objectifs domestiques de politique monétaire indépendants du taux de change alors qu'il intervient fréquemment directement ou indirectement pour gérer son taux de change.

Tableau 5. La volatilité du taux de change, du taux d'intérêt des réserves selon le régime de change

Régime de change	Taux de change	Réserves	Taux d'intérêt
	<i>Probabilité que la variation mensuelle est dans une bande de +/- 2,5%</i>	<i>Probabilité que la variation mensuelle est dans une bande de +/- 2,5%</i>	<i>Probabilité que la variation mensuelle est dans une bande de +/- 50 points de base</i>
Flottement indépendant	79,3	33,9	46,7
Flottement géré	87,5	39,2	49,4
Flexibilité limité	92,0	45,9	68,7
Fixe	95,9	36,5	69,3
USA	58,7	62,1	80,7
Japon	61,2	74,3	86,4

Source : Calvo et Reinhart (2000).

Tableau 6. La volatilité du taux de change, du taux d'intérêt et des réserves de pays en flottement

Pays	Période	Taux de change	Réserves	Taux d'intérêt
		<i>Probabilité que la variation mensuelle est dans une bande de +/- 2,5%</i>	<i>Probabilité que la variation mensuelle est dans une bande de +/- 2,5%</i>	<i>Probabilité que la variation mensuelle est dans une bande de +/- 4 (400 points de base)</i>
Australie	janvier 1984-novembre 1999	70,3	50,0	0,0
USA	février 1973-novembre 1999	58,7	62,2	0,3
Japon	février 1973-novembre 1999	61,2	74,3	0,0
Inde	mars 1993-novembre 1999	93,4	50,0	23,8
Mexique	décembre 1994-novembre 1999	63,5	28,3	37,7
Pérou	août 1990-novembre 1999	71,4	48,1	31,4

Source : Calvo et Reinhart (2002).

Flexibilité, Ciblage d'Inflation et Gestion déguisée

La plupart des pays émergents qui ont abandonné les régimes de change intermédiaires ont opté pour un régime de Ciblage d'Inflation (CI). Il s'agit d'un taux de change flexible et d'un engagement fort sur un taux d'inflation cible. L'engouement pour ce régime s'explique par le fait que les crises mexicaine, asiatique et russe ont conduit à la condamnation des régimes intermédiaires. Plus tard la crise argentine a montré les effets pervers du *change fixe rigide*.

Or le principal objectif de la fixité du taux de change est de fournir un point d'ancrage pour les anticipations inflationnistes dans des pays où la crédibilité a été anéantie par des décennies de turbulences monétaires. Aussi fallait-il trouver une autre ancre nominale.

La solution proposée est un régime de Ciblage d’Inflation. Dans ce régime la banque centrale annonce une cible d’inflation à atteindre dans le moyen terme et ajuste activement les instruments de la politique monétaire afin d’empêcher tout écart à cette cible⁶.

Tableau 7. Après les changes gérés

Pays	Régimes de change gérés	Régimes flexibles : Ciblage d’Inflation, Flottement géré
Brésil	1991-1998 : Bande glissante	Depuis 1999 : Ciblage d’inflation
Chili	1990-1998 : Bande glissante Ciblage d’Inflation depuis 1990	Depuis 1999 : flottement Objectif : Maintenir un déficit courant soutenable (entre 4 % et 5 % du PIB).
Colombie	1990-1998 : Parité glissante	Depuis 1999 : Ciblage d’inflation
Corée	1990-1997 : Bande horizontale	Depuis 1998 : Ciblage d’inflation
Hongrie	1995-2001 : Bande glissante	2001 : Bande Horizontale (rattachement à l’euro) Ciblage d’inflation
Inde		Depuis 1993 : Flottement géré
Indonésie	1990-1997 : Bande glissante	Depuis 1998 : Flottement Depuis 1999 : Ciblage d’Inflation
Mexique	1990-1994 : Bande glissante	Depuis 1995 : Flottement Depuis 1999- Ciblage d’inflation
Pérou		Depuis 1990 : Flottement géré Depuis 1994 : Ciblage d’inflation
Pologne	1991-1994 Barité glissante 1995-1999 Bande glissante (Ciblage d’inflation en 1998)	Depuis 2000 : Flottement
République tchèque	1995-1997 Bande horizontale	Depuis mai 1997 : Flottement géré
Russie	1995-1998 bande glissante	1999-Flottement géré
Singapour		Depuis 1990 : Flottement géré
Turquie	1990-2000 Bande glissante	Depuis 2001 : Flottement
Thaïlande	1990-1997 Rattachement à un panier	Depuis 1998 : Flottement Depuis 2000 : Ciblage d’inflation

Le tableau 7 présente les politiques de change d’un groupe de pays émergents avant et après leur passage au flottement⁷. Pour certains pays, la politique de CI a coexisté avec un ciblage du taux de change (le Chili, la Pologne et la Hongrie). Pour d’autres comme la Thaïlande, le Mexique et le Pérou, le CI est mis en place après quelques années de flottement. Par contre, le Brésil, la Colombie et la Corée ont adopté un régime de CI juste après l’abandon de la gestion du taux de change.

⁶ De nombreux pays développés ont adopté des politiques de CI tels que le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, et la Nouvelle Zélande.

⁷ Dans le tableau la première colonne est basée sur la classification *de facto* du FMI extraite de Bubula et Otker-Robe (2002). La deuxième colonne est faite à partir des déclarations des banques centrales et des conclusions des travaux faits sur ces pays.

Nous proposons ici d'analyser les politiques de change d'un groupe de pays émergents récemment passés au flottement ou au flottement géré et ce afin de déterminer à quel point ces pays gèrent implicitement leurs taux de change. Ces pays sont : le Brésil, le Chili, la Colombie, la Corée, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Pologne, le Pérou, la République tchèque, la Russie, Singapour, la Turquie et la Thaïlande.

Pour déceler une éventuelle gestion du taux de change nous analyserons quatre points⁸ : (i) l'importance du stock de réserves ; (ii) l'utilisation des réserves pour stabiliser le taux de change ; (iii) l'utilisation du taux d'intérêt est utilisé pour stabiliser le taux de change ; (iv) la volatilité du taux de change et des instruments de gestion avant et après le passage au flottement.

Encadré 8. Une politique de Ciblage d'Inflation (CI)

Selon Mishkin (2000), le CI ne se limite pas à une annonce d'un taux d'inflation à atteindre pour l'année suivante. De nombreux pays émergents annoncent régulièrement des cibles d'inflation futures mais leurs politiques ne peuvent être qualifiées de CI. Une politique de CI comporte :

1- Une annonce publique d'un objectif d'inflation de moyen terme.

2- Un engagement institutionnel qui fait de la stabilité des prix le premier objectif de la politique monétaire (auquel tous les objectifs sont subordonnés). Ce qui suppose une indépendance des autorités monétaires.

3- Un taux de change flottant.

4- Le développement des capacités de modélisations et d'anticipations de la banque centrale.

5- Une politique monétaire transparente qui communique ses plans, ses objectifs et justifie ses actions.

Les avantages

– Par rapport à un rattachement du taux de change, la politique monétaire ne se préoccupe que des objectifs domestiques.

– Par rapport au Ciblage monétaire, la réussite de cette politique ne dépend pas de l'existence d'une relation stable entre monnaie et inflation.

– Cette politique est facilement comprise par le public.

– L'engagement sur un objectif numérique diminue le risque de politiques incohérentes et axe la conduite de la politique monétaire sur l'inflation et non sur des objectifs d'emploi ou de compétitivité extérieure.

– La politique de ciblage d'inflation nécessite une grande transparence et une communication régulière avec le public, ce qui renforce la crédibilité de la banque centrale.

III.2.1. L'accumulation vertigineuse de réserves

Théoriquement, un pays qui n'a pas d'objectif de change n'a pas besoin de détenir un important stock de réserves. Or les réserves de change des pays émergents, notamment celles des pays asiatiques, connaissent une forte croissance depuis la fin des années 90. Cette

⁸ Les données sont celles du FMI : Statistiques Financières Internationales.

accumulation de réserves est paradoxale pour des pays supposés être en flottement. Une forte accumulation de réserves est le résultat d'une politique de gestion active visant à s'opposer à l'appréciation du taux de change.

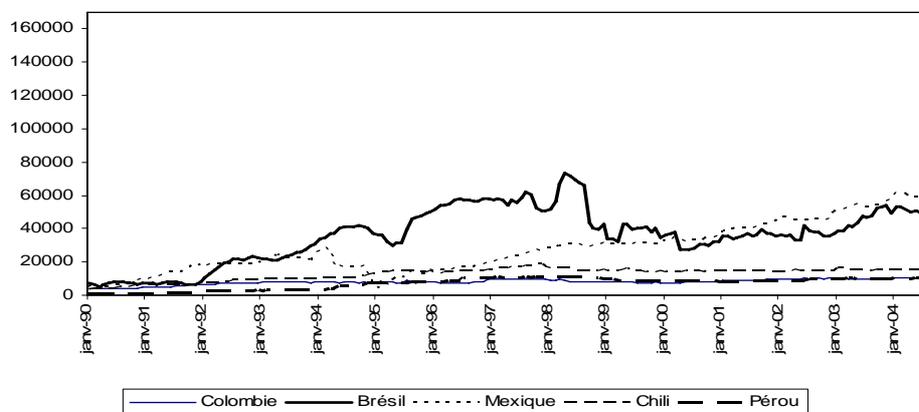
L'intervention sur le marché des changes n'est cependant pas le seul motif d'accumulation des réserves. Celle-ci peut résulter d'une politique délibérée d'accumulation de *munitions* contre d'éventuels chocs futurs et être une sorte d'assurance liquidité pour les pays vulnérables aux chocs négatifs sur le compte capital. Selon Higgins et Klitgaard (2004), cet argument est valable pour des pays tels que le Mexique, la Corée ou la Russie mais pas pour les pays de l'Asie de l'Est. En effet, le degré de couverture contre le risque de crises de change est mesuré par le ratio réserves/dettes de court terme en devises⁹. Quand ce ratio est proche de 1, le pays est considéré comme ayant une couverture élevée. Or, la majorité des banques centrales asiatiques ont une couverture de réserves qui dépasse 1,5.

En Asie la tendance à l'accumulation des réserves a commencé après la crise de 1997 durant laquelle les pays qui ont le moins souffert étaient soit relativement fermés aux mouvements de capitaux (Chine, Inde, Vietnam) soit avaient un important stock de réserves (Chine, Singapour). En Amérique latine, l'accumulation de réserves s'est accélérée à partir de 1995 à la suite de la crise mexicaine. L'impressionnante accumulation de réserves par les banques centrales asiatiques est le résultat d'interventions massives pour empêcher l'appréciation du taux de change (Hernandez et Montiel, 2001 ; McKinnon et Schnabl, 2004). Selon Higgins et Klitgaard (2004), la plupart des pays asiatiques stérilisent leurs achats d'actifs de réserves à l'exception du Japon et de la Chine (jusqu'an début 2003) et ce en raison de leur politique de lutte contre la déflation.

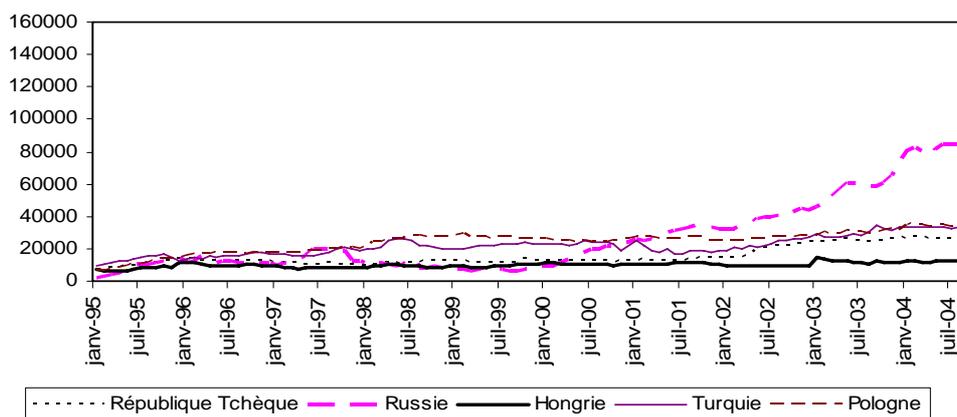
⁹ La littérature sur le niveau de réserves optimal retient plusieurs critères qui comparent le niveau des réserves aux agrégats monétaires, aux importations ou à la dette. Le critère des importations est important pour les pays en développement ayant un accès limité aux marchés des capitaux. Selon le FMI la norme serait une couverture de trois mois d'importations. Depuis la crise asiatique, le ratio réserves/dette de court terme (moins de un an) en devises est devenu l'indicateur de liquidité le plus regardé.

Graphique 1. Les réserves de change officielles

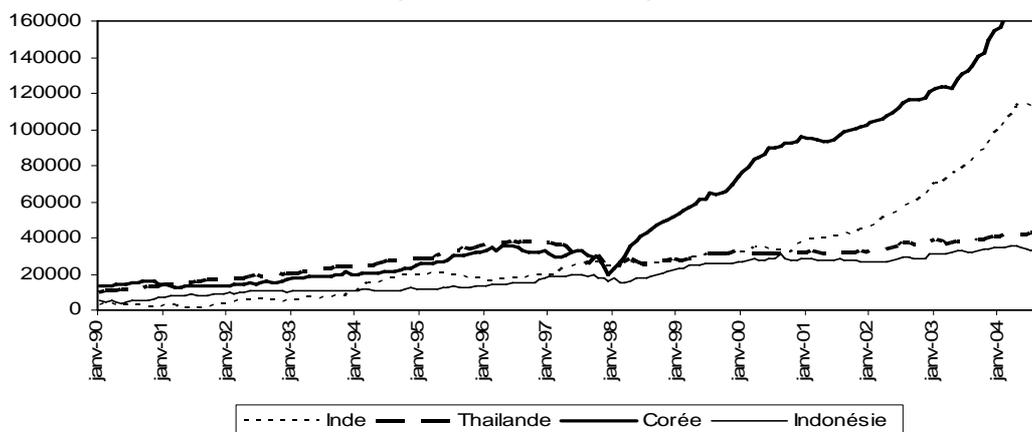
Les réserves de change en Amérique Latine
(en Millions de Dollars)



Les Réserves de change en Europe de l'Est et en Turquie
(Millions de Dollars)



Les réserves de change en Asie
(en Millions de Dollars)



Schmidt-Hebbel et Werner (2002) ont étudié les politiques d'interventions sur les marchés des changes des banques centrales du Chili, du Brésil et du Mexique. Ils ont conclu que les stratégies d'interventions de ces pays ont changé depuis leur passage au flottement. Les interventions sont désormais stérilisées et annoncées à l'avance. La stérilisation évite leurs effets sur les taux d'intérêt domestiques et donc sur la conduite de la politique monétaire. Ce qui est conforme à la logique du flottement à savoir que la politique monétaire n'a pas d'objectif de change.

Les annonces préalables et la divulgation *ex-post* d'informations sur les montants des interventions constitue une rupture par rapport aux pratiques passées d'interventions discrétionnaires et secrètes. Quand les interventions sont stérilisées, la transparence est essentielle pour leur efficacité, d'autant plus qu'avec le développement et l'élargissement des marchés des changes dans ces pays le canal de portefeuille perd de son importance et l'essentiel de l'effet de l'intervention passe par le canal de signalement.

L'accumulation de réserves a un coût budgétaire pour la banque centrale dû à une perte de revenus d'intérêt. En effet la plupart des banques centrales investissent leurs réserves dans les bons du trésor américains qui rapportent des taux d'intérêt souvent plus faibles que les taux d'intérêt sur les actifs domestiques. Le coût de détention de ces stocks est devenu tel que la plupart des analystes prévoient que les banques centrales asiatiques vont prochainement réduire leurs stocks de dollars. La banque centrale de Corée a annoncé récemment son intention de modifier la composition de son stock de réserves en investissant dans des titres à rendement plus élevé que les bons du trésor américains (tels que les titres en dollars australien et canadien). Aussitôt après cette annonce, le won s'est apprécié pour atteindre un niveau record depuis 1997.

Les interventions sur le marché des changes peuvent avoir deux objectifs : le lissage de la volatilité ou le ciblage du taux de change. Chaque objectif se traduit par une dynamique différente du stock de réserves ce qui peut être un indicateur sur la stratégie d'intervention de la banque centrale (Hernandez et Montiel, 2001).

Si l'objectif est de réduire la volatilité du taux de change, la banque centrale doit maintenir un certain stock de réserves nécessaire à l'intervention. Le stock de réserves doit fluctuer autour d'un niveau jugé nécessaire et ne pas avoir de tendance. Les variations de réserves doivent être distribuées aléatoirement autour de zéro.

Si les interventions visent à conduire le taux de change selon une trajectoire désirée, les variations dans les réserves exhibent un degré de persistance puisque l'objectif est de contrer la

tendance du marché. Dans ce cas un achat de devise est suivi par plusieurs achats successifs. Aussi on observe une tendance haussière dans le stock de réserves. Ceci est observé dans la dynamique des réserves de certains pays asiatiques tels que la Corée ou l'Inde. Par contre, la dynamique des réserves du Chili, du Pérou, de la Hongrie et de la Pologne suggère que ces banques centrales n'interviennent pas pour s'opposer à l'appréciation du taux de change ; ou du moins que leur résistance au mouvement du taux de change ne se fait pas par les interventions directes sur les marchés des changes.

Les interventions des autorités monétaires sur le marché des changes sont mesurées par les variations dans les réserves officielles. Le graphique 2 présente les variations mensuelles des réserves de change et du taux de change pour chaque pays¹⁰.

Après la crise de 97, la Corée, la Thaïlande et l'Indonésie ont abandonné le rattachement de leurs taux de change au dollar et sont passés officiellement au flottement. Toutefois le changement de régime de la Thaïlande et de Corée n'est pas très visible. En effet les taux de change sont à peine plus volatiles que dans la période de gestion officielle.

La stabilité remarquable du Baht Thaïlandais ne s'explique pas par des interventions directes, étant donnée la stabilité des réserves de change sauf durant la crise. En fait, la banque centrale thaïlandaise utilise le taux d'intérêt pour gérer son taux de change. Les variations mensuelles des réserves officielles coréennes sont presque toujours positives depuis 1997 ce qui indique une résistance à l'appréciation du taux de change par des achats successifs de dollars.

A la suite d'une attaque spéculative en février 2001 qui a forcé l'abandon du régime de bande glissante, la livre turque est officiellement en flottement libre. Le changement de régime est assez visible puisqu'il s'est traduit par une hausse significative des mouvements du taux de change. Par ailleurs durant toute la période de gestion (depuis le début des années 90) la livre turque n'a cessé de se déprécier du fait de la politique de glissement passif poursuivie par la banque centrale. Au contraire, depuis le passage au flottement, la livre s'est appréciée à plusieurs reprises. Les mouvements du taux de change et des réserves sont simultanés et opposés ce qui indique une politique de résistance à la tendance du marché (*leaning against the wind*). La banque centrale continue d'intervenir activement pour stabiliser le taux de change sans cible particulière.

¹⁰ Les taux de change nominaux sont par rapport au dollar sauf pour la Pologne, la Hongrie et la République tchèque qui sont par rapport à l'euro.

Le Chili et la Pologne ont abandonné officiellement la gestion de leurs taux de change à la suite d'afflux de capitaux massifs. Le changement de régime (en septembre 1999 pour le Chili et en avril 2000 pour la Pologne) ne s'est pas traduit par une hausse significative des mouvements du taux de change du fait que les régimes de change étaient déjà très flexibles avec des bandes de fluctuations larges. La banque centrale chilienne intervient essentiellement par les taux d'intérêt. Ce qui explique que les réserves de change soient stables alors même que le taux de change est officiellement géré.

Après la crise d'août 1998, la Russie a abandonné le régime de bande glissante pour un régime de flottement géré. Toutefois, les mouvements du taux de change ne révèlent aucune augmentation de la flexibilité. Les pressions sur le rouble ont significativement baissé depuis le début de l'année 2000. En effet, l'amplitude des mouvements de réserves a significativement baissé alors que les mouvements du taux de change n'ont pas augmenté. Par ailleurs les variations des réserves révèlent que jusqu'à cette date les interventions visaient essentiellement à empêcher la dépréciation du rouble. Par contre, depuis le début de l'année 2000, les autorités monétaires sont intervenues afin de s'opposer à l'appréciation du taux de change. Ce qui explique la forte accumulation de réserves depuis cette date.

Le Brésil a abandonné la gestion du taux de change après la crise de janvier 1999 pour laisser flotter librement le real. Le changement de régime est visible, l'amplitude des mouvements du taux de change ayant remarquablement augmenté depuis cette date. La forte volatilité des réserves officielles révèle que la banque centrale continue d'intervenir activement sur le marché des changes même si le régime officiel est un flottement libre.

L'analyse de la gestion du taux de change par les mouvements de réserves doit être nuancée étant donnée l'imperfection de cette variable. En effet les mouvements des réserves peuvent être affectés par les politiques de gestion de réserves ou de la dette, les changements de valeurs des stocks, les emprunts ou les remboursements officiels. Par ailleurs ces données ne tiennent pas compte des interventions à travers les swaps ou les opérations à terme (la Thaïlande en 1997), les interventions indirectes à travers les contrôles administratifs ou les pressions exercées par les autorités monétaires sur les banques. Dans de nombreux pays tel que le Brésil, les interventions sont faites à travers l'achat et la vente de contrats de dettes domestiques en devises. Or ceux-ci ne sont pas pris en compte dans les données du FMI.

Les taux d'intérêt : la nouvelle arme secrète ?

La très forte volatilité des taux d'intérêt observée dans des pays qui se déclarent en flottement, a conduit Calvo et Reinhart (2000) à conclure qu'en plus des interventions directes, de nombreuses banques centrales manient les taux d'intérêt pour stabiliser le taux de change. En effet la forte volatilité observée des taux d'intérêt nominaux et réels ne se justifie pas seulement par des considérations de politique interne, car elle concerne même des pays à inflation faible tels que le Mexique, le Brésil et le Chili. Elle peut être le signe de taux de change fortement gérés.

En plus de l'analyse de la volatilité des taux d'intérêt, la gestion des taux de change par les taux d'intérêt peut être évaluée par une estimation de la fonction de réaction de la banque centrale afin de déterminer le poids qu'elle accorde à l'objectif de change. Selon les estimations de fonction de réaction de la politique monétaire dans les pays émergents, la politique de fixation des taux d'intérêt accorde souvent un poids considérable au taux de change. Toutefois cet objectif est rarement annoncé publiquement.

Klau et Mohanty (2004) ont étudié le comportement de fixation des taux d'intérêt dans un groupe d'économies émergentes¹¹. Ils montrent que le taux d'intérêt répond fortement au taux de change et que ce dernier contribue significativement à la volatilité du taux d'intérêt. Le degré de réaction varie entre les pays : la réponse du taux d'intérêt est forte pour le Mexique, le Pérou, et la Thaïlande et très faible en Pologne, Taiwan et République tchèque.

L'analyse des variations mensuelles des taux d'intérêt et du taux de change confirme ce résultat. A l'exception de la Pologne et de la République tchèque, tous les pays utilisent le taux d'intérêt pour gérer leurs taux de change. L'extrême volatilité des taux d'intérêt à Singapour et en Russie (notez la différence d'échelle) révèle une active politique de gestion du taux de change par les taux d'intérêt. Le Chili est passé officiellement au flottement libre en septembre 1999 ; pourtant, le poids du taux de change dans la politique monétaire a continué à être important jusqu'à la fin 2001. La Thaïlande intervient activement par le taux d'intérêt pour gérer son taux de change, et ce, même après son passage au flottement en 1998. Toutefois, depuis le début de l'année 2001 le taux d'intérêt s'est remarquablement stabilisé. La politique de ciblage d'inflation adoptée en 2000 a amené la banque centrale à réduire significativement ses interventions pour ne pas mettre en cause l'objectif d'inflation.

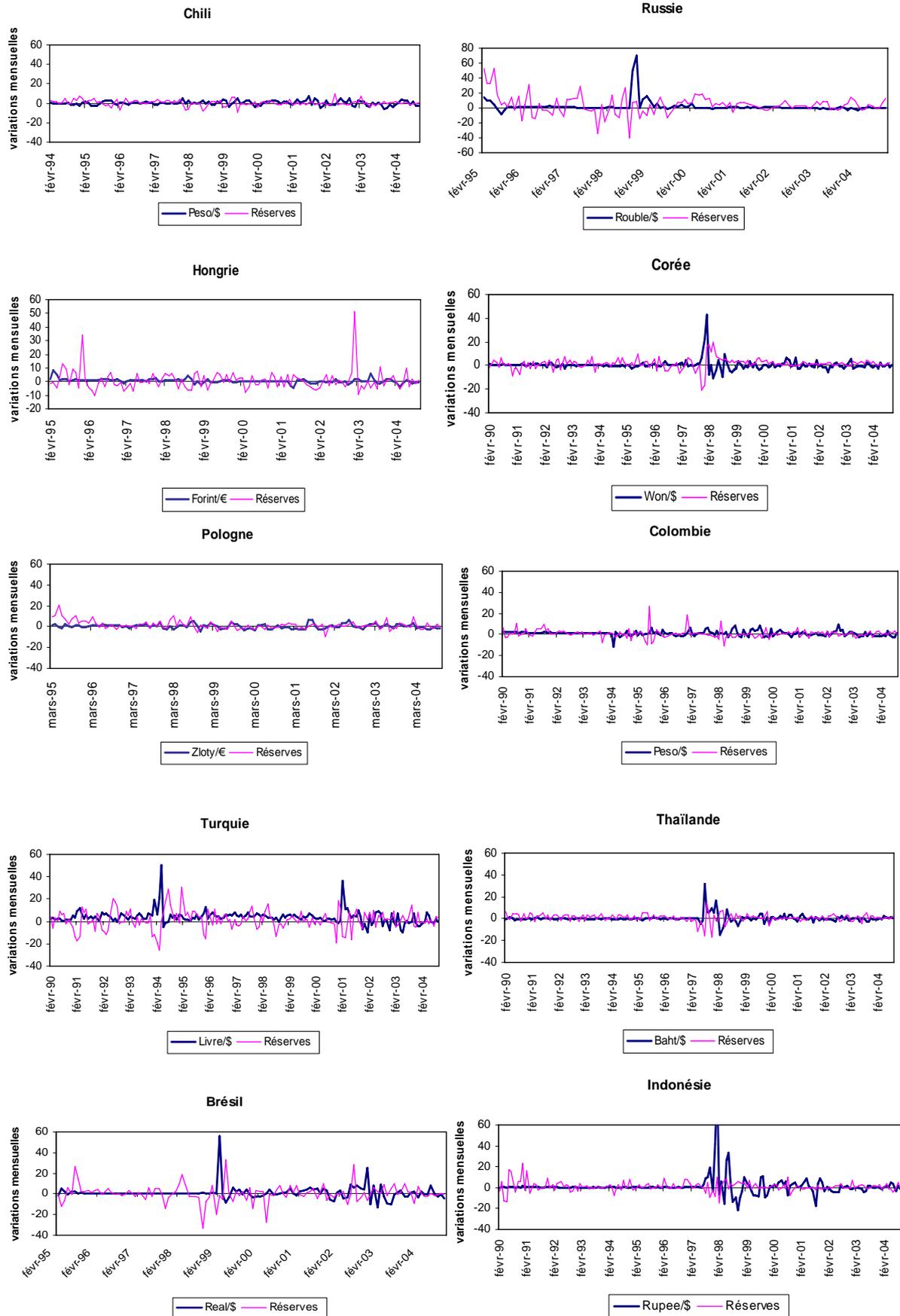
¹¹ Inde, Corée, Philippines, Taiwan, Thaïlande, Brésil, Chili, Mexique, Pérou, République tchèque, Hongrie, Pologne et Afrique du Sud.

Selon Calvo et Reinhart (2002), la politique des taux d'intérêt est devenu l'instrument privilégié des pays émergents pour gérer le taux de change au détriment des interventions. Pourquoi ce changement de stratégie alors que de nombreuses études montrent que les interventions sont plus efficaces dans les pays émergents (et en développement) que dans les pays développés (Canales-Kriljenko, 2003) ? Est ce que les crises de change ont prouvé qu'aucune banque centrale ne fait le poids face au marché et que se lancer dans une défense par les réserves est un combat perdu d'avance ? Ou est-ce simplement un moyen plus discret de gérer le taux de change ? Les modifications du taux d'intérêt peuvent avoir plusieurs objectifs ; la banque centrale peut donc dissimuler plus facilement le fait qu'elle intervient pour défendre une parité menacée. Au contraire, les interventions par les réserves sont facilement repérables. Elles peuvent être à l'origine d'anticipations sur le mouvement futur du taux de change et la réaction de la banque centrale.

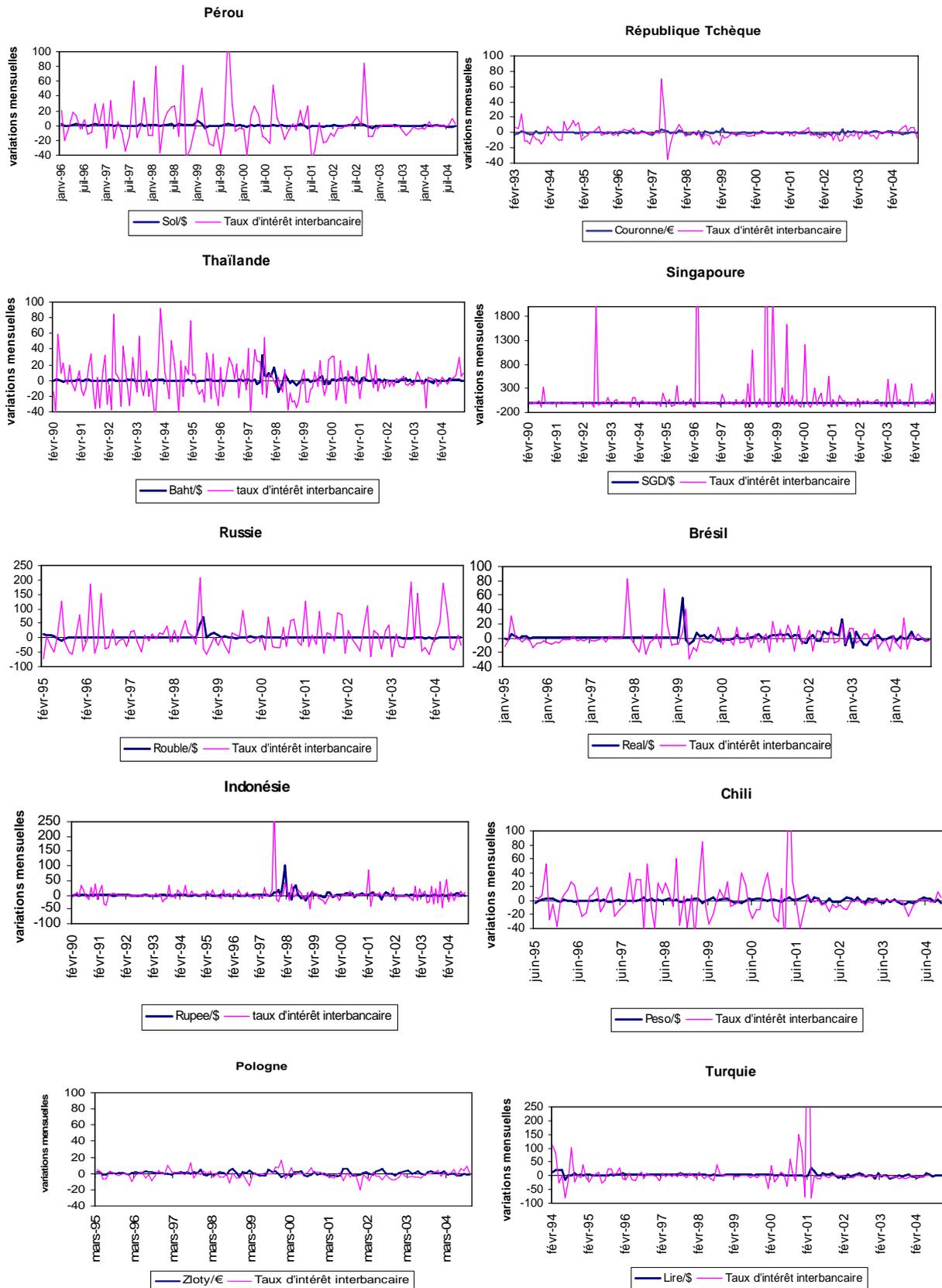
L'utilisation du taux d'intérêt pour la stabilisation du taux de change oblige souvent à des politiques pro-cycliques. On peut citer la hausse des taux par la Banque du Mexique après la crise russe pour limiter les pressions sur le peso malgré un ralentissement de l'activité et une dégradation des termes de l'échange ; la hausse des taux de la banque centrale du Brésil en 2002 malgré une récession et une crise d'énergie afin de stopper la dépréciation de la monnaie. Ces hausses des taux alourdissent l'endettement des firmes et des banques. Tout comme les réserves de change sont limitées, la politique de taux d'intérêt a aussi ses limites à cause de ses effets sur l'activité et sur le secteur financier.

La volatilité des taux d'intérêt est certes coûteuse à travers son effet sur la demande agrégée. Cependant dans les économies fortement dollarisées, le coût des variations du taux de change sur la dette est nettement plus élevé. Aussi ces pays s'accommodent-ils de la volatilité des taux d'intérêt liée à la gestion du taux de change. C'est notamment le cas du Pérou où à cause de la forte dollarisation les autorités monétaires sont obligées de gérer activement les mouvements du taux de change, d'où une très forte volatilité du taux d'intérêt.

Graphique 2. Mouvements des réserves officielles et du taux de change



Graphique 3. Mouvements du taux d'intérêt et du taux de change

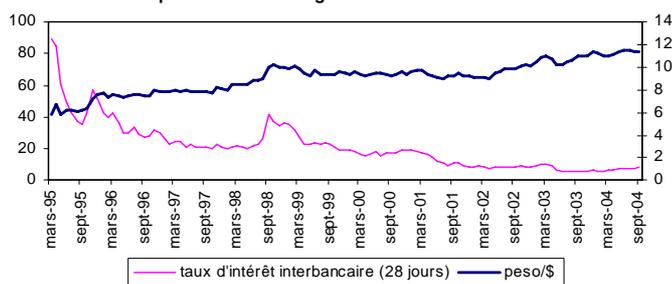


Encadré 9. Le Mexique : une règle de Taylor complexe

La crise de 1994 a forcé les autorités monétaires mexicaines à laisser flotter le peso. Après l'abandon du rattachement du taux de change, la politique monétaire a voulu fournir un point d'ancrage nominal à l'économie. Aussi la Banque du Mexique a adopté une politique de ciblage de la base monétaire (qui sera remplacée en 1999 par une politique de ciblage d'inflation).

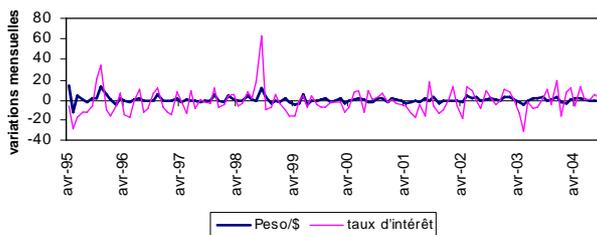
Selon la Banque du Mexique (Carstens et Werner, 1999), la politique monétaire mise en place depuis 1995 est une combinaison de règle (ciblage de la base monétaire) qui empêche tout excès de création monétaire et de discrétion (le maniement du taux d'intérêt) permettant de réagir à des circonstances non anticipées. La banque centrale s'est préservée ainsi une clause de sortie lui permettant de modifier sa politique monétaire pour restaurer l'ordre sur le marché des changes et sur le marché monétaire, et pour réagir à un choc sur les salaires ou sur les prix. Cette discrétion dans la conduite de la politique de ciblage monétaire jusqu'en 1999 et la politique de ciblage d'inflation adoptée par la suite, cacheraient une peur du flottement selon Ball et Reyes (2004).

Mexique : Taux de change nominal et taux d'intérêt

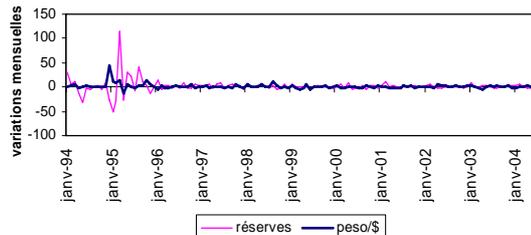


La banque centrale s'est toujours défendu d'avoir un objectif de change et a justifié ses interventions comme étant nécessaires pour atteindre ses objectifs d'inflation. En effet comme pour la plupart des pays émergents, le taux de change joue un rôle essentiel dans les anticipations inflationnistes au Mexique. La forte transmission du taux de change aux prix a conduit la banque à intervenir à plusieurs reprises pour s'opposer aux effets inflationnistes de la dépréciation du peso. Par ailleurs la banque reconnaît être intervenue à plusieurs reprises pour lisser la volatilité du taux de change sans cibler une parité particulière. Le principe étant : une intervention « complètement transparente et sans défendre une parité particulière, préservant ainsi les principales caractéristiques du flottement » (Carstens et Werner 1999). La banque centrale affirme n'avoir effectué aucune intervention sur le marché des changes entre 1996 et 1997 et n'avoir envoyé aucun signal au marché concernant un durcissement futur de la politique monétaire. Paradoxalement le taux de change s'était stabilisé à 7,7 pesos pour un dollar. De même, entre juillet 2001 et juillet 2002, la banque centrale déclare ne pas être intervenue et pourtant le taux de change nominal est remarquablement stable.

Mouvements du taux de change et du taux d'intérêt



Mexique : mouvements des réserves et du taux de change



Depuis 1995, la stabilité du peso ne s'est pas accompagnée d'une forte variabilité des réserves mais d'une grande variabilité du taux d'intérêt. Tout porte à croire que la banque centrale gérait le taux de change non pas à travers des interventions directes mais à travers une politique monétaire active. Depuis 1997, la plupart des observateurs ne croient pas à l'absence d'intervention et supposent que la politique monétaire prend la forme d'une règle de réaction complexe sur le modèle de la règle de Taylor avec un poids important au taux de change. Plusieurs travaux ont confirmé cette gestion du taux de change par les taux d'intérêt. Ainsi la forte volatilité des taux d'intérêt malgré une certaine stabilisation des prix a amené Calvo et Reinhart (2000) à conclure à une gestion du taux de change. Les taux d'intérêt nominaux et réels sont vingt fois plus volatiles au Mexique qu'aux Etats-Unis. Ainsi la probabilité pour les floteurs propres d'un changement faible du taux d'intérêt (compris entre +/- 50 points de base) est de 80 % alors qu'elle est de 9 % pour le Mexique. Par ailleurs Klau et Mohanty (2004) ont estimé la fonction de réaction de la banque centrale mexicaine et ont conclu que le taux d'intérêt répond fortement au taux de change. L'exemple le plus significatif est la forte hausse des taux au moment de la crise russe de 98 : les taux ont doublé en deux semaines pour atteindre 40 % !

Volatilité et stabilisation

Afin de démontrer *la peur du flottement* dans les pays émergents, Calvo et Reinhart ont comparé les volatilités du taux de change, des réserves et des taux d'intérêt dans les pays émergents à celle de pays supposés être des *flotteurs propres*, les Etats-Unis, le Japon et l'Australie. Toutefois, comparer la volatilité de pays qui ont des différences structurelles (la nature et la fréquence des chocs, la vulnérabilité financière, le degré d'ouverture aux capitaux étrangers, ...) susceptibles d'affecter la volatilité de leurs variables financières¹² n'est pas très significatif (Schmidt et Werner, 2002). Il est plus pertinent de comparer la volatilité d'un pays avant et après son passage au flottement.

Cependant, l'analyse de la volatilité ne tient pas compte de l'importance des chocs. En effet les variations dans les volatilités peuvent refléter des chocs plus ou moins importants. Ainsi, les réserves peuvent être plus volatiles pendant une période à cause de chocs plus importants. Comment distinguer entre la stabilité due à des actions délibérées de la stabilité due à l'absence de chocs ? Il convient d'analyser la volatilité relative du taux de change par rapport aux réserves et aux taux d'intérêt. La volatilité relative est une mesure brute du degré d'absorption du choc par le taux de change au lieu de son absorption par les variations de réserves et de taux d'intérêt. Elle se veut indépendante de la volatilité de l'environnement. Calvo et Reinhart proposent un *indice de flexibilité* basé sur les volatilités relatives :

$$\lambda = \frac{\sigma_{\varepsilon}^2}{\sigma_i^2 + \sigma_R^2}$$

où σ_{ε} , σ_i , σ_R sont la volatilité du taux de change, du taux d'intérêt, des réserves de change.

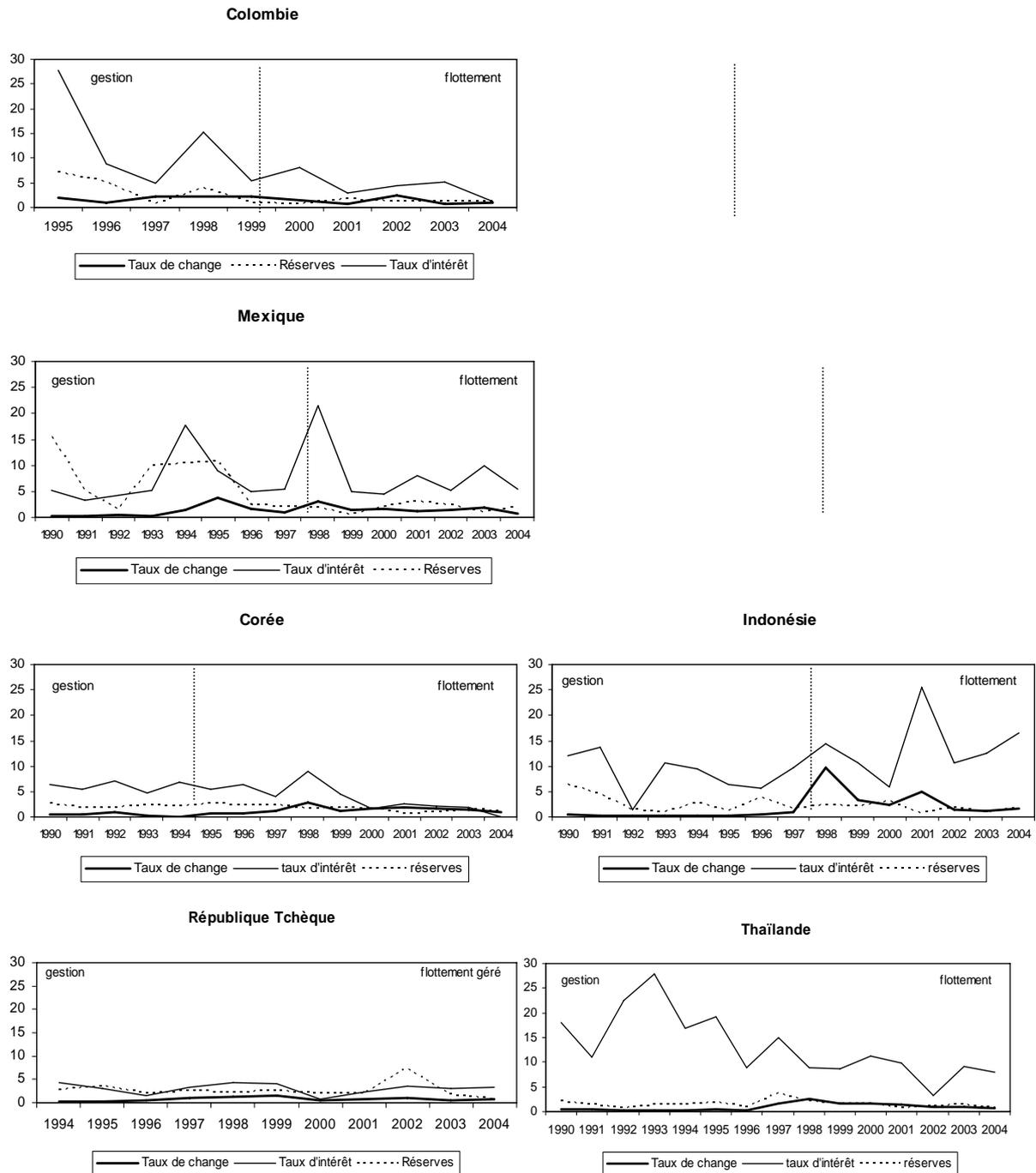
Cet indice exprime le degré de variabilité du taux de change relativement à la variabilité des instruments de la banque centrale. Une valeur faible de cet indicateur signifie que le taux de change est très stable relativement aux instruments, ce qui est dû à des politiques délibérées de stabilisation.

Afin d'évaluer l'augmentation de la flexibilité, nous analysons l'évolution de la volatilité du taux de change, des réserves officielles et des taux d'intérêt avant et après le passage au flottement (graphique 5). La volatilité est mesurée par l'écart-type de la variation mensuelle

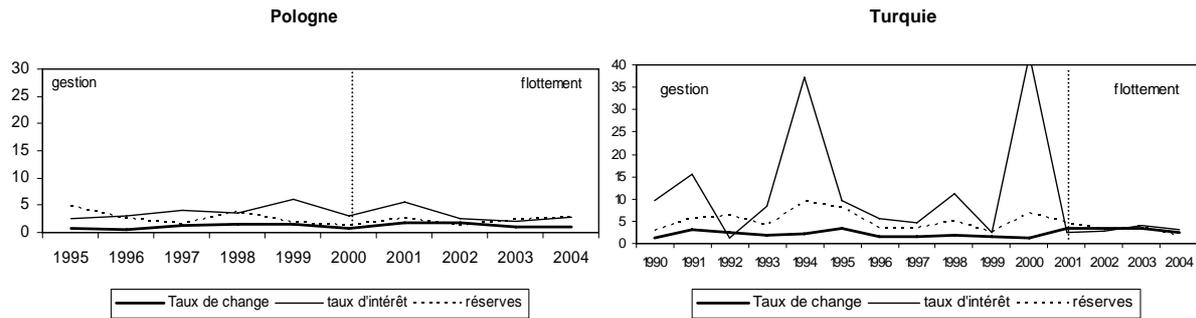
¹² Certains remettent en cause l'analyse de la volatilité : Etant donné que la théorie économique ne parvient toujours pas à expliquer les mouvements du taux de change, comment juger si un taux de change est trop volatil ou n'est pas assez volatil ?

absolue¹³. Nous calculons également l'indicateur de flexibilité de Calvo et Reinhart (graphique 6).

Graphique 4. Volatilité du taux de change, du taux d'intérêt et des réserves



¹³ Les données sont celles du FMI (International Financial Statistics) et des banques centrales. Afin d'éviter les périodes de fortes instabilité, nous écartons les 4 à 6 mois qui suivent le passage au flottement quand il est forcé par une crise.



**Tableau 7. Flexibilités comparées
(Indice CR moyenne de la période)**

	Flottement libre
Brésil (1999-2004)	0,40
Chili (1999-2004)	0,05
Colombie (1999-2004)	0,14
Corée (1998-2004)	0,39
Indonésie (1999-2004)	0,05
Mexique (1995-2004)	0,05
Pologne (2000-2004)	0,16
Thaïlande (1998-2004)	0,03
Turquie (2001-2004)	0,47
	Flottement géré
Inde (1993-2004)	0,04
Pérou (1993-2004)	0,006
République tchèque (1997-2004)	0,05
Russie (1999-2004)	0,002
	Gestion
Hongrie (1995-2004)	0,07

Dans la plupart des pays la volatilité des taux d'intérêt a baissé suite à l'adoption de politique de ciblage d'inflation. En effet les banques centrales ont réduit leurs interventions par les taux d'intérêt afin de ne pas mettre en péril la cible d'inflation.

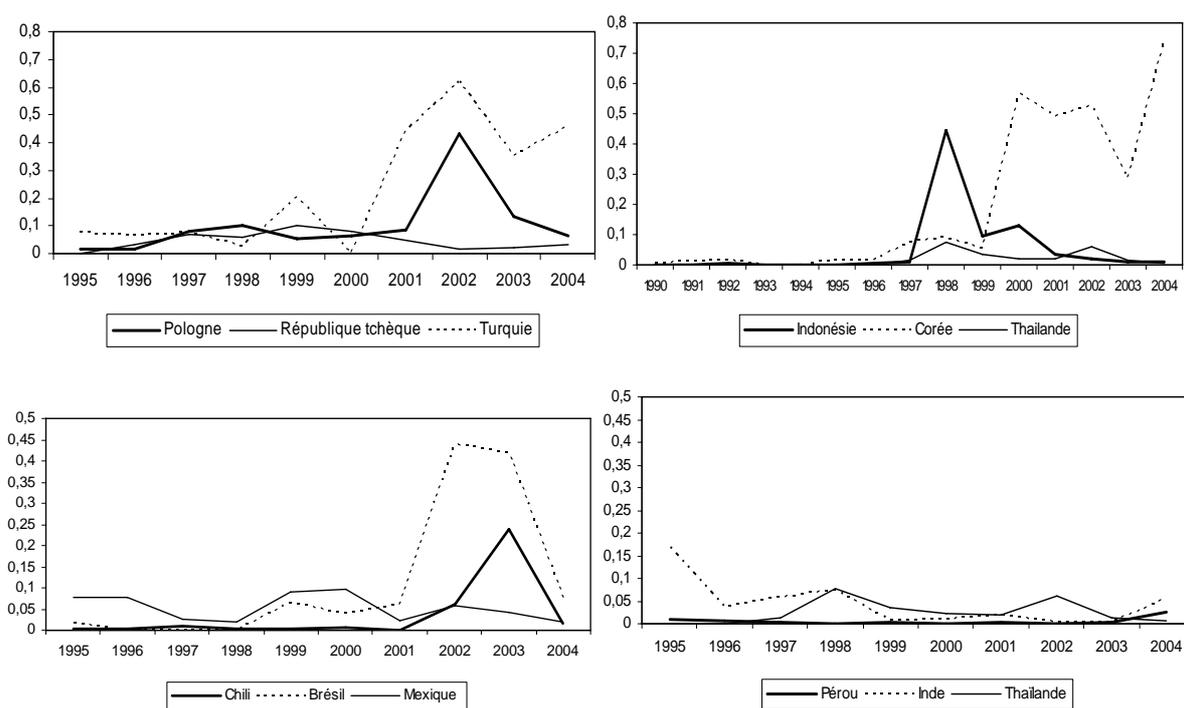
L'indice CR révèle que la hausse de la flexibilité de la roupie indonésienne après la crise de 1997 n'était que transitoire. En effet depuis l'année 2001, la volatilité du taux d'intérêt a fortement augmenté alors que la volatilité du taux de change a significativement baissé, ce qui indique un retour à une gestion active du taux de change. Le Chili est passé officiellement au flottement en septembre 1999. Cependant la flexibilité n'augmente qu'à la fin de l'année 2001.

Pour tous les pays le flottement officiel s'est traduit par une plus grande flexibilité *de facto*. Toutefois le degré de flexibilité est très variable entre les pays. La très faible valeur de l'indice CR pour le Mexique, la Thaïlande, l'Indonésie et le Chili montre que le flottement pur déclaré de ces pays est en fait un flottement *fortement* géré. Paradoxalement, le régime de change

officiellement géré de la Hongrie est plus flexible que leur flottement pur. Par ailleurs l'indice de flexibilité est presque nul pour le régime de flottement géré officiel du Pérou et de la Russie. Les régimes les plus flexibles sont ceux du Brésil, de la Corée et de la Turquie.

Malgré l'annonce du passage à une plus grande flexibilité la plupart des pays émergents ont poursuivi leur politique de gestion du taux de change sous forme d'un flottement plus ou moins géré.

Graphique 5. Flexibilité du taux de change (Indice de Calvo et Reinhart)



IV. Les quatre peurs des pays émergents

Les pays émergents sont réticents à laisser flotter librement leurs taux de change même s'ils déclarent le contraire. D'où l'idée que ces pays sont victimes d'une *peur du flottement*. Mais on peut se demander si ces pays ne se déclarent pas en flottement par peur d'avouer qu'ils gèrent activement leurs taux de change. Souvent il ne s'agit pas d'une peur de la flexibilité en elle-même mais d'une peur de certains mouvements du taux de change en particulier. Ainsi *une peur de l'appréciation* expliquerait l'impressionnante accumulation de réserves des pays asiatiques. Et *le péché originel* expliquerait pourquoi certains pays d'Amérique latine ont si *peur de la dépréciation* de leur taux de change.

La peur du flottement

La peur du flottement est la réticence à laisser le taux de change flotter librement malgré l'annonce officielle du flottement. La désaffection à l'égard de la flexibilité s'explique par la performance décevante du système de flottement qui prévaut depuis l'effondrement du système de Bretton Woods (1973). Depuis cette date en effet, on assiste périodiquement à des épisodes de volatilité excessive et de désalignements prolongés que la théorie économique peine toujours à expliquer, comme l'appréciation. Cette aversion touche spécialement les pays émergents. La combinaison de marchés de change étroits, de chocs importants et de larges flux de capitaux fait que la flexibilité risque de se transformer dans ces pays en volatilité excessive. Par ailleurs ces pays souffrent de problèmes de crédibilité auprès des marchés financiers à cause d'un passé marqué par de fortes turbulences monétaires et financières. Aussi le flottement risque de se traduire par une volatilité plus importante que dans les pays développés.

Cette volatilité peut s'avérer très coûteuse pour les pays où les possibilités de couverture sont limitées, car les marchés de change à terme ne sont pas liquides. Elle peut nuire à la stabilité du système financier. Aussi, pour pallier à l'absence de marché de change à terme les autorités monétaires doivent fournir une couverture informelle en maintenant le taux de change stable à court et moyen terme¹⁴. La rigidité des prix fait que cette volatilité se traduit par une volatilité du taux de change réel qui a des effets négatifs sur le niveau de production.

Par ailleurs, à cause de leur manque de crédibilité ces pays ne peuvent pas bénéficier de l'avantage le plus significatif du flottement, à savoir l'indépendance de la politique monétaire. En effet les banques centrales sont souvent obligées de poursuivre des politiques de taux d'intérêt pro-cycliques afin d'inciter les investisseurs à conserver leurs avoirs. Et ce, même si le coût en termes de production et d'emploi est élevé.

Ainsi contrairement à ce que prévoit la théorie, pour les pays émergents, un taux de change flexible n'est pas un moyen d'absorber les chocs externes mais une source potentielle d'instabilité. La peur du flottement trouve sa justification dans le fait que les fluctuations du taux de change sont plus coûteuses pour les pays émergents que pour les pays développés.

La peur de la gestion

¹⁴ Les autorités pourraient certes intervenir afin de créer *un marché* à terme. La banque centrale pourrait vendre des devises à terme pour les importateurs et les banques qui ont besoin de se couvrir. Cependant le problème de l'évaluation de la prime de terme se poserait.

Si le flottement est coûteux pour les pays émergents, alors la gestion du taux de change se justifie. Toutefois, de plus en plus de pays se déclarent en flottement tout en poursuivant implicitement leurs politiques de gestion. Cette réticence à avouer ouvertement une pratique largement répandue nous amène à conclure qu'il s'agit d'une peur de la gestion (*fear of management*) plutôt que d'une peur du flottement comme l'avaient conclu Calvo et Reinhart.

Les autorités n'annoncent pas clairement d'objectifs de change de peur qu'ils deviennent une cible pour les spéculateurs. En effet un objectif formel fournit aux spéculateurs la possibilité de réaliser des profits en anticipant l'abandon de cet objectif. Annoncer une cible pour le taux de change risque de déclencher des mouvements d'anticipations sur la soutenabilité de la cible et sur son évolution future. Ces anticipations peuvent s'auto-réaliser notamment dans les pays avec des marchés de change étroits vulnérables aux comportements mimétiques. Aussi, de nombreux pays estiment que se déclarer en flottement est le seul moyen d'avoir une politique de change active tout en échappant à la spéculation.

Annoncer une règle de gestion bien définie soumet les autorités monétaires au jugement et éventuellement à la sanction du marché en cas de politiques économiques incohérentes. Toute inadéquation entre les politiques économiques adoptées et la valeur du taux de change, met en péril la crédibilité de la politique de change. Aussi les autorités sont obligées de poursuivre des politiques adaptées au régime de change. Dans certaines circonstances elles sont même amenées à y sacrifier la stabilisation domestique. Aussi les autorités monétaires préfèrent éviter d'annoncer des objectifs de change qui pourraient faire apparaître un échec de leur gestion.

La peur de l'appréciation

La compétitivité est un objectif primordial pour les pays émergents. Aussi les mouvements du taux de change réel sont une préoccupation majeure des autorités monétaires. La principale leçon des crises des années 90 est que souvent l'origine profonde de la crise est une situation de surévaluation prolongée, qui se traduit à terme par de larges déficits courants, que le marché finit par juger insoutenables. Aussi un taux de change réel compatible avec un solde courant soutenable qui assure une trajectoire viable pour la dette extérieure, est devenu un objectif prioritaire pour certains pays. Grâce à des programmes de stabilisation réussis et une crédibilité retrouvée, certains pays émergents attirent des flux massifs de capitaux privés. Le risque d'une appréciation du taux de change et d'une perte de compétitivité, amène souvent les autorités monétaires à intervenir.

Ainsi, même en régime flexible les banques centrales émergentes sont souvent amenées à intervenir pour empêcher l'appréciation du taux de change. Certaines, comme la Chine, ont même développé *une peur de l'appréciation*.

Cette peur de l'appréciation se manifeste notamment chez les pays asiatiques. Les taux de change de ces pays sont certes plus flexibles depuis la crise de 1997. Ces pays interviennent massivement pour résister à l'appréciation réelle de leurs taux de change (Hernandez et Montiel, 2001 ; McKinnon et Schnabl, 2004). Cette peur est accentuée par la forte compétitivité de la Chine grâce à des coûts salariaux trop bas et une sous-évaluation évidente du Yuan chinois (entre 25 % et 50 % selon les estimations). Aussi est-il crucial pour les banques centrales asiatiques de s'opposer à l'appréciation de leurs monnaies.

Selon Mishkin et Savastano (2000), la politique monétaire ne devrait pas se préoccuper de l'objectif de compétitivité. Cet objectif est incompatible avec celui de la stabilité des prix. Toutefois, contrairement aux pays d'Amérique latine, les pays asiatiques n'ont pas de problème d'inflation ce qui fait qu'ils peuvent se préoccuper de l'objectif de compétitivité. Ainsi combinent-ils une politique de ciblage d'inflation et une politique de lutte contre l'appréciation. Jusqu'à présent les banques centrales n'ont pas fait face à un sérieux conflit d'objectifs entre l'inflation et la compétitivité du fait que cette zone connaît une situation de déflation.

La peur de la dépréciation

Certaines banques centrales émergentes sont particulièrement réticentes à la dépréciation de leur taux de change, ce essentiellement pour deux raisons : les effets de transmission du taux de change aux prix et la fragilité financière due à une dollarisation partielle.

Une transmission élevée du taux de change

Quand la transmission du taux de change aux prix est élevée¹⁵ et que l'inflation est un objectif important, les autorités monétaires sont obligées de se préoccuper de la dépréciation du taux de change.

Le taux de change est le repère naturel pour les anticipations inflationnistes dans les économies ayant un passé inflationniste instable. Pour de nombreux pays émergents, notamment ceux d'Amérique latine, une inflation faible (à un chiffre) est un acquis récent.

¹⁵ Le taux de change affecte l'inflation à travers deux canaux :

– Le taux de change nominal affecte le prix domestique des biens importés qui entre dans l'indice de prix à la consommation.

– Le taux de change réel affecte le prix relatif entre biens domestiques et étrangers. Ce qui affecte la demande pour les biens domestiques et ainsi la demande globale et l'inflation.

Aussi la transmission du taux de change aux prix est assez élevée dans ces économies¹⁶. La forte transmission se traduit par une reprise rapide de l'inflation en cas de choc sur le taux de change. L'effet de la dépréciation sur le taux d'inflation dépend de l'importance du degré de transmission. Les chocs sur le taux de change dans ces pays sont en général larges et persistants ce qui peut poser un dilemme à la banque centrale. Laisser le taux de change se déprécier peut se traduire par le dépassement de l'objectif d'inflation, ce qui menace la crédibilité de la politique monétaire. A l'inverse, défendre la monnaie peut nécessiter de fortes hausses de taux d'intérêt, ce qui peut provoquer des pertes de production.

Une banque centrale qui poursuit une politique de CI est ainsi obligée de se préoccuper de la dynamique du taux de change. Un important degré de transmission peut justifier les interventions qui font alors partie de la politique de CI. Pour Mishkin et Savastano (2000), dans une politique de CI, les interventions doivent se limiter aux cas où les mouvements du taux de change risquent d'éloigner l'inflation de sa cible. La baisse de l'inflation permet à la banque centrale de gagner en crédibilité ce qui réduira à terme le besoin de réagir au taux de change. Mais on peut se demander si certaines banques centrales n'utiliseraient pas cet argument pour gérer implicitement leur taux de change, en justifiant leurs interventions par le risque de transmission du mouvement du taux de change aux prix. Le risque est que la politique de CI devient une politique de ciblage du taux de change déguisée.

Une certaine dollarisation...

Une différence importante entre les économies développées et les économies émergentes réside dans la structure de leur endettement qui est la cause de leur fragilité financière. Les pays émergents sont victimes d'un *péché originel* qui les empêche d'emprunter dans leur monnaie à l'étranger. Ceci se traduit par une importante dollarisation de leur dette (la prépondérance de l'emprunt en devises). Aussi les bilans des firmes, des banques et même du gouvernement sont très sensibles aux variations du taux de change. En augmentant le coût de la dette en devise, la dépréciation réduit les profits des firmes, ce qui peut provoquer d'importantes faillites dans le secteur privé. Elle fragilise les bilans des banques et la situation budgétaire du gouvernement. A terme ces effets de bilans peuvent se traduire par une contraction de la production, une crise financière ou budgétaire. Aussi, peut-on s'interroger sur la compatibilité entre un important degré de dollarisation et le flottement libre. Des économies

¹⁶ Les travaux empiriques et théoriques distinguent plusieurs éléments qui affectent le degré de transmission : le degré d'ouverture de l'économie, le taux d'inflation initial et la crédibilité des autorités monétaires.

aussi dollarisées que le Pérou, l'Uruguay ou le Brésil peuvent-elles se permettre d'ignorer le taux de change dans la conduite de leurs politiques monétaires ?

La dollarisation de la dette rend les débiteurs vulnérables aux chocs externes ce qui complique la conduite de la politique monétaire et de la politique de change. La baisse des taux d'intérêt pour relancer l'activité se heurte au risque de dépréciation du taux de change qui menace la stabilité des banques et des firmes endettées en devises. Plus le poids de la dette en devise est important et plus le choix optimal de la banque centrale sera une moindre flexibilité du taux de change. Les pays dollarisés sont ainsi souvent obligés de poursuivre des politiques pro-cycliques afin d'éviter une perte de confiance dans la monnaie malgré le coût en production et en emplois de ces politiques.

La volatilité du taux de change contribue à alimenter le *péché originel*. En effet elle conduit les non-résidents à investir dans une devise plus stable. Ce qui justifie la gestion du taux de change. Cependant, l'utilisation active du taux d'intérêt afin de limiter les mouvements du taux de change affecte le coût des emprunts en monnaie domestique.

On pourrait penser qu'un engagement fort par une politique de CI stricte permettrait de stabiliser l'inflation et ainsi de redonner confiance dans la monnaie domestique. Aussi la demande de monnaie et d'actif en devise nationale augmenterait, réduisant ainsi le ratio de dollarisation. Cependant ce n'est pas ce qu'on observe dans la réalité où souvent malgré une désinflation réussie, la dollarisation persiste.

Jayasri et Hyginus (2002) ont étudié empiriquement les effets des interventions sur la dynamique du taux de change réel dans un groupe de pays, afin de déceler la nature de l'intervention. Ils ont abouti à la conclusion que *la peur du flottement* mise en évidence par Calvo et Reinhart consiste pour les pays émergents en une *peur de la dépréciation*. En effet les interventions sont pour la plupart non symétriques c'est à dire que la banque centrale s'oppose plus fortement à la dépréciation qu'à l'appréciation. Ce résultat est assez surprenant car une dépréciation réelle est bénéfique pour les pays exportateurs (le cas de la plupart des pays émergents). L'explication se trouve dans l'impact de la dépréciation sur le coût réel du service de la dette en devise. Le canal financier du taux de change semble dominer le canal réel de compétitivité dans les objectifs d'intervention. Hausmann *et al.* (2001) ont étudié la gestion des taux de change dans 38 pays qui se déclarent officiellement en flottement (ou avec des bandes larges). Ils montrent que les pays qui ne peuvent pas emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie ont tendance à détenir d'importants stocks de réserves et à tolérer une faible volatilité du taux de change par rapport aux mouvements des réserves et des taux d'intérêt. La

volatilité du taux de change baisse avec la capacité du pays à emprunter dans sa propre monnaie à l'extérieur.

Encadré 10. Pêché originel

Les pays émergents souffrent d'une faiblesse dans la structure de leurs emprunts étrangers qui les rend financièrement vulnérables. Les financements étrangers sont souvent à court terme et en devises, ce qui rend les pays débiteurs sensibles aux mouvements du taux de change et aux chocs externes et accroît leur vulnérabilité externe.

Les marchés financiers de ces pays ne sont pas développés pour deux raisons :

- Une histoire marquée par des périodes de fortes instabilités financière et d'inflation
- Une grande volatilité du taux de change et du taux d'intérêt

Aussi les résidents ne peuvent pas emprunter dans leur monnaie auprès des non résidents. Ils sont obligés d'emprunter à court terme et en devises étrangères. La fragilité financière est dans ce cas inévitable car toute couverture du risque de change ou de maturité est impossible. En effet un pays dont l'endettement extérieur ne peut se faire qu'en devise ne peut pas, par définition, se couvrir. La couverture du risque de change nécessite de trouver des agents disposés à prendre ce risque. Afin de se couvrir, les débiteurs en dollars doivent acheter des dollars à terme. Pour cela il faut trouver des investisseurs qui acceptent les obligations domestiques en échange. Ce qui est équivalent à emprunter en monnaie domestique.

Conclusion

Cette revue des expériences récentes de gestion des taux de change dans les pays émergents nous amène aux conclusions suivantes :

La flexibilité est inévitable

La forte intégration dans les marchés de capitaux rend difficile le maintien d'un objectif de change formel. Le marché force souvent l'abandon de cet objectif soit par une attaque spéculative quand il juge que le *policy-mix* est incompatible avec l'engagement de change ; soit par un afflux de capitaux attirés par la possibilité de rendement sans risque quand le régime est crédible. Aussi pour les pays émergents la flexibilité du taux de change est inévitable.

La gestion est indispensable

Les pays émergents ne peuvent ignorer leurs taux de change. Ainsi la stratégie de sous-évaluation de la Chine impose à toute la région une peur de l'appréciation du taux de change. Alors qu'en Amérique latine c'est la dépréciation qui fait peur à des économies à histoire monétaire turbulente et à des économies fortement dollarisées.

La solution à ce dilemme : flotter de jure et gérer de facto

Pour ces pays la question n'est plus de choisir entre régime fixe ou flexible mais de déterminer le degré de gestion du taux de change sous les régimes de flottement, autrement dit le poids à accorder au taux de change dans la politique monétaire sous un régime flexible. De plus en plus de pays émergents adoptent une politique de ciblage d'inflation comme ancre pour

la politique monétaire avec une fonction de réaction qui en plus de réagir à l'écart de production et à l'inflation, répond partiellement aux mouvements du taux de change. Ainsi le débat ne porte plus sur le régime de change optimal mais sur la politique monétaire optimale. Reste à savoir jusqu'à quel point il est possible de combiner un CI et un ciblage officieux du taux de change. Que feront les pays asiatiques quand la situation sera moins favorable, à savoir quand l'inflation sera forte et que le conflit d'objectif se posera sérieusement ? Comment éviter que la stabilisation du taux de change ne se transforme en ancrage *de facto* avec les mêmes problèmes de vulnérabilité ?

Références Bibliographiques

- Amato, JD et S. Gerlach, (2002), "Inflation targeting in emerging market and transition economies: lessons after a decade", *European Economic Review*, Vol. 46.
- Artus, P et N. Meunier (1998), « Le choix d'un système de change et d'un *policy-mix* : le cas de la Pologne », *Flash marchés émergents*, 98-17.
- Ball, C. P. et J. Reyes (2004), "Inflation targeting or fear of floating in disguise: the case of Mexico", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9.
- Bénassy-Quéré, A. et B. Coeuré (2002), "The survival of intermediate exchange rate regimes", *CEPII Working Paper*, N° 2002-07.
- Bubula, A. et I. Otker-Robe (2002), "The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto policies", *IMF Working paper*, WP/02/155.
- Bubula, A. et I. Otker-Robe (2002), "Are pegged and intermediate exchange rate regimes more crisis prone?", *IMF Working Paper*, WP/03/223.
- Burdekin, R. C., M. N. Nelson et T. Willet (1999), "Central European exchange rate policy and inflation", in *exchange rate policies for emerging market economies*, edited by Richard J. Swerney Clas, G. Withborg and Thomas Willet, Westview Press.
- Calvo, G et CR Reinhart (2000), "Fear of floating", *NBER Working Paper*, N° 7993.
- Calvo, G et C. R. Reinhart (2002), "Fear of floating", *Quarterly Journal of economics*, Vol. CXVII, Issue 2.
- Canales-Kriljenko, J. I. (2003), "Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey", *IMF Working Paper*, WP/03/95.

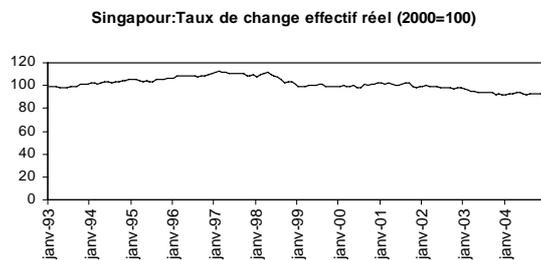
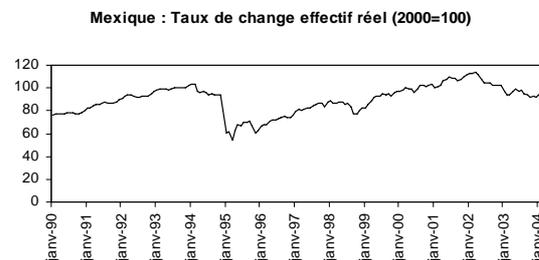
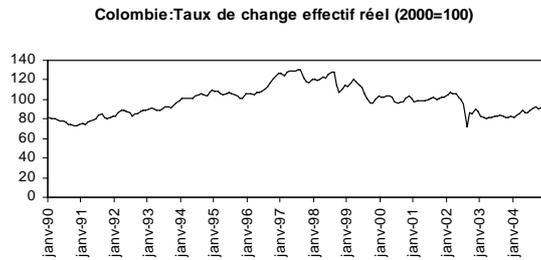
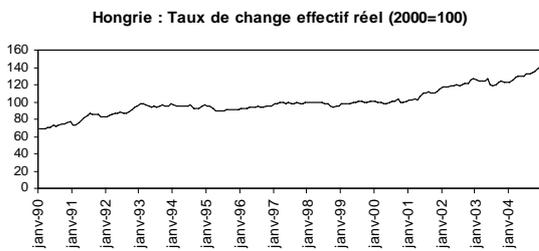
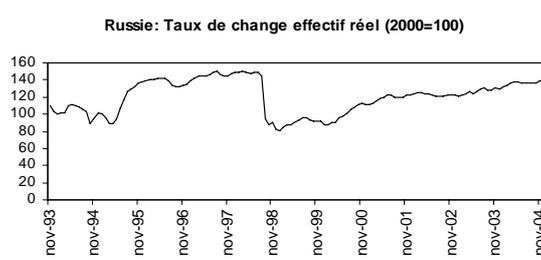
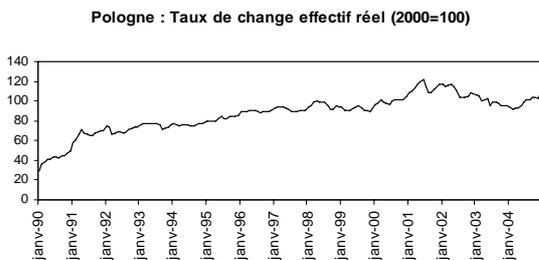
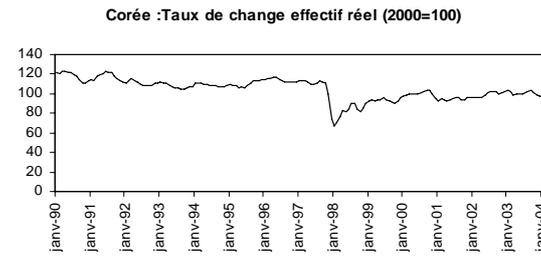
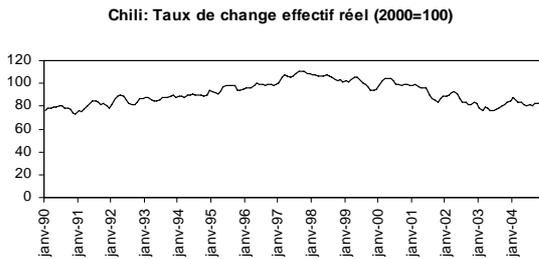
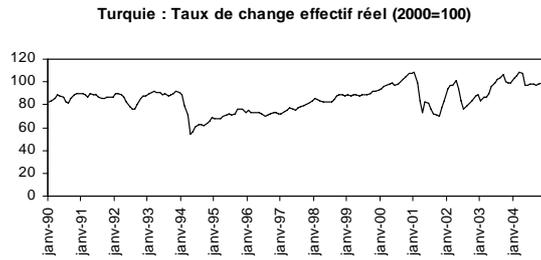
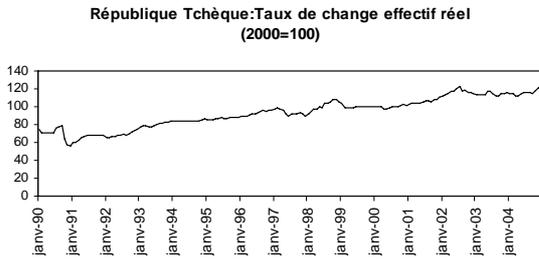
- Carstens, A. G. et A. M. Werner, (1999), "Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime", *Banco De Mexico Documento de Investigacion*, N° 9905.
- Corden, M. (2002), *Too sensational: on the choice of exchange rate regimes*, The MIT Press.
- Dornbusch, R. (1997), "The folly, the crash and beyond: economic policies and crisis", in *Mexico 1994: anatomy of an emerging market crash*, Carnegie Endowment
- Dornbusch, R et CP Yung (1999), "Flexibility or nominal anchors?", in *Exchange rate policies in emerging asian countries*, Routledge.
- Durajasz, P. et R. Kohoszczyński (1998), "Financial inflows to Poland, 1990-96", *Empirica* 25 (2).
- Edwards, S. (2001), "Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention", *NBER Working Paper*, N° 8529.
- Falco Silva, ML. (1999), *Modern exchange rate regimes, stabilisation programmes and coordination of macroeconomic policies. Recent experiences of selected developing Latin American economies*, ASHgate.
- Fischer, S. (2001), "Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?", *Journal of Economic perspectives*, Vol. 15 N° 2 (Spring).
- Frenkel, J. (1999), "No single currency regime is right for all countries at all times", *Princeton Essays in International Finance*. N°215.
- Frenkel, J, S. Schumkler, et L Servén, (2000), "Verifiability and the vanishing intermediate exchange rate regime", *NBER WP*, N° 7901.
- Goldstein, M. (2002), *Managed floating plus*, Institute for International Economics.
- Guimaraes, R. F. et C. Karacadag (2004), "The empirics of foreign exchange intervention in emerging market countries: the cases of Mexico and Turkey", *IMF Working Paper*, WP/04/123.
- Hausmann, R., U. Panizza et E. Stein (2001), "Why do countries float the way they float?", *Journal of Development Economics*, Vol. 66.
- Helpman, E., L. Leiderman et G. Bufman (1997), "A new breed of exchange rate bands: Chile, Israel and Mexico", in *Trade and tax policy inflation and exchange rates*, Spinger.
- Hernandez, L. et P. Montiel (2001), "Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the "Hollow Middle" ?", *IMF Working Paper*, WP/01/170.
- Higgins, M. et T. Klitgaard (2004), "Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 10 N° 10, Federal Reserve Bank of New York.

- Jayasri, D. et L. Hyginus (2002), "Dread of depreciation: measuring real exchange rate interventions" *IMF Working Paper*. WP/02/63.
- Jonas, J. (2003), "Original sin and the exchange rate regime debate: lessons from Latin American and transition countries", *Comparative Economic Studies*, Vol. 45.
- Kletzer, K. et R. Kohli (2000) "Exchange rate dynamics with financial repression: a test of exchange rate models for India", *ICRIER Working Paper*, N°52.
- Levy-Yeyati, E et F. Struzenegger (2000), "Classifying exchange rate regimes: deeds vs. Words", *Mimeo*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Mishkin, FS. (2000), "Inflation targeting in emerging-market countries", *American Economic Review*. Vol 90(2).
- Mishkin, F. S. et M. Savastano (2000), "Monetary strategies for Latin America", *NBER Working Paper*, N° 7617.
- Mohanty, M. S. et M. Klau (2004), "Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence", *BIS Working papers*, N° 149.
- Moron, E. et D. Winkelried (2003), "Monetary policy rules for financially vulnerable economies", *IMF Working Paper WP/03/39*.
- Moron, E et J. F. Castro (2000) "Uncovering central bank's monetary policy objectives: going beyond fear of floating" *Universidad del Pacifico*.
- Obstfeld, M. et K. Rogoff (1995), "The mirage of fixed exchange rate", *NBER Working Paper*, N° 5191.
- Ogawa, E. et T. Ito (2000), "On the desirability of a regional basket currency arrangement", *Working Paper*, NBER, W8002.
- Mussa, M., P. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro et A. Berg (2000), "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", *IMF Occasional Paper*, 193.
- Reinhart, C. et K. Rogoff (2002), "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation", *NBER Working Paper*, N° 8963
- Rogoff, K. S., A. M. Husain, A. Mody, R. Brooks et N. Oomes (2004), " Evolution and performance of exchange rate regimes", *IMF Occasional Paper*, N° 229.
- Schmidt-Hebbel, K. et A. Werner (2002), "Inflation targeting in Brazil, Chile and Mexico: performance, credibility, and the exchange rate", *Working papers*, Central Bank of Chile, N° 171.
- Willett, T. D. (2002) "Fear of floating needn't imply fixed rates: feasible options for intermediate exchange rate regimes", *Paper for Fordham/CEPR Conference on Euro and Dollarization*.

Williamson, J. (1996), *The crawling band as an exchange rate regime lessons from Chile, Colombia and Israel*, Institute for International Economics.

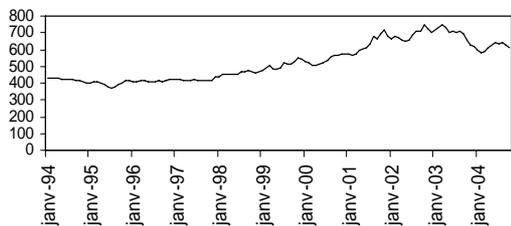
Wise, C. et R. Roett (2000), *Exchange rate politics in Latin America*, Brookings Institute Press.

Annexe I. Taux de change effectif réel (IPC) (Sources : FMI, OCDE)

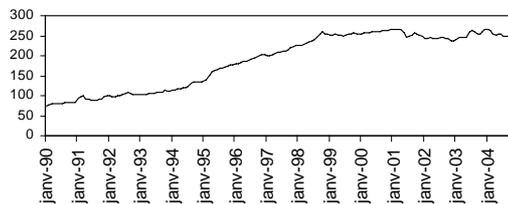


Annexe-II Taux de change nominal mensuel

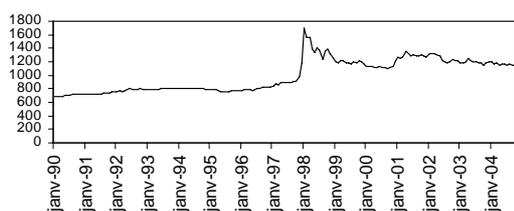
Chili : Peso/\$



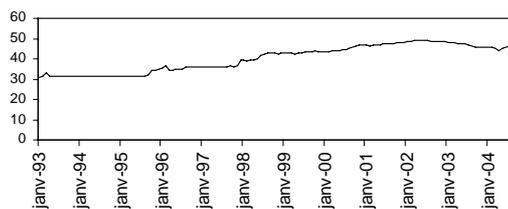
Hongrie : Forint/Euro



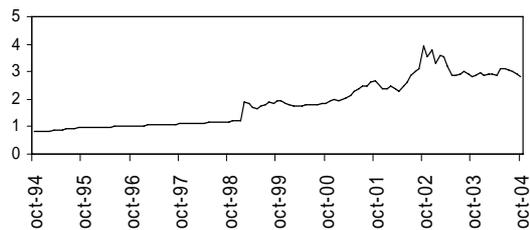
Corée : Won/\$



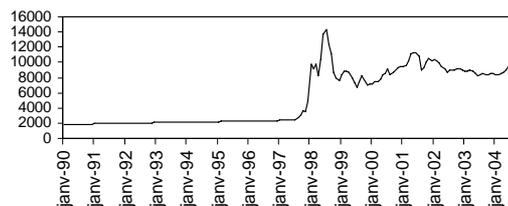
Inde : Rupee/\$



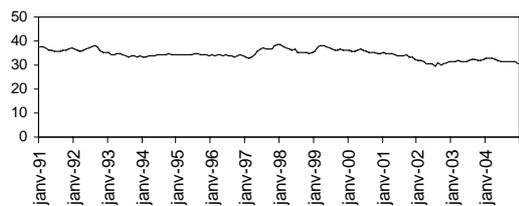
Brésil : Real/\$



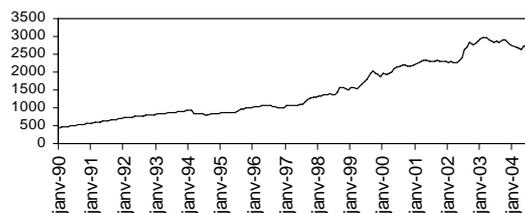
Indonésie : Rupee/\$



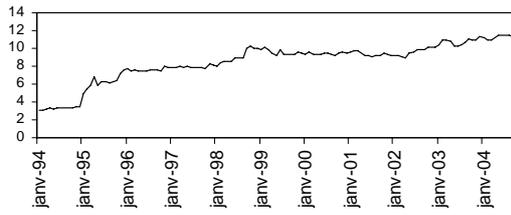
République Tchèque : Couronne/Euro



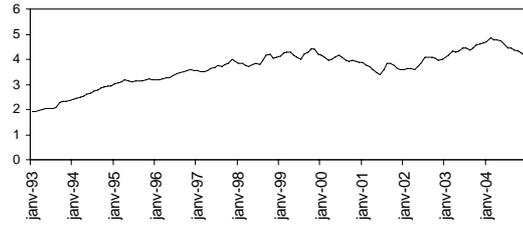
Colombie : Peso/\$



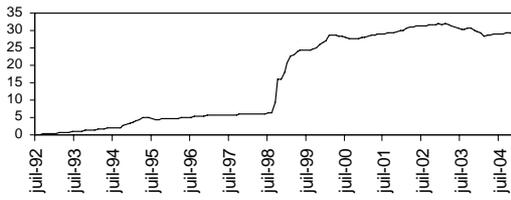
Mexique : Peso/\$



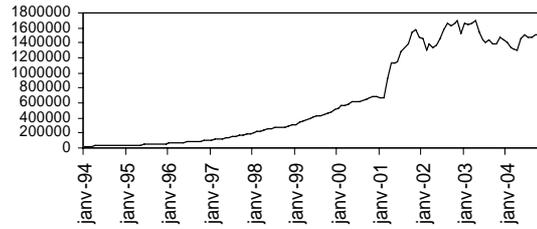
Pologne : Zloty/Euro



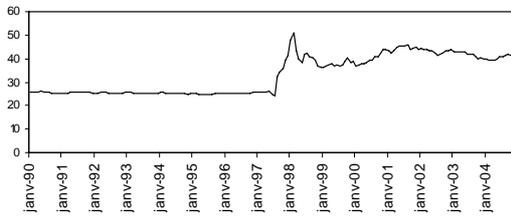
Russie : Rouble/\$



Turquie : Lire/\$



Thaïlande : Baht/\$



Pérou : Sol/\$

