

NI CHANGE FIXE, NI CHANGE FLEXIBLE¹

La crise mexicaine pose des questions sur la politique de change adéquate pour un pays émergent en phase de stabilisation : faut-il préférer un ancrage nominal externe par le taux de change, ou la flexibilité ? Depuis les années soixante-dix, cette dernière a, apparemment, gagné du terrain, puisque la moitié, environ, des pays du monde déclare adhérer à un régime de changes flexibles. Mais, si l'on examine les gestions monétaires de fait, une toute autre conclusion se dégage : le flottement libre n'a cessé de reculer au profit du rattachement à l'une des deux grandes références monétaires, le dollar et le mark. Le choix de la monnaie de rattachement est, en général, fonction de l'intensité des relations commerciales avec la zone correspondante, même si l'on note quelques exceptions frappantes. Au total le régionalisme monétaire a fortement progressé depuis quinze ans : 45% des importations des Etats-Unis proviennent de la zone dollar, 71% de celles des pays de la Communauté sont originaires de la zone monétaire européenne.

■ Choisir un régime de change

La récente crise du peso a été notamment attribuée à la politique de change du Mexique qui avait adopté un système de parité glissante vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. A l'inverse, le succès de la stabilisation argentine a été attribué, pour une large part, à la mise en place d'une politique de change fixe vis-à-vis du dollar. Vingt ans après la fin du régime de changes fixes de Bretton Woods, ces deux expériences témoignent de l'attrait et des risques d'une politique faisant jouer au taux de change un rôle d'ancrage nominal. Mais le choix d'une politique de change comporte en fait deux étapes. Il s'agit d'abord de sélectionner un régime de change : change flexible, avec ou sans interventions officielles, change fixe ou change glissant (crawling peg)², avec ou sans marges de fluctuations. Dans le cas d'un change fixe ou glissant, le second choix est celui de la monnaie ou du panier d'ancrage.

Le choix d'un régime de change résulte d'un arbitrage entre l'objectif de stabiliser les grandeurs nominales et celui de maintenir la

compétitivité externe³. Un taux de change nominal fixe et crédible permet de réduire l'inflation grâce à la stabilité des prix des produits importés et à la contrainte de compétitivité imposée aux producteurs nationaux. Dans les pays où la demande de monnaie est instable et ceux où la crédibilité de la banque centrale est faible —c'est le cas de beaucoup de pays dans lesquels la stabilisation est récente, en particulier de celui des pays en transition— l'ancrage externe est souvent considéré comme préférable à un ancrage interne. Cependant, un taux de change nominal fixe entraîne une dégradation continue de la compétitivité tant que le taux d'inflation demeure supérieur à celui des concurrents. Les autorités doivent donc arbitrer entre une appréciation réelle et des dévaluations périodiques qui remettent en cause l'efficacité de l'ancrage nominal lorsque les réalignements sont fréquents. Dans tous les cas, les autorités monétaires ont intérêt à définir leur politique de

1. La recherche dont ce texte est issu s'inscrit dans le cadre de deux projets du Cepii, l'un sur le régionalisme monétaire en Asie (en collaboration avec l'Association pour l'Union Monétaire Européenne) et l'autre sur les potentialités de l'écu comme monnaie internationale (avec le soutien de la Commission Européenne, DGII).

2. Dans un régime de change glissant, les autorités annoncent à l'avance un principe d'ajustement du taux de change nominal (en fonction des écarts d'inflation constatés et/ou prévus) et interviennent ensuite pour empêcher la parité de s'éloigner du niveau programmé. Il s'agit donc, schématiquement, d'un régime de taux de change nominal fixe à court terme qui, à long terme, se rapproche dans une mesure variable d'un régime de taux de change réel fixe.

3. voir M. Guitian (1992) : "The Choice of an Exchange Rate Regime", in R.C. Barth et C-H. Wong (eds.) : *Approaches to Exchange Rate Policy*, International Monetary Fund.

change par rapport à leurs partenaires commerciaux les plus importants, sauf si ces derniers souffrent d'une inflation telle qu'ils ne constituent pas un ancrage nominal efficace.

*En 1992, seules 26 monnaies sur 178
étaient en régime de change fixe
par rapport au dollar.*

Depuis la fin du système de Bretton Woods, bon nombre de pays ont abandonné les régimes de taux de change fixe, particulièrement par rapport au dollar ou au DTS (tableau 1). Dans le même temps, le nombre de monnaies en régime de parité glissante, de flottement géré ou de flottement libre a fortement augmenté en termes absolus, mais aussi en termes relatifs (compté-tenu de l'augmentation du nombre de pays membres). Pour ces pays, dont le nombre atteignait 78 à la fin de l'année 1992, le régime de change officiel ne renseigne pas sur la politique effectivement suivie. A quelle zone monétaire les pays en régime de flottement géré appartiennent-ils ?

■ Les zones monétaires de fait

La politique d'ancrage nominal d'un pays "k" est ici évaluée en comparant la volatilité des variations de son taux de change nominal par rapport au dollar, au mark et au yen par sous-périodes de cinq ans depuis 1974⁴. La monnaie de "k" est considérée comme appartenant à la zone

dollar si la volatilité de son taux de change est nettement plus faible par rapport au dollar que par rapport aux deux monnaies concurrentes (idem par rapport au mark et au yen, cf. encadré).

Le degré d'ancrage nominal est mesuré par l'écart-type des variations mensuelles du logarithme du taux de change. Cette volatilité, calculée par rapport à chaque devise de référence i , est notée σ_i . Les trois monnaies de référence sont le dollar, le yen et le deutsche mark, ce dernier représentant en fait le noyau du SME. L'étude des taux de change en variations, et non en niveaux, permet de considérer certains régimes de changes glissants comme des régimes d'ancrage nominal sur une monnaie ou un panier. On calcule la volatilité relative du taux de change par rapport à la monnaie i en rapportant la volatilité σ_i à la volatilité totale par rapport aux trois devises :

$$\lambda_i = \frac{\sigma_i}{(\sigma_S + \sigma_Y + \sigma_{DM})}$$
 La monnaie considérée est supposée appartenir à la zone d'ancrage i (dollar, mark ou yen) si λ_i est inférieur à 0,25. Si aucun λ_i n'est inférieur à 0,25, on conclut à l'absence d'ancrage nominal dans l'une des trois devises spécifiées (ce qui n'exclut pas un ancrage dans un panier de monnaies).

L'étude porte sur 111 monnaies (en plus des trois de référence) sur la période 1974-1993, par sous-périodes de cinq ans. Les taux de change sont des moyennes mensuelles extraites des *Statistiques Financières Internationales* du FMI.

Le yen ne constitue une monnaie d'ancrage pour aucun pays. En revanche, la zone "noyau SME", réduite à l'ensemble Allemagne-Belgique-Pays-Bas-Danemark sur la première sous-période (1974-1978), s'est progressivement étendue pour couvrir toute l'Europe de l'Ouest sur la dernière sous-période (1989-1993). Depuis l'abandon du régime de Bretton Woods, la zone dollar a décliné en Afrique et, dans une moindre mesure, au Moyen-Orient, mais elle s'est étendue en Asie, où elle regroupe désormais presque tous les pays. Plusieurs grands pays d'Amérique latine (Brésil, Venezuela) ont temporairement quitté la zone dollar au cours des années quatre-vingt, alors que le Mexique a, au contraire, rejoint cette zone pour la dernière sous-période. Enfin, la zone sans monnaie de rattachement comprend de moins en moins de pays de l'OCDE et d'Asie, mais de plus en plus de pays d'Afrique et du Moyen-Orient, le comportement de l'Amérique latine étant ambigu.

Tableau 1 - Les régimes de change des pays membres du FMI en 1978, 1983, 1988 et 1992 (nombre de monnaies par régime de change)

RÉGIMES DE CHANGE	1978	1983	1988	1992
<i>Fixité par rapport à une monnaie</i>				
dollar US	43	34	39	26
franc français	14	13	14	14
livre sterling	4	1	0	0
rouble	-	-	-	9
deutsche mark	0	0	0	2 ¹
autre monnaie ²	3	4	5	6
<i>Fixité par rapport à un panier</i>				
DTS	15	13	8	3
ECU ³	-	1	1	2
Autre panier	21	26	30	26
<i>Flexibilité limitée</i>				
serpent, puis système monétaire européen	4	7	7	8
autres parités fixes avec marges étroites de fluctuation	cf fixité	9	4	4
<i>Parités glissantes et flottement géré</i>				
Flottement libre	7 ⁴	29	27	30
	27 ⁵	9	17	48
TOTAL	138	146	152	178

1 Estonie, Croatie. 2. rand sud-africain, roupie indienne, peseta espagnole, lire italienne, escudo portugais et dollar australien. 3. Autriche (1983, 1988), Autriche et Chypre (1992). 4. parités glissantes seulement. 5. y compris flottement géré.

Source : FMI, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, divers numéros.

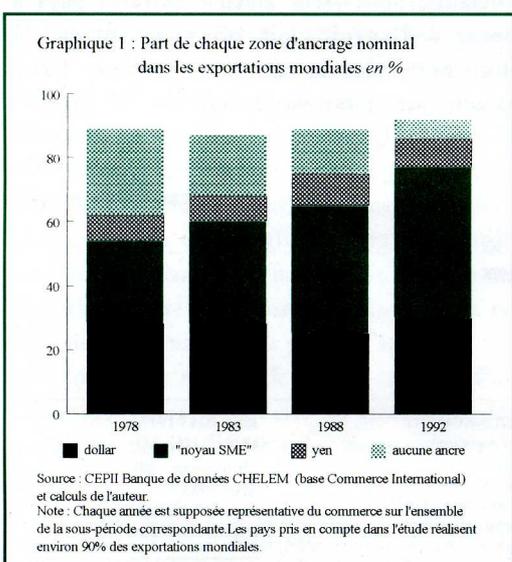
4. Le mark étant considéré comme représentatif d'un "noyau SME".

En fait, les monnaies très instables, dont la volatilité moyenne (par rapport aux trois devises de référence) dépasse 5% par mois, appartiennent toutes à la zone sans monnaie de rattachement, mais l'inverse n'est pas vrai : les monnaies sans ancre nominale n'ont pas forcément une volatilité supérieure à 5%.

*Le dollar n'a pas reculé
comme ancre de fait.*

Ainsi, la diminution du nombre de monnaies officiellement en régime de change fixe par rapport au dollar ne s'est pas traduite par un retrait massif du dollar comme ancre de fait : le poids de la zone dollar, mesuré en part des exportations mondiales, est demeuré à peu près stable (environ 30%) tout au long de la période d'étude, les pays asiatiques venant se substituer à des pays de l'OCDE dans cette zone monétaire de fait (graphique 1). En revanche, la part de la zone "noyau SME" s'est accrue de 26% en 1978 à 47% en 1992. Cette expansion est due à la fois à l'extension de cette zone et au dynamisme des échanges intra-communautaires. Enfin, la part des pays sans ancre nominale (ou ancrés dans un panier) dans les exportations mondiales a chuté de 27% en 1978 à 6% en 1992. Ce recul est dû au rattachement progressif de tous les pays d'Europe de l'Ouest à la zone "noyau SME" et au rattachement de l'Australie à la zone dollar sur la période 1989-1993.

Le recul officiel du régime de changes fixes par rapport au dollar au profit du régime de changes flexibles n'est donc pas confirmé par l'étude des



zones monétaires de fait. Au contraire, il semble que la part du dollar se soit maintenue, alors que le poids des monnaies sans ancre nominale n'a cessé de décroître au profit de la zone "noyau SME".

Zones de change et commerce international

Même si le sens de la causalité entre développement des échanges commerciaux et stabilisation des taux de change est a priori ambigu⁵, il est intéressant de comparer les choix opérés en matière d'ancrage nominal avec l'orientation du commerce extérieur de chaque pays (tableau 2). On remarque que les pays dont plus de la moitié des échanges se fait avec une zone particulière (Etats-Unis, Japon ou CE) se rattachent en général à cette zone monétaire⁶.

Lorsqu'il n'y a pas de commerce bilatéral privilégié avec l'une des trois zones de la Triade, le dollar reste l'ancre privilégiée.

En effet, lorsque moins de 50% des échanges sont effectués avec la CE, le mark ne s'impose jamais comme monnaie d'ancrage, même quand la CE demeure le principal partenaire. A l'opposé, les Etats-Unis n'ont pas besoin de figurer parmi les principaux partenaires commerciaux pour voir leur monnaie choisie comme ancre nominale, ce qui témoigne de la persistance du rôle international du dollar. Les cas les plus frappants sont ceux du Pakistan et de l'Indonésie, dont les monnaies sont ancrées sur le dollar alors que leurs principaux partenaires à l'exportation comme à l'importation sont, respectivement, la CE et le Japon.

La chute spectaculaire du dollar depuis 1985 (-44% par rapport au mark, -47% par rapport au yen entre 1985 et 1993) ne s'est accompagnée que d'une résorption partielle du déficit courant américain (-1,7% du Pib en 1993 contre -3% en 1985). Plusieurs explications ont été apportées à ce phénomène, comme la persistance d'un fort déficit public aux Etats-Unis ou la contraction des marges des exportateurs asiatiques ou européens. En amont de ces arguments, il est utile d'examiner par rapport à quelles monnaies le dollar s'est déprécié. En 1992, 45% des importations américaines provenaient de pays appartenant à la zone dollar⁷. Ainsi, une dépréciation du dollar par rapport au mark et au

5. J.A. Frankel et S.J. Wei (1993) : "Trade blocs and currency blocs", NBER Working paper, n°4335, avril.

6. Les seules exceptions sont l'Algérie (dont les exportations sont constituées pour 31% de pétrole brut) et les pays d'Europe centrale et orientale, pour lesquels la période d'observation (1989-1993) est marquée par une rupture.

7. Source : CEPII Banque de données CHELEM.

Tableau 2 - Gestion du taux de change et orientation des échanges commerciaux en 1991

PAYS ou ZONES	ANCRAGE NOMINAL	PRINCIPAUX PARTENAIRES	
		à l'importation	à l'exportation
<i>Europe</i>			
CE non méridionale + Autriche	SME	CE	CE
Italie, Espagne, Grèce	SME	CE	CE
Scandinavie (hors Danemark)	SME	CE	CE
Suisse	SME	CE	CE
<i>Autres OCDE</i>			
Turquie	aucun	CE	CE
Canada	dollar	Etats-Unis	Etats-Unis
Australie	dollar	Etats-Unis	Japon
<i>Amérique latine</i>			
Argentine	aucun	CE	CE
Bésil	aucun	E.U./CE	CE/E.U.
Chili	dollar	E.U./CE	CE
Colombie	dollar	E.U./CE	E.U./CE
Mexique	dollar	Etats-Unis	Etats-Unis
Pérou	aucun	E.U./CE	CE/E.U.
Equateur	aucun	Etats-Unis	Etats-Unis
Vénézuéla	aucun	Etats-Unis	Etats-Unis
<i>Asie</i>			
Inde	aucun	CE	CE
Indonésie	dollar	Japon	Japon
Pakistan	dollar	CE	CE
Chine	dollar	Japon	Etats-Unis
Malaisie, Philippines, Thaïlande	dollar	Japon	E.U./Japon/CE
Corée, Singapour	dollar	Japon	Etats-Unis
<i>Afrique</i>			
Maroc	SME	CE	CE
Tunisie	SME	CE	CE
Algérie	aucun	CE	CE
<i>Moyen-Orient</i>			
Egypte	aucun	CE/E.U.	CE
Israël	aucun	Etats-Unis	CE/E.U.
Golfe	dollar	CE	CE/Japon
<i>Europe centrale et orientale</i>			
Hongrie	aucun	CE	CE
Pologne, Roumanie	aucun	CE	CE

Sources : CEPII Banque de données CHELEM et calculs de l'auteur.
En gras : partenaires comptant pour au moins 50% dans les échanges.
En italique : partenaires comptant pour 20 à 50% (par ordre décroissant d'importance).

yen affecte à peine plus de la moitié des importations américaines. Parallèlement, 71% des importations des pays de la Communauté européenne avaient pour origine des pays de la zone mark en 1992. On comprend que les pays de la Communauté européenne se préoccupent davantage de leurs taux de change réciproques que de leurs parités vis-à-vis du dollar. Cette situation s'est renforcée depuis quinze ans : en

des afflux de capitaux ou la prise en compte de plusieurs échecs de régimes de changes fixes ou glissants, pourraient amener certains pays à opter à l'avenir soit pour davantage de flottement, soit, au contraire, pour une fixité garantie par un *currency board*.

Agnès Bénassy-Quéré

8. Les pourcentages relatifs aux exportations sont comparables, aussi bien en 1978 qu'en 1992.

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (1) 48 42 64 64
Fax : 33 (1) 48 42 59 12

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION

Jean Pisani-Ferry

RÉDACTEUR EN CHEF

Jean Pisani-Ferry

CONCEPTION GRAPHIQUE

Pierre Dusser

RÉALISATION

Annick Hutteau

DIFFUSION

La Documentation française.

ABONNEMENT

(11 numéros)
France 275 F
Europe 330 F
Hors Europe 370 F
(envoi par avion)

Commande adressée à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD

1^{er} trimestre 1995

Mars 1995

Imp. SNLIR-IVRY

Imprimé en France.

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