

EXCHANGE RATE FLEXIBILITY ACROSS FINANCIAL CRISES

Virginie Coudert, Cécile Couharde and Valérie Mignon

NON-TECHNICAL SUMMARY

Most currencies in the world are more or less linked to the dollar or the euro, even if very few of them have strictly fixed exchange rates. Up to now, the use of the euro as an anchor currency has been confined to Europe, its immediate vicinity and some African countries, leaving the rest of the world to the US dollar influence. The long-lasting prevalence of the US dollar as an anchor currency has however been more and more challenged for several years and some evolution has begun to take shape, especially since the start of the present financial crisis. Many countries have loosened the link of their currency to the US dollar in the global financial crisis that started in July 2007, a fact that may be explained by relying on the literature on contagion across markets.

Spillovers from advanced financial markets to currencies in emerging countries stem from the same causes documented in the literature on contagion, such as the drying-up of investors' liquidity, the rise in risk aversion, and the updating of their risk assessments. Consequently, interdependencies across currencies are likely to be exacerbated during crisis periods.

In this paper, we try to address these issues by answering the following questions: (i) Have exchange rate policies been modified in the sense of a greater flexibility since the start of the financial turmoil in July 2007? (ii) Is this evolution in line with what happened during previous crises? More generally, we aim at investigating the linkages between currency markets in emerging countries and financial market strains in the global economy. We expect that the co-movements between these two types of markets are exacerbated in episodes of financial turmoil.

To check these hypotheses more precisely, we start by measuring the exchange rate policies by their degree of flexibility, which itself is proxied by the volatility of the exchange rates for a sample of emerging countries. Then, we study the relationships between currency flexibility and various proxies for stress on global financial markets. We introduce the possibility of non-

FLEXIBILITE DES TAUX DE CHANGE AU COURS DES CRISES FINANCIERES

Virginie Coudert, Cécile Couharde et Valérie Mignon

RESUME NON TECHNIQUE

La plupart des devises dans le monde sont plus ou moins étroitement ancrées au dollar ou à l'euro, même si très peu d'entre elles reposent sur un système de taux de change fixe. Le choix de l'euro comme monnaie d'ancrage reste actuellement confiné aux pays européens de proximité immédiate et à certains pays d'Afrique, le dollar conservant ainsi une large part de son leadership dans le reste du monde. Pourtant, dans un grand nombre de cas, l'ancrage au dollar a été rompu depuis la crise financière qui a démarré en juillet 2007.

L'assèchement de la liquidité et la réévaluation du risque de la part des investisseurs se sont traduits par des tensions se manifestant d'abord sur les marchés financiers des pays industrialisés ; elles ont ensuite atteint les devises des pays émergents suivant un phénomène de contagion bien décrit dans la littérature. Cette contagion expliquerait la similitude observée dans les évolutions d'un certain nombre de devises émergentes.

Dans cet article, nous cherchons à répondre aux questions suivantes : (i) les politiques de change ont-elles été modifiées dans le sens d'une plus grande flexibilité des devises depuis le début de la crise financière de juillet 2007 ? (ii) Cette évolution est-elle semblable aux phénomènes constatés lors des crises précédentes ? De façon plus générale, nous étudions les liens entre les marchés des changes des pays émergents et les tensions sur les marchés financiers des économies développées, en analysant si les co-mouvements entre ces deux types de marchés sont plus forts durant les périodes de crise financière.

Afin de tester ces hypothèses, nous mesurons les politiques de change par leur degré de flexibilité, lui-même approximé par la volatilité des taux de change pour un ensemble de pays émergents. Nous étudions ensuite les relations entre la flexibilité des taux de change et diverses mesures de tension sur les marchés financiers mondiaux. Nous testons en particulier l'existence de non linéarités en estimant des modèles à changement de régime (STR) sur un échantillon de

21 pays émergents sur la période allant de janvier 1994 à septembre 2009. Les résultats obtenus confirment que la flexibilité des taux de change augmente plus que proportionnellement avec le degré de tension sur les marchés financiers pour la plupart des pays de notre échantillon. Nous mettons également en évidence des effets de contagion régionale entre les marchés des changes des pays appartenant à une même zone géographique.

Classification JEL : F31, G15, C22.

Mots clés : crises financières, ancrage au dollar, effets de contagion, non-linéarité.

linearities by running smooth transition regressions (STR) over a sample of 21 emerging countries from January 1994 to September 2009. The results confirm that exchange rate flexibility does increase more than proportionally with the global financial stress, for most countries in the sample. We also evidence regional contagion effects spreading from one emerging currency to other currencies in the neighboring area.

JEL Classification: F31, G15, C22.

Key Words: Financial crises, dollar pegs, contagion effects, nonlinearity.