

Une bipolarisation persistante

Quelques pays abandonnent leur régime de change intermédiaire, mais la tendance n'est pas aussi nette qu'on pourrait le croire

Andrea Bubula et Inci Otker-Robe

LES GRANDES crises monétaires des dix dernières années ont poussé de nombreux observateurs à associer les régimes de parité fixe, en particulier les ancrages souples, à une prédisposition aux crises. Qu'il s'agisse des turbulences au sein du mécanisme de change européen en 1992-93 ou des crises au Mexique (1994), en Asie (1997), en Russie (1998), au Brésil (1998), en Équateur (1999) et en Turquie (2001), un régime de parité fixe ou de flottement strictement contrôlé était en place avant la crise. L'intensité et la portée des crises, souvent accompagnées d'un effondrement du système bancaire et de l'activité économique, ont été écrasantes. En conséquence, l'idée selon laquelle les régimes intermédiaires qui se situent entre les ancrages fixes et les flottements — à savoir les ancrages souples et les flottements fortement contrôlés (graphique 1) — ne peuvent être viables sur de longues périodes, notamment dans des économies très ouvertes aux flux de capitaux internationaux, emporte une adhésion de plus en plus large.

Ceux qui embrassent cette théorie «bipolaire» des régimes de change — dont l'un des pionniers fut Stanley Fischer, ancien Premier Directeur général adjoint du FMI — estiment que le niveau actuel d'intégration des marchés de capitaux ne permet pas de soutenir des parités fixes à moins que les pays ne s'en-

gagent irrévocablement à défendre la parité et soient prêts à l'appuyer avec les politiques et institutions nécessaires (comme dans des ancrages fixes). La seule autre solution est le flottement, qui permet d'acquérir une plus grande autonomie monétaire et de limiter les flux de capitaux spéculatifs qui suivent souvent des taux de change très prévisibles. Les partisans de la théorie bipolaire affirment aussi que les pays abandonnent des régimes intermédiaires prédisposés aux crises.

Cependant, la théorie bipolaire est contestée pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le régime de change qui est appliqué (régime de fait) diffère souvent de celui qui est annoncé officiellement (régime de droit), si bien que l'on peut s'interroger sur la réalité de la tendance à l'abandon des régimes intermédiaires (Calvo and Reinhart, 2000). Par ailleurs, les régimes situés aux extrémités (par opposition au milieu) de la gamme des régimes peuvent aussi être mis sous pression par le marché, comme en témoignent l'effondrement de la caisse d'émission argentine fin 2001 ou les problèmes du flottement libre sur le marché monétaire brésilien en 2001, entre autres. Enfin, aucune donnée empirique solide ne confirme que les régimes intermédiaires finiront par disparaître (Masson, 2001). Notant qu'aucun régime ne convient à tous les pays à tout moment, certains observateurs

Graphique 1

Classification des régimes de change

Régimes fixes

Ancrages fixes : la parité irrévocable est soutenue par des engagements institutionnels et opérationnels stricts (dollarisation officielle, unions monétaires et caisses d'émission).

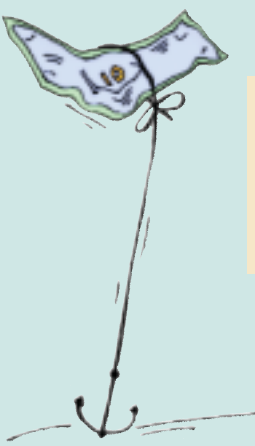
Régimes intermédiaires

Ancrages souples : les autorités cherchent à défendre une valeur ou un sentier prédéterminés du taux de change sans engagement institutionnel à axer totalement la politique monétaire sur l'objectif unique du maintien de la parité (régimes conventionnels de parité fixe vis-à-vis d'une monnaie unique ou d'un panier de monnaies, bandes horizontales, parités mobiles et bandes de fluctuation mobiles).

Régimes flottants

Flottements strictement contrôlés : les autorités s'efforcent de préserver la stabilité du taux de change en suivant de près ses fluctuations et en intervenant sur le marché, mais sans s'attacher à une valeur ni à un sentier prédéterminés.

Autres flottements : flottements indépendants et contrôlés (mais pas strictement).



préconisent donc un rôle permanent pour les régimes intermédiaires (par exemple Frankel, 1999).

Mais si le régime de change était caractérisé sur la base de la politique effectivement menée, et non de la politique officielle, la théorie bipolaire tiendrait-elle encore? Nous avons étudié la fréquence des crises monétaires dans le cadre de divers régimes de change pendant la période 1990–2001, et nous avons vérifié si les pays ont effectivement adopté des régimes moins prédisposés aux crises. Notre analyse est fondée sur une série de données relatives aux régimes de fait d'un grand nombre de pays membres du FMI (voir encadré), en supposant qu'il est essentiel de bien caractériser les régimes effectivement appliqués pour évaluer précisément leur évolution et leur prédisposition aux crises. Par exemple, le fait de ne pas reconnaître qu'un pays applique peut-être de manière informelle une parité fixe tout en déclarant officiellement qu'il laisse flotter sa monnaie peut amener à conclure de manière trompeuse que les régimes de change s'assouplissent ou que les régimes flottants sont aussi prédisposés aux crises que les régimes fixes lorsque la monnaie subit la pression de spéculateurs.

Prédisposition aux crises

Quels régimes sont plus prédisposés aux crises? Après avoir examiné les régimes de change de fait de plus de 150 pays, nous avons noté que les régimes de parité fixe (ancrage fixe ou souple) sont plus prédisposés aux crises que les régimes de flottement (indépendant ou dirigé), en particulier pour les pays qui sont plus intégrés aux marchés internationaux. En moyenne, dans près de trois quarts des crises de la période de douze ans considérée, il s'agit d'un régime de parité fixe, et la fréquence des crises est plus élevée pour les régimes de parité fixe que pour les régimes de flottement (voir tableau). Pour le groupe de pays en développement relativement fermés aux marchés financiers (pays non émergents), les flottements sont autant prédisposés aux crises que les parités fixes.

Sur la même période, les régimes intermédiaires ont aussi été plus prédisposés aux crises que les deux régimes extrêmes parmi tous les groupes de pays (voir tableau et graphique 2). En fait, la probabilité d'une crise dans un régime intermédiaire est environ trois fois plus élevée que dans un ancrage fixe, tant pour l'ensemble des pays que pour les pays non émergents, et près de cinq fois plus élevée pour le groupe des pays développés et des pays émergents. Les régimes intermédiaires sont aussi plus sujets aux crises que les autres régimes flottants parmi tous les groupes de pays. Pour ce qui est des deux régimes extrêmes, les crises sont moins fréquentes dans les ancrages fixes, mais pour le groupe des pays développés et

des pays émergents, on ne peut exclure que la prédisposition aux crises soit la même pour les deux types de régime.

Mais est-il possible que nos résultats tiennent essentiellement à notre classification des régimes de fait? Les observations sur la prédisposition aux crises des régimes fixes et intermédiaires semblent plus ou moins conformes à celles d'une étude récente (Rogoff and others, 2003) qui utilise une autre base de données sur les régimes de fait (Reinhart and Rogoff, 2004). Cette étude établit une catégorie de régimes distincte pour les périodes de fortes tensions macroéconomiques, quel que soit le régime monétaire appliqué, et classe les régimes uniquement sur la base de l'évolution des taux de change officiels ou parallèles (peu importe que le marché parallèle soit reconnu officiellement ou toléré). Il en ressort que, dans les pays émergents, le risque de crise monétaire a été bien plus élevé pour les ancrages et les régimes prévoyant une flexibilité limitée dans les années 90.

L'adoption d'un régime intermédiaire pourrait-elle être le signal qu'une crise est sur le point d'éclater? Ce «biais d'endogénéité» est inhérent à toute tentative de comparaison de la tenue des régimes de change. Cependant, la forme la plus évidente d'un tel biais n'apparaît pas dans l'échantillon dans la mesure où peu de pays appliquant un régime intermédiaire ont adopté ce régime avant une crise : dans seulement 2 des 143 crises qui impliquaient un régime intermédiaire, ce régime avait été appliqué pendant moins d'un an avant la crise, et dans 12 d'entre eux, pendant moins de deux ans avant la crise.

Fréquence des crises

Les régimes fixes sont plus prédisposés aux crises de change que les régimes flottants, et les régimes intermédiaires sont plus prédisposés aux crises que les régimes fixes et les régimes flottants¹.

	Part des crises dans chaque catégorie (pourcentage du total)		Part dans tous les régimes	
		Fréquence des crises ²	1990	2001
Tous les pays				
Tous les régimes fixes	73,0	1,09	79,9	55,9
Tous les régimes flottants	27,0	0,79	20,1	44,1
Ancrages fixes	7,1	0,41	15,7	25,8
Régimes intermédiaires	73,0	1,30	69,2	38,7
Autres régimes flottants	19,9	0,72	15,1	35,5
Pays émergents et pays développés				
Tous les régimes fixes	73,5	1,10	71,7	48,2
Tous les régimes flottants	26,5	0,61	28,3	51,8
Ancrages fixes	2,9	0,28	3,8	32,1
Régimes intermédiaires	79,4	1,21	75,5	21,4
Autres régimes flottants	17,6	0,52	20,8	46,4
Pays en développement non émergents				
Tous les régimes fixes	72,7	1,09	84,0	59,3
Tous les régimes flottants	27,3	0,92	16,0	40,7
Ancrages fixes	9,4	0,44	21,7	23,1
Régimes intermédiaires	69,5	1,36	66,0	46,2
Autres régimes flottants	21,1	0,88	12,3	30,8

Source : estimations des auteurs.

¹Les définitions des pays développés et des pays en développement correspondent à celles de *International Financial Statistics* du FMI. La liste des pays à marché émergent combine les pays inclus dans Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) et l'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI), à quelques exceptions près : la Grèce est incluse dans le groupe des pays développés, et Singapour et la RAS de Hong Kong sont incluses dans le groupe des pays à marché émergent. Voir le graphique 1 pour les définitions des différentes catégories de régimes.

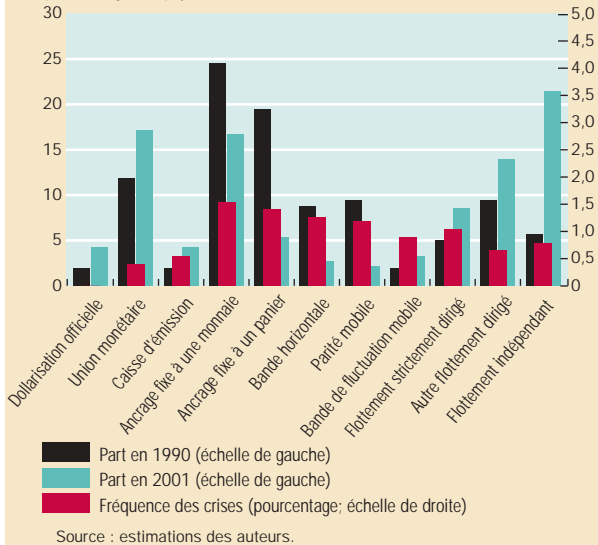
²Pour calculer la fréquence des crises dans chaque type de régime, on établit le ratio du nombre de crises au nombre d'observations où le régime en question était en vigueur sur la période couverte par l'échantillon. Pour recenser les crises, on calcule pour chaque pays un indice des tensions sur le marché des changes, qui est une moyenne pondérée des variations mensuelles des taux de change nominaux vis-à-vis de la monnaie d'ancrage et des variations mensuelles des taux d'intérêt à court terme. Les périodes pendant lesquelles l'indice dépasse la valeur médiane de l'échantillon de 3 écarts types au moins sont considérées comme des périodes de crise. Les coefficients de pondération sont établis de manière à égaliser la variation de chaque composante de l'indice au sein de l'échantillon.

Graphique 2

L'attrait des extrêmes

Les pays abandonnent des régimes prédisposés aux crises pour adopter des régimes soit plus fixes, soit plus souples.

(pourcentage des pays membres du FMI)



Si ces observations étayaient globalement la théorie bipolaire, ce n'est pas sans équivoque. Certes, la fréquence des crises est bien plus élevée pour des régimes intermédiaires que pour les deux régimes extrêmes. Dans le même temps, les régimes extrêmes ne sont pas non plus exempts de crise. Il est souvent arrivé à des régimes flottants de subir la pression des marchés, notamment dans le cas du rand sud-africain (1998 et 2001), de la lire italienne (1995) et du dollar canadien (1992). Les ancrages fixes sont eux aussi attaqués : l'effondrement de la caisse d'émission argentine (2001), les pressions des spéculateurs sur la caisse d'émission de la RAS de Hong Kong (1998) et la dévaluation du franc CFA dans le cadre d'une union monétaire en 1994 en sont des exemples. Cependant, il est à noter que les crises sont bien plus fréquentes dans les formes les plus rigides d'ancrage souple (régimes conventionnels de parité fixe par rapport à une monnaie unique) que dans les ancrages fixes (caisses d'émission).

Évolution des régimes

Les pays se tournent-ils vers des régimes moins prédisposés aux crises? L'évolution des régimes de fait entre 1990 et 2001 correspond plus ou moins aux caractéristiques des divers régimes en matière de vulnérabilité aux crises : il est évident que les pays se sont tournés vers des régimes moins prédisposés aux crises. Si, fin 2001, plus de la moitié des pays appliquait encore un taux fixe, sous des formes diverses, le nombre de ces régimes a baissé notablement (ils représentaient environ 80 % du total en 1990) et leur composition a nettement changé, les ancrages souples prédisposés aux crises étant remplacés par des ancrages fixes moins sujets aux crises (leur part a plus que doublé). En d'autres termes, les pays ont abandonné des régimes intermédiaires plus vulnérables aux crises en faveur soit d'une plus

grande flexibilité, soit d'une plus grande fixité, la proportion des régimes intermédiaires ayant baissé de 30 points de pourcentage sur les dix dernières années pour l'ensemble des pays (voir tableau). Ce fléchissement a été plus marqué dans les pays développés et les pays émergents (environ 50 points), alors que de nombreux pays en développement non émergents continuent d'appliquer de tels régimes.

L'assouplissement des régimes s'est produit en partie sous la contrainte (par exemple au Brésil, en Corée, en Indonésie, au Mexique, en Russie, en Thaïlande et en Turquie), alors que, dans d'autres pays, la transition — qui faisait partie d'une stratégie délibérée visant à acquérir de l'autonomie monétaire pour gérer les flux de capitaux et à faire du ciblage de l'inflation le seul objectif de la politique monétaire (Chili et Pologne, par exemple) — a été plus ordonnée. Plusieurs pays ont adopté une démarche opposée, en abandonnant partiellement ou totalement leur autonomie monétaire, dans l'espoir d'accroître la crédibilité de leur action (par exemple la Bulgarie, El Salvador et l'Équateur) ou dans le cadre d'un effort de longue haleine d'intégration politique et économique (zone euro).

Tous les types de régime intermédiaire ne sont pas tombés en disgrâce au même rythme. Quelques pays ont adopté un régime intermédiaire plus flexible afin de réduire au minimum les arbitrages potentiels entre des objectifs rivaux dans un contexte caractérisé par une forte mobilité des capitaux. Les parités mobiles, qui se sont avérées aussi les régimes intermédiaires les moins prédisposés aux crises, ont offert aux pays une plus grande souplesse pour gérer les flux de capitaux et éviter de sérieux désalignements des taux de change, tout en conservant, dans une certaine mesure, le rôle d'ancrage du taux de change avec une trajectoire régulière de minidévaluations. La part des flottements strictement contrôlés a progressé aussi, les autorités cherchant à conserver le rôle d'ancrage du taux de change sans s'engager à atteindre un objectif spécifique.

Implications pratiques

En conclusion, notre étude étaye de manière générale la théorie bipolaire. Il ressort de nos observations que les pays ont effectivement abandonné des régimes intermédiaires prédisposés aux crises pour adopter des régimes moins sujets aux crises. Cela signifie-t-il que les régimes intermédiaires devraient et finiront par disparaître? Pas vraiment.

Une analyse des probabilités de transition entre ancrages fixes, régimes intermédiaires et flottements sur la période 1990–2001 ne fournit aucune preuve solide que les régimes intermédiaires finiront par disparaître; en supposant qu'il n'y aura pas de changement structurel dans le système, on peut s'attendre à ce que ces régimes continuent d'exister à long terme. Par ailleurs, il semble y avoir un ajustement dans l'échantillon, indiquant que la polarisation observée est peut-être due au fait que, plus tard dans la décennie, il y avait moins de chances que les pays abandonnent l'un des deux régimes extrêmes pour revenir à un régime intermédiaire. Il faudra donc obtenir des données sur l'évolution future des régimes avant de pouvoir annoncer la victoire de la théorie bipolaire.

Par ailleurs, les régimes extrêmes eux-mêmes ne sont pas totalement à l'abri des pressions. Dans de nombreux cas, les pays s'en sont tirés sans changer de régime (par exemple la caisse

d'émission de la RAS de Hong Kong en 1998). Rarement, ils sont passés d'un extrême à l'autre (abandon de la caisse d'émission en faveur d'un flottage en Argentine, ou dollarisation intégrale en Équateur après le flottage de la parité mobile) ou ils ont adopté un régime intermédiaire lorsqu'ils ne pouvaient plus ignorer les fluctuations du taux de change (retour de la Malaisie à un taux fixe en 1998 après le flottage adopté en 1997).

Plus fondamentalement, la fréquence des crises et la durabilité des régimes ne peuvent s'expliquer uniquement par le régime monétaire en vigueur dans un pays. Certes, certains aspects des régimes existants ont contribué aux crises des dix dernières années (par exemple le choix d'un «mauvais» ancrage qui ne reflète pas exactement la structure des échanges commerciaux, ou la forte prévisibilité du taux de change qui attire des flux de capitaux spéculatifs, facilement réversibles). Mais les différences de durabilité des régimes peuvent en général s'expliquer par des incohérences entre la politique de change et les politiques macroéconomiques d'accompagnement, ce qui semble indiquer qu'une politique éco-

nomique avisée et des réformes structurelles visant à atténuer les éventuelles conséquences négatives d'un régime fixe demeurent la meilleure protection contre un changement de régime sous la contrainte d'une crise.

Il est à noter aussi que les différences dans la prédisposition aux crises des différents régimes ne sont pas telles qu'il faille

«Il faudra obtenir des données sur l'évolution future des régimes avant de pouvoir annoncer la victoire de la théorie bipolaire.»

considérer que d'autres facteurs ne comptent pas au moment d'établir la politique de change. En général, de nombreux facteurs influent sur le choix d'un régime monétaire, notamment les caractéristiques structurelles du pays, ainsi que des considérations à court terme ou opérationnelles. En dépit de leur prédisposition aux crises, les régimes fixes restent peut-être la meilleure option pour un pays ayant besoin de procéder à une désinflation rapide ou ayant des relations économiques, politiques et financières étroites avec le pays à la monnaie duquel il rattache sa monnaie. De la même manière, l'absence d'un marché des capitaux développé et actif ainsi qu'une capacité d'exécution limitée rendent peut-être un régime de flottage impraticable pour de nombreux pays en développement. ■

Andrea Bubula est chargé de cours en économie et en affaires internationales à l'université Columbia. Inci Otker-Robe est Chef de division adjoint au Département des systèmes monétaires et financiers du FMI.

Classer les régimes de change

Il n'est pas futile de bien caractériser les régimes de change effectifs. Pendant longtemps, les études empiriques des taux de change se fondaient sur un système du FMI qui classait (de 1975 à 1998) les régimes en fonction de l'annonce officielle des autorités. Cette classification de droit présentait de nombreuses faiblesses, la plus importante étant qu'il y avait souvent des différences notables entre ce que les pays prétendaient faire et ce qu'ils faisaient en réalité. Certains déclaraient appliquer un régime de parité fixe, mais procédaient fréquemment à des dévaluations pour maintenir leur compétitivité, ce qui les rapprochait d'un régime flexible. D'autres annonçaient un régime flottant, mais ancrèrent leur monnaie à une autre ou la maintenaient sur une trajectoire prédéterminée. Cette divergence entre les classifications de droit et de fait a réduit la transparence de la politique de change, compliquant ainsi la surveillance des pays membres et remettant en question l'assouplissement des régimes tel qu'il avait été interprété.

En conséquence, le FMI a abandonné son système de classification de droit en 1999 pour classer dorénavant le régime de change d'un pays sur la base de sa politique de fait (FMI, 1999). Il utilise à la fois des analyses quantitatives et qualitatives, en complétant les informations disponibles sur la politique de change et la politique monétaire des pays par une analyse de l'évolution observée des réserves ou des taux de change sur le marché officiel ou secondaire (ce dernier n'étant utilisé que si le marché est dominant et reconnu officiellement). Cette classification établit une distinction entre différents types de régimes de parité fixe, allant de diverses formes d'ancrages fixes à différents types d'ancrages souples. Pour la présente étude, nous avons fait remonter ce système jusqu'en 1990 sur une base mensuelle en utilisant la même méthode, et nous avons révisé certaines données ultérieures à 1999 sur la base d'informations supplémentaires.

Cet article s'inspire de deux publications des auteurs : «The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From de Facto Policies», IMF Working Paper 02/155 (Washington: International Monetary Fund) et «Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?», IMF Working Paper 03/223 (Washington: International Monetary Fund).

Bibliographie :

Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2000, "Fear of Floating," NBER Working Paper 7993 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Fischer, Stanley, 2001, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Distinguished Lecture on Economics in Government*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15 (Spring), p. 3-24.

Fonds monétaire international, 1999, "Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues," *World Economic and Financial Surveys (Washington: International Monetary Fund)*.

Frankel, Jeffrey, 1999, "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times," *Essays in International Finance*, No. 215 (Princeton: Princeton University Press).

Masson, Paul R., 2001, "Exchange Rate Regime Transitions," *Journal of Development Economics*, Vol. 64 (April), p. 571-86.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, à paraître.

Rogoff, Kenneth and others, 2003, "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes," *IMF Working Paper 03/243 (Washington: International Monetary Fund)*.