

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

La leçon des expériences récentes

Hanen Gharbi *

Doctorante au CREFED-Paris IX-Dauphine

Après les crises monétaires des années 1990, les pays émergents se sont ralliés à la flexibilité du taux de change. Celle-ci est-elle effectivement mise en pratique? Ces pays ont-ils définitivement abandonné la gestion de leur taux de change ou s'agit-il en fait d'une gestion déguisée? L'analyse des politiques de change d'un groupe de pays émergents récemment passés au flottement montre que, malgré les déclarations officielles, la gestion du taux de change reste le système de change dominant. La flexibilité de leur taux de change a certes augmenté après leur passage au flottement, mais leur système est plus proche du flottement géré que du flottement libre officiellement annoncé. Très ouverts aux marchés internationaux de capitaux, les pays émergents sont condamnés à la flexibilité de leur taux de change, mais, souvent, leur tendance à l'inflation, la dollarisation de leur dette (le péché originel) ou la fragilité de leur système bancaire les obligent à la gestion. Aussi n'ont-ils d'autre choix que de se déclarer en flottement et de continuer à gérer de facto leur 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. Avec la généralisation des stratégies de ciblage d'inflation parmi les pays émergents, le débat ne porte plus sur le régime de change optimal, mais sur la politique monétaire optimale. Dans un régime de flottement, même si elle prétend viser un ciblage de l'inflation, la politique monétaire d'un pays émergent doit tenir compte des évolutions du taux de change.

* Je remercie Henri Sterdyniak, qui m'a fait bénéficier de ses conseils pour la réalisation de cet article. Je remercie également Sandrine Levasseur et Christine Riffart pour leurs précieuses remarques.

gharbi_hanen@yahoo.com.

■ Hanen Gharbi

Les pays émergents¹ réexaminent le choix de leur régime de change après chaque crise monétaire majeure. Ainsi, au début des années 1970, après l'effondrement du système de Bretton Woods, les mots clefs étaient-ils flexibilité et indépendance de la politique monétaire. L'explosion de l'inflation dans les années 1980 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 1990, l'inflation n'est plus un problème majeur dans la plupart des pays; l'avantage de crédibilité des changes fixes a perdu de son importance. Pour de nombreux pays d'Asie, engagés dans des stratégies de développement par la promotion des exportations, le risque majeur devient celui de l'appréciation. Par ailleurs, le débat a pris de nouveaux aspects avec la libéralisation des mouvements de capitaux: risque moral, robustesse du système financier, fragilité face aux attaques spéculatives, ...

À 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 totalement libre et le rattachement institutionnellement rigide sont instables. Selon cette théorie du *milieu instable*, la globalisation financière devrait faire disparaître les régimes intermédiaires au profit des « solutions en coin » de flottement libre et de rattachement rigide. Le débat semblait clos jusqu'à la crise argentine (2002) qui a montré les effets pervers du rattachement rigide. Aussi le débat a-t-il rebondi sur l'importance de la flexibilité et sur la nécessité de remplacer 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 *de jure* se vérifie *de facto*. Les pays émergents ont-ils abandonné la gestion de leur taux de change ou s'agit-il d'un simple changement d'une politique de gestion annoncée vers une gestion déguisée? Ont-ils réellement appliqué un ciblage *strict* d'inflation, 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 discute leurs avantages par rapport aux régimes fixe et flexible. La section II expose la thèse de l'instabilité des régimes intermédiaires: les récentes expériences montrent que les régimes de

1. Nous nommerons ainsi les pays à revenu intermédiaire, en croissance rapide, qui s'insèrent progressivement dans les marchés internationaux, commerciaux et financiers.

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 récemment 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*. La stratégie de compétitivité des pays asiatiques s'est transformée en *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 guère d'autre choix que de se déclarer en flottement et de continuer à gérer *de facto* leur taux de change. Très ouverts aux marchés internationaux de capitaux, ces pays sont condamnés à la flexibilité de leur taux de change, mais, souvent, leur tendance à l'inflation, la dollarisation de leur dette ou la fragilité de leur système bancaire les condamnent à la gestion.

I. Régimes de change gérés: crédibilité versus flexibilité

La gamme des régimes de change comporte 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 FMI² regroupe essentiellement en cinq catégories: le taux de change fixe mais ajustable, les bandes de fluctuations, le change glissant, les bandes glissantes et le flottement géré (encadré 1). Comme pour toute classification, certains cas sont ambigus: le franc CFA est-il une monnaie liée strictement à l'euro? Quel degré d'intervention fait passer du flottement pur ou flottement géré?

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

1. Classification des régimes de changes selon le 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 telles 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 $\pm 1\%$. 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 (supérieure à $\pm 1\%$) 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 (règle dite de maintien des Parités de Pouvoir d'Achat relatives), 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 $\pm 1\%$) 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 au moyen d'une intervention active sans spécifier ou 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 les variations du taux de change et à 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.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

Parmi les *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 sa 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 a différents objectifs.

— **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 et éviter les désajustements trop importants. Le lissage est l'objectif le plus fréquemment avancé par les banques centrales pour décrire leur politique de change, même si celle-ci poursuit d'autres buts. Très répandu, ce type d'intervention peut être compatible avec le 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).

— **Le glissement du taux de change nominal.** Les autorités monétaires font glisser le taux de change nominal par de faibles 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 afin de faire baisser les anticipations inflationnistes. 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 1970 par les pays en développement à inflation élevée notamment en Amérique latine. Il a été adopté par la Pologne et la Hongrie dans les années 1990.

Le glissement est *passif* (ou *adaptatif*) quand l'ajustement du taux de change nominal accommode totalement le différentiel d'inflation passé. Cette règle de Parité de pouvoir d'achat (PPA) relative vise à

■ Hanen Gharbi

maintenir le taux de change réel constant. Le but est d'éviter qu'une inflation élevée ne provoque une surévaluation réelle et une perte de compétitivité. Rendant l'inflation indolore, cette stratégie fait anticiper son maintien, ou même son accélération. C'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 même, 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 leur 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 résultant de chocs exogènes. Ainsi le Chili a l'objectif formel de maintenir un déficit courant soutenable évalué entre 4 % et 5 % du PIB.

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 forte discipline à la politique monétaire et budgétaire. Le rattachement du taux de change à la monnaie d'un pays à inflation faible, a pour objectif d'importer la crédibilité de ce pays. Le taux de change devient ainsi une ancre nominale pour les anticipations inflationnistes. Ceci nécessite cependant que la stabilité du taux de change devienne l'objectif central de la politique économique: toute inflation excessive doit être corrigée par une politique désinflationniste, qui peut nécessiter pressions sur les salaires et chômage; la politique monétaire doit être consacrée à la stabilisation du taux de change (et non de l'activité); la politique budgétaire doit éviter d'induire un déficit extérieur insoutenable. En cas d'échec, c'est-à-dire d'inflation supérieure à celle des partenaires commerciaux, le désalignement progressif du taux de change réel augmente les anticipations de dévaluation du taux de change, ce qui fait disparaître l'avantage de crédibilité. La politique monétaire doit devenir plus rigoureuse pour contrer les anticipations de dépréciation, mais des doutes peuvent surgir sur la capacité du pays à soutenir durablement une politique monétaire rigoureuse alors que la perte de compétitivité pèse déjà sur l'activité.

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 théoriquement à l'économie la flexibilité nécessaire pour s'accommoder aux différents chocs. Le marché assure l'équilibre automatique de la balance des paiements; les autorités n'ont pas à détenir des réserves de change. Cependant le système n'offre pas d'ancrage nominal pour les anticipations inflationnistes. Si les autorités monétaires manquent de crédibilité, si le pays

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

connaît des chocs d'offre importants, les agents économiques vont anticiper la poursuite et l'aggravation des évolutions inflationnistes. De plus, l'expérience montre que, même si les politiques suivies sont relativement vertueuses, le flottement se traduit 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 désalignements 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 succès³.

Le cœur du débat du régime de change optimal a toujours été cet arbitrage: crédibilité *versus* flexibilité. Cependant pour de nombreux pays émergents, le rattachement du taux de change n'est plus une condition nécessaire pour jouir d'une forte crédibilité et contrôler l'inflation. Depuis la fin des années 1990, un nombre croissant de pays émergents laissent flotter leur 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.

2. L'instabilité des stratégies intermédiaires?

Depuis le milieu des années 1990, les régimes intermédiaires ont été au centre des crises qui ont touché les pays émergents. Ces régimes se sont avérés vulnérables aux sorties massives de capitaux. Toutes les tentatives de défense se sont traduites par des pertes de réserves et

3. *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).

■ Hanen Gharbi

de fortes hausses de taux d'intérêt qui ont affaibli les systèmes bancaires et ont fini par provoquer une récession. Ces crises de change se sont souvent accompagnées de crises financières très coûteuses, dont l'origine est attribuée à des prises de risques de change excessives des entreprises et des banques domestiques confiantes en l'engagement officiel des autorités monétaires de *ne pas dévaluer*. Les régimes intermédiaires créeraient donc un problème spécifique d'*aléa moral*.

Aussi de nombreux économistes, (Obstfeld et Rogoff, 1995 ; Fischer, 2001 ; Mussa *et al.*, 2000), que Williamson qualifie de *nouvelle orthodoxie*, ont-ils condamné toute forme de rattachement du taux de change (sauf les engagements totalement rigides tels que les caisses d'émission ou l'union monétaire) et ont-ils incité 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*, conséquence du principe de *La Trinité impossible* de Mundell selon lequel les trois objectifs de stabilité du taux de change, d'intégration aux marchés internationaux 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 Cœuré (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 prenne en considération la palette complète de tous les régimes de change possibles. Les auteurs présentent un modèle théorique simple à deux périodes qui tient compte d'un continuum de régimes allant du flottement libre au rattachement fort⁴, et qui prend en compte les effets de crédibilité, les chocs financiers et la nécessité d'ajustement du taux de change réel. Ils montrent que le régime de change optimal est généralement un régime intermédiaire, dont le degré de flexibilité dépend des caractéristiques structurelles de chaque pays tels que le degré d'ouverture, la magnitude des chocs, les préférences des autorités monétaires...

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 taux de change fixe mais ajustable* par rapport au dollar. En effet, il est difficile de prétendre qu'un régime avec des bandes larges (+/- 15 %) comme ce fut le cas au Chili ou en Pologne encourage les banques ou les entreprises à ne pas se couvrir.

4. Les autorités monétaires choisissent à chaque période le degré de flexibilité (le régime de change) optimal en arbitrant entre la stabilité des prix et de l'activité.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

Aussi, est-il 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 entreprises 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, définies comme des périodes de sévères pressions sur le marché des changes⁵, pour tous les pays membres du FMI sous différents régimes de change entre 1990 et 2001⁶. 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 (73 % des crises concernent les régimes intermédiaires, 20 % les régimes de flottement et 7 % les régimes de rattachement forts).

Une fréquence plus importante des crises sous les régimes intermédiaires 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 donnée la situation économique (SME 1992), des déficits budgétaires chroniques et une dette extérieure insoutenable (Russie 1998, Brésil 1999), un système bancaire fragile en l'absence de politiques de régulations prudentielles et de contrôle de capitaux (crise asiatique 1997). Ces facteurs favorisent l'émergence de crises quel que soit le régime de change en place.

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 apparaît souvent dans les régimes intermédiaires. En effet, en régime de change géré, les autorités monétaires font face à des objectifs conflictuels : d'une part, l'engagement de change et, d'autre part, les objectifs internes. Les investisseurs doutent de la crédibilité de l'engagement de change quand les autorités poursuivent des politiques budgétaires ou des politiques monétaires incompatibles à terme avec le maintien du taux de change à son niveau actuel.

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

5. L'indice de « pression sur le marché des changes » est mesuré par une moyenne pondérée des mouvements du taux de change et du taux d'intérêt. Le régime est en crise quand l'indice est supérieur à sa moyenne de plus de trois fois l'écart type.

6. Les auteurs ont utilisé la classification *de facto* du FMI.

■ Hanen Gharbi

Depuis le milieu des années 1990 de plus en plus de pays émergents abandonnent 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 (tableau 1). Par ailleurs, les 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.

1. Après les changes gérés

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

2.1. Les dangers d'une gestion rigide

De nombreux pays ont été forcés d'abandonner la gestion de leur 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 ces crises est une politique rigide de gestion du taux de change.

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 les investisseurs commencent à s'interroger sur la soutenabilité du déficit courant, la perte de confiance se généralise et débouche sur une crise. La crise mexicaine de 1994 est un exemple du coût d'une politique qui privilégie l'objectif d'inflation en dépit de la surévaluation de la parité (encadré 2). Cette expérience montre 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 brutalement.

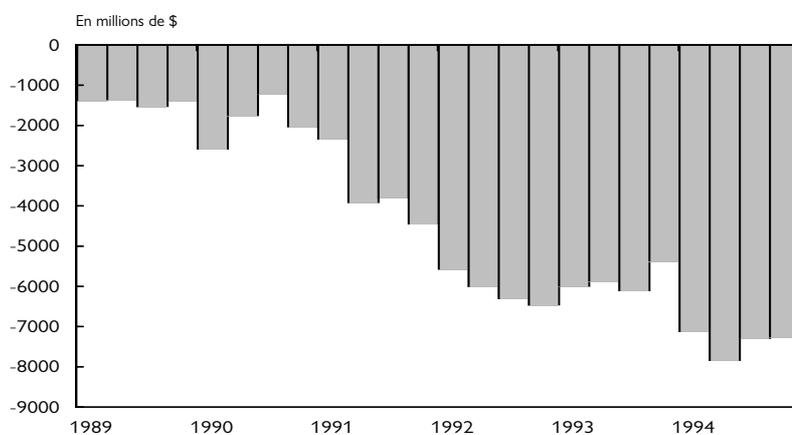
2. La surévaluation réelle : le cas du Mexique (1994)

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 et des salaires dans le but de contenir la hausse des prix et de 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 étaient 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

■ Hanen Gharbi

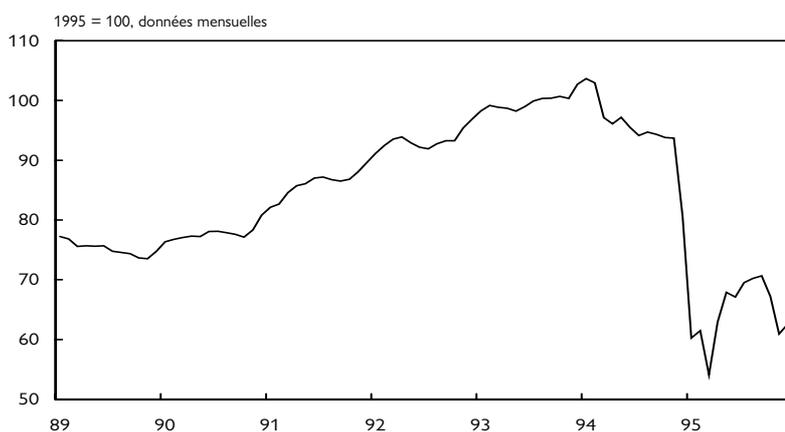
sans cesse des interventions intra-marginales pour défendre une bande implicite. L'ancrage nominal a certes permis une baisse substantielle de l'inflation (de 26,7 % en 1990 à 9,8 % en 1993), mais le rythme de désinflation était lent ce qui a provoqué une appréciation réelle et un déficit courant considérable 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 artificiellement le peso à un niveau élevé. 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.

1. Mexique : Solde du compte courant



Source : FMI.

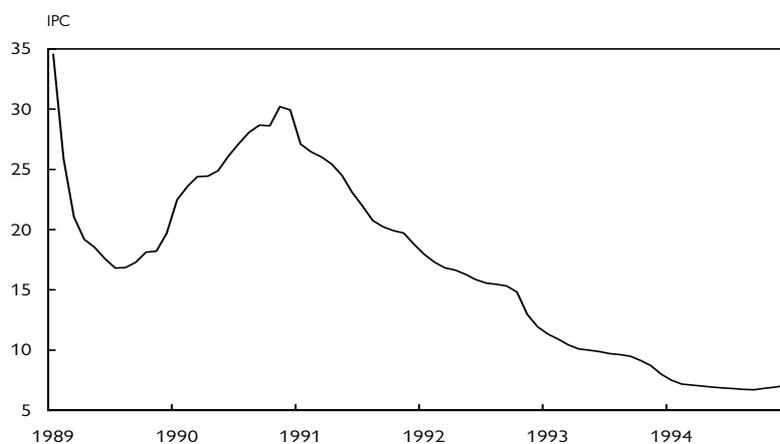
2. Mexique : Taux de change effectif réel



Source : OCDE.

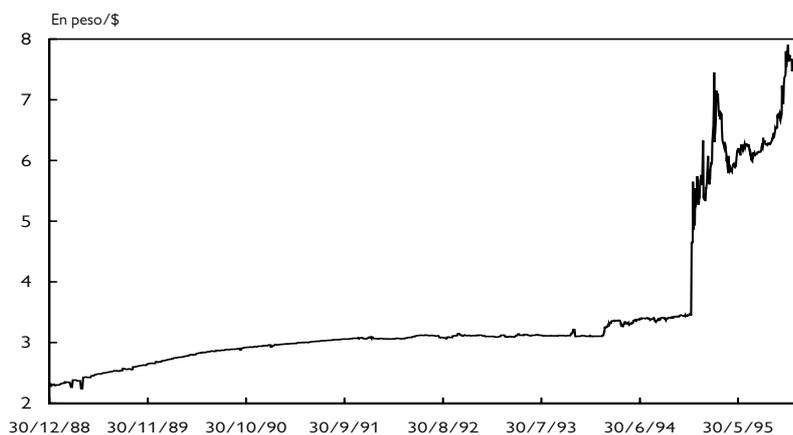
LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

3. Mexique : Taux d'inflation mensuel



Source : FMI.

4. Mexique : Taux de change nominal



Source : FMI.

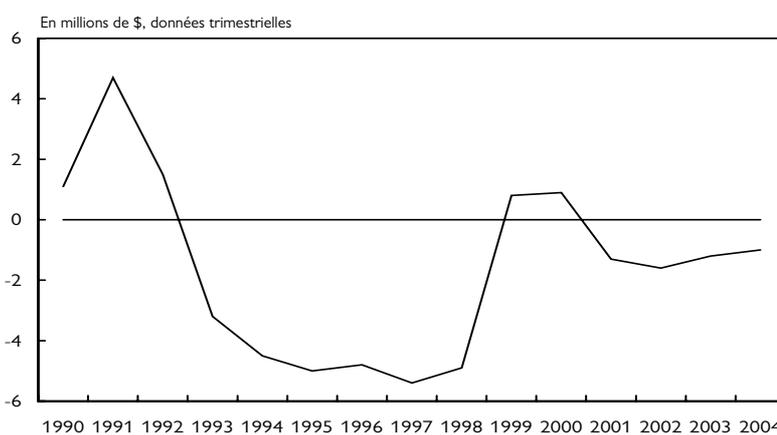
En 1994, le niveau de la surévaluation et le poids du déficit courant étaient devenus tels que l'insoutenabilité du régime était évidente et la dévaluation imminente, ce qui a renversé l'opinion des investisseurs. Suite à de fortes pressions spéculatives, les autorités monétaires ont été contraintes d'abandonner le régime de bandes glissantes en décembre 1994. Une défense plus poussée de la bande n'était pas possible en raison de la faiblesse des réserves de change. Par ailleurs une intervention par les 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.

3. 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 des capitaux importants 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 1990, le contrôle de capitaux a-t-il été réintroduit en 1993 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 était 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 réajustement 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.

1. Colombie : Solde du compte courant



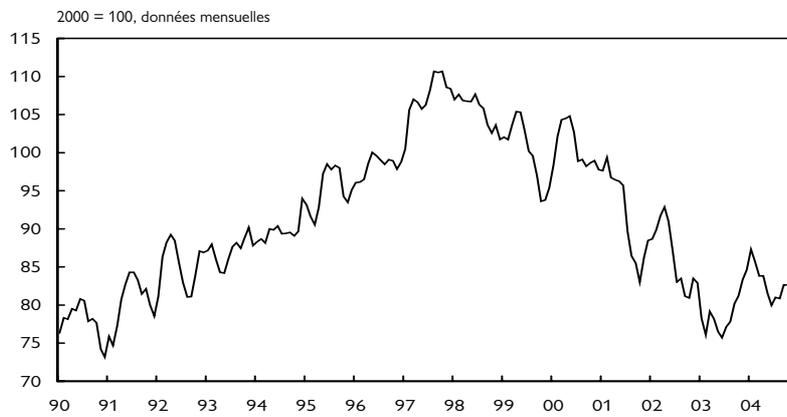
Source : FMI.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

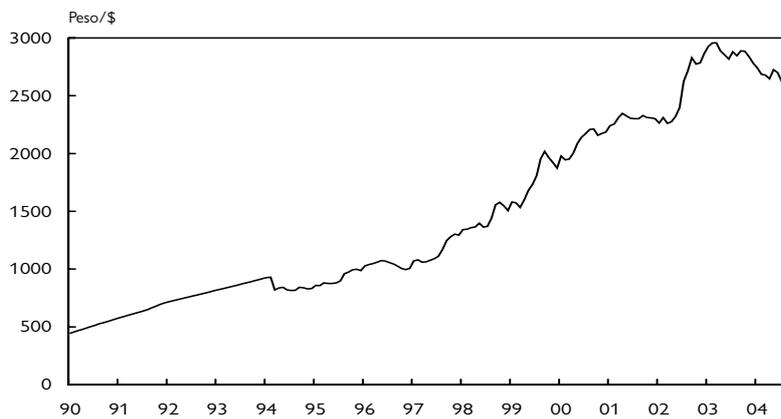
2. Colombie : Taux d'inflation mensuel



3. Colombie : Taux de change effectif réel



4. Colombie : Taux de change nominal



Source : FMI.

■ Hanen Gharbi

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 (encadré 3). 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 à réduire l'inflation à des niveaux comparables à ceux des pays développés malgré une politique de glissement passif.

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.

2.2. Afflux de capitaux: l'inévitable flexibilité

Les pays qui ont réussi à maintenir un régime de bande glissante ont souvent connu des afflux massifs 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, par exemple, le cas du Chili en 1999 et de la Pologne en 2000 (encadré 4). 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.

2.2.1. 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 d'explosion du crédit, donc de pressions inflationnistes. Pour neutraliser (stériliser) l'effet de ces achats, la banque centrale peut augmenter les taux de réserves obligatoires (mais cela fragilise les banques commerciales) ou les inciter à lui acheter des bons du Trésor. L'efficacité des stratégies de stérilisation est limitée à cause de leur coût budgé-

taire 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. Ce fut le cas en République tchèque de 1995 à 1997 et en Pologne de 1996 à 2000. 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 de laisser les taux d'intérêt baisser ou d'abandonner l'intervention et de laisser le taux de change s'apprécier.

2.2.2. La baisse des taux

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

2.2.3. 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 spécifique (à la chilienne) permet de réduire les 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 de capitaux sur le crédit 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 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. Ceci suppose cependant qu'il existe un taux de change d'équilibre et que le marché est capable de le déterminer.

4. 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 ajoutées une croissance soutenue (2,6 % en 1992, 4 % en 1993 et 5 % en 1994), 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 à baisser les taux d'intérêts domestiques en raison de sa politique de désinflation.

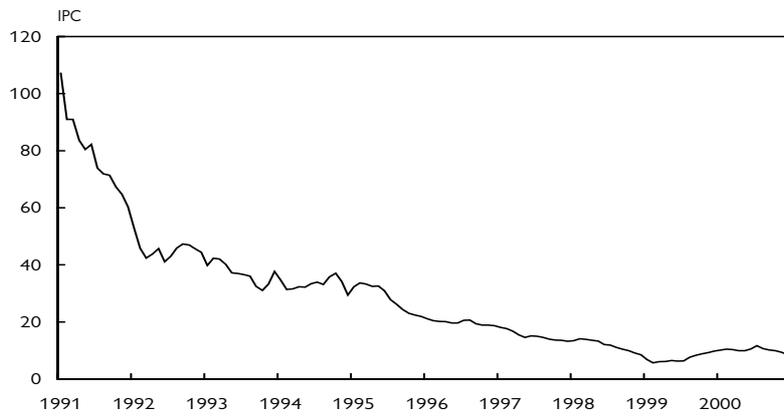
Pour contrer les pressions inflationnistes résultantes, la banque centrale a opté pour de larges opérations de stérilisations. Dès la deuxième moitié de 1994, elle entama la vente des bons du Trésor. Mais ceci n'étant pas suffisant pour contrôler la liquidité, elle a introduit la vente de ses propres 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.

Les entrées de capitaux n'ont pas empêché la poursuite de la désinflation (dans le quatrième trimestre de 1998, 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. À 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 1997.

Après l'échec des tentatives d'opposition à l'appréciation du zloty, la banque centrale a annoncé en avril 2000 le flottement du zloty. L'objectif implicite, était de laisser le marché réaliser la dépréciation. Toutefois, après le passage au flottement le zloty s'est apprécié jusqu'en juin 2001 où la tendance s'est inversée.

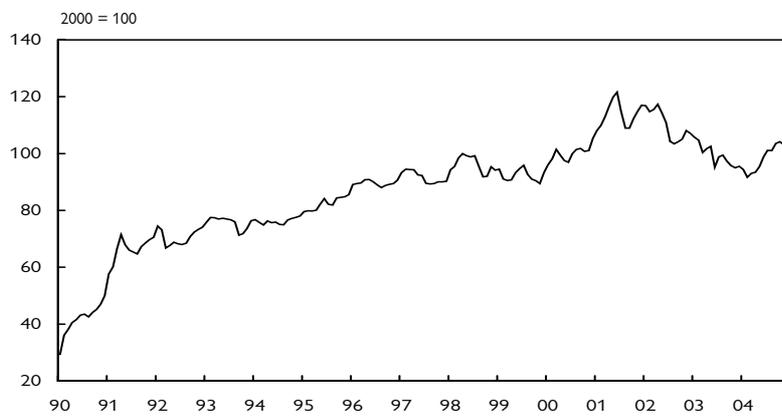
LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

1. Pologne : Taux d'inflation mensuel



Source : WIIW.

2. Pologne : Taux de change réel effectif

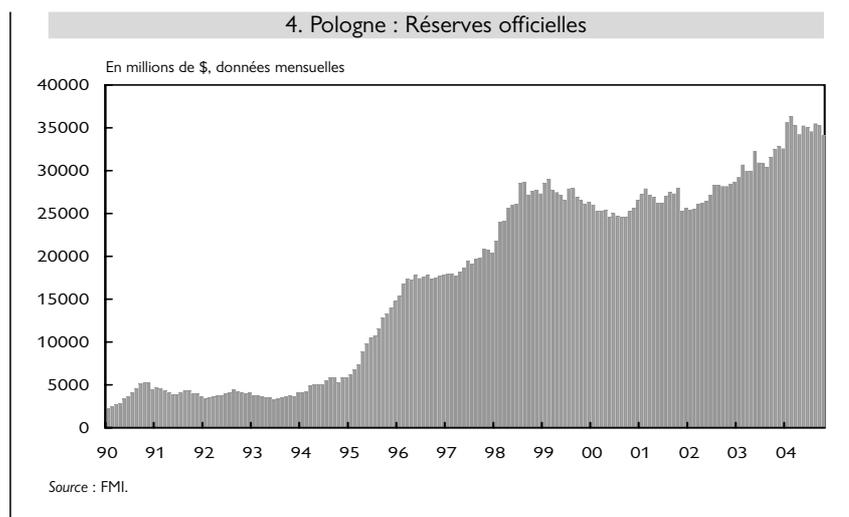


3. Pologne : Taux de change nominal mensuel



Source : FMI, IFS.

■ Hanen Gharbi



3. Flotter *de jure*, gérer *de facto*

3.1. Le mythe de la bipolarisation

Jusqu'à la fin des années 1990, les travaux empiriques sur les régimes de change étaient basés sur la classification officielle du FMI. Puis, un débat s'est ouvert sur l'écart entre les régimes de change *de jure* et les pratiques réelles des banques centrales ; il 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'intérêt. Les régimes de change flexible devraient montrer une forte volatilité du taux de change et une faible volatilité des réserves officielles et du taux d'intérêt relativement aux régimes de change géré. 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 vu le jour telles que celles de Levy-Yeyati et Struzenegger (2000) et Reinhart et Rogoff (2002)⁷.

7. 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, telles que l'occurrence de chocs symétriques avec les principaux partenaires ou les opérations techniques sur les réserves. 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

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

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 pays et des mouvements observés du taux de change et des réserves⁸. Mais, les déclarations officielles continuent d'être un critère important dans la classification du FMI. Aussi peut-on s'interroger sur 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 (tableau 2). 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. 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.

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 Sturzenegger (2005), les régimes intermédiaires reculent au profit du flottement ou des rattachement fort 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: la faiblesse de l'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.

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.

8. La classification *de facto* du FMI est un système de classification hybride combinant des données sur la flexibilité observée du taux de change et des informations sur la politique conduite. Bubula et Otker Robe (2002) ont construit une base de données contenant la classification *de facto* du FMI depuis 1990.

2. Classification de facto du FMI : L'évolution des régimes de change

En pourcentage du nombre des pays membres du FMI

	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
dont pays émergents ¹												
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

1. Regroupe 32 pays : Afrique du sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée, Egypte, Equateur, Hong-Kong, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Jordanie, Malaisie, Maroc, Mexique, Nigeria, Pakistan, Panama, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Singapour, Sri Lanka, Thaïlande, Turquie, Venezuela.

Source : Bubula et Otker-Robe, 2002.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

Pour vérifier si le récent engouement pour la flexibilité se vérifie *de facto*, 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 (tableaux 3 et 4). Ils ont établi que, paradoxalement, des pays qui font l'objet de chocs plus larges et plus fréquents que les États-Unis et le Japon (*les flotteurs par excellence*), ont des taux de change nominaux nettement moins volatiles (tableau 4). Parallèlement, ils ont constaté une volatilité des réserves de change et des taux d'intérêt très 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 États-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 pays 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 symptôme: *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.

3. 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 soit dans une bande de +/- 2,5%</i>	<i>Probabilité que la variation mensuelle soit dans une bande de +/- 2,5%</i>	<i>Probabilité que la variation mensuelle soit 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 limitée	92,0	45,9	68,7
Fixe	95,9	36,5	69,3
Etats-Unis	58,7	62,1	80,7
Japon	61,2	74,3	86,4

Source : Calvo et Reinhart, 2000.

■ Hanen Gharbi

4. 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
		Probabilité que la variation mensuelle soit dans une bande de +/- 2,5%	Probabilité que la variation mensuelle soit dans une bande de +/- 2,5%	Probabilité que la variation mensuelle soit dans une bande de +/- 4 (400 points de base)
Australie	janvier 1984-nov. 1999	70,3	50,0	0,0
Etats-Unis	février 1973-nov.1999	58,7	62,2	0,3
Japon	février 1973-nov. 1999	61,2	74,3	0,0
Inde	mars 1993-nov. 1999	93,4	50,0	23,8
Mexique	décembre 1994-nov. 1999	63,5	28,3	37,7
Pérou	août 1990-nov. 1999	71,4	48,1	31,4

Source : Calvo et Reinhart (2002).

3.2. 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, soit un taux de change flexible où la politique monétaire prend un engagement fort sur un taux d'inflation cible. L'engouement pour ce régime est survenu après que les crises mexicaine, asiatique et russe ont conduit à la condamnation des régimes intermédiaires et que 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 donc le 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 de limiter au maximum les écarts à cette cible (encadré 5) ⁹.

Le tableau 1 présente les politiques de change d'un groupe de pays émergents avant et après leur passage au flottement ¹⁰. Pour certains pays, la politique de ciblage d'inflation a coexisté avec un ciblage du taux de change (le Chili entre 1990 et 1998, la Pologne entre 1998 et

9. De nombreux pays développés ont adopté des politiques de ciblage d'inflation (Canada, Royaume-Uni, Suède, et Nouvelle Zélande).

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

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

2000 et la Hongrie depuis 2001). 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.

Nous proposons ici d'analyser les politiques de change d'un groupe de pays émergents récemment passés au flottement ou au flottement géré pour déterminer à quel point ces pays gèrent leur 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 trois points¹¹: (i) l'importance du stock de réserves et leur utilisation pour stabiliser le taux de change; (ii) l'utilisation du taux d'intérêt pour stabiliser le taux de change; (iii) la volatilité du taux de change et des instruments de gestion avant et après le passage au flottement.

5. La 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 CI nécessite une grande transparence et une communication régulière avec le public, ce qui renforce la crédibilité de la banque centrale.

11. Les données sont celles du FMI: Statistiques financières internationales.

■ Hanen Gharbi

3.2.1. 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 1990. Cette accumulation de réserves est paradoxale pour des pays supposés être en flottement. Elle résulte 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 de liquidité pour les pays vulnérables aux chocs négatifs sur leur compte de 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 devises¹². 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 (graphique 1a), 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 (graphique 1b), 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 pour éviter que ceux-ci n'influencent leur politique monétaire.

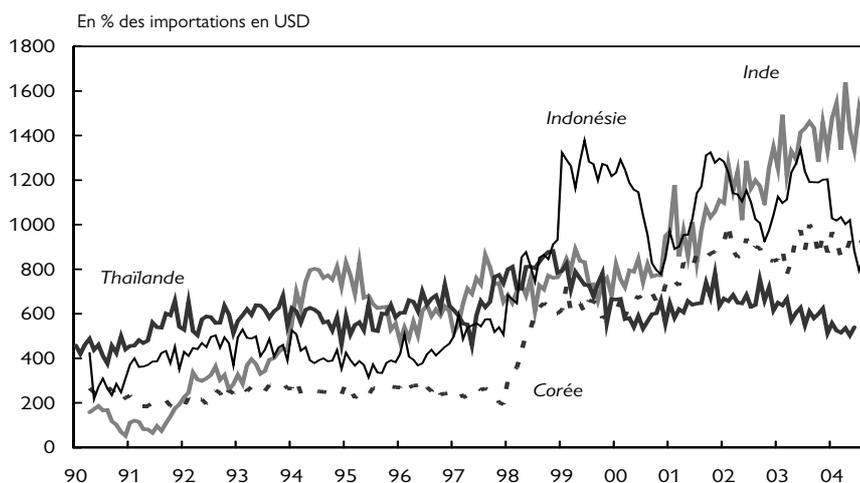
L'accumulation de réserves a un coût budgétaire pour la banque centrale dû à une perte de revenus d'intérêt. En effet, la plupart des banques centrales investissent leurs réserves dans les bons du Trésor américains dont les taux d'intérêt sont nettement plus faibles que ceux sur les actifs domestiques. Le coût de détention de ces stocks est devenu tel que la plupart des analystes prévoient que les banques

12. 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.

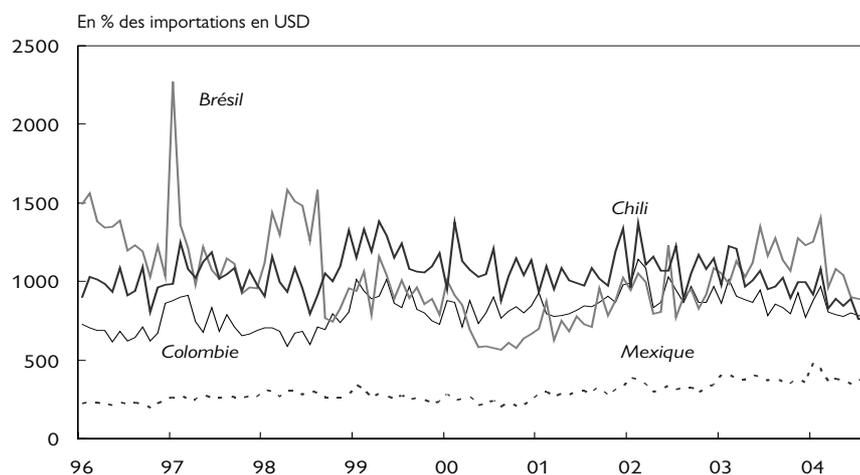
LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

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.

1a. Les réserves de change en Asie



1b. Les réserves de change en Amérique latine



■ Hanen Gharbi

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.

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 devises est suivi par plusieurs achats successifs. Aussi, observe-t-on 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.

L'analyse de la gestion du taux de change par les mouvements de réserves doit être nuancée étant donnée l'imperfection de la connaissance 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 tels 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.

3.2.2. *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 peut concerner même des pays à inflation faible tels que le

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

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.

Mohanty et Klau (2004) ont étudié le comportement de fixation des taux d'intérêt dans un groupe d'économies émergentes¹³ en estimant une fonction de réaction sur le modèle de la règle de Taylor¹⁴. 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 (graphique 2). À 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.

Selon Calvo et Reinhart (2002), la politique des taux d'intérêt est devenue 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

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

14. Taylor (1993) a défini une règle de réaction par laquelle la Fed fixe son taux d'intérêt : $i_t = \pi_t + 0.5y_t + 0.5(\pi_t - 2) + 2$. De nombreux travaux ont repris une règle similaire pour d'autres pays développés et plus récemment pour les pays émergents. En économie ouverte, certains travaux rajoutent un impact des variations ou du niveau du taux de change.

■ Hanen Gharbi

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 sur la réaction de la banque centrale.

L'utilisation du taux d'intérêt pour la stabilisation du taux de change peut se traduire par 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 (encadré 6) ; 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 entreprises 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.

3.2.3. Volatilité et stabilisation

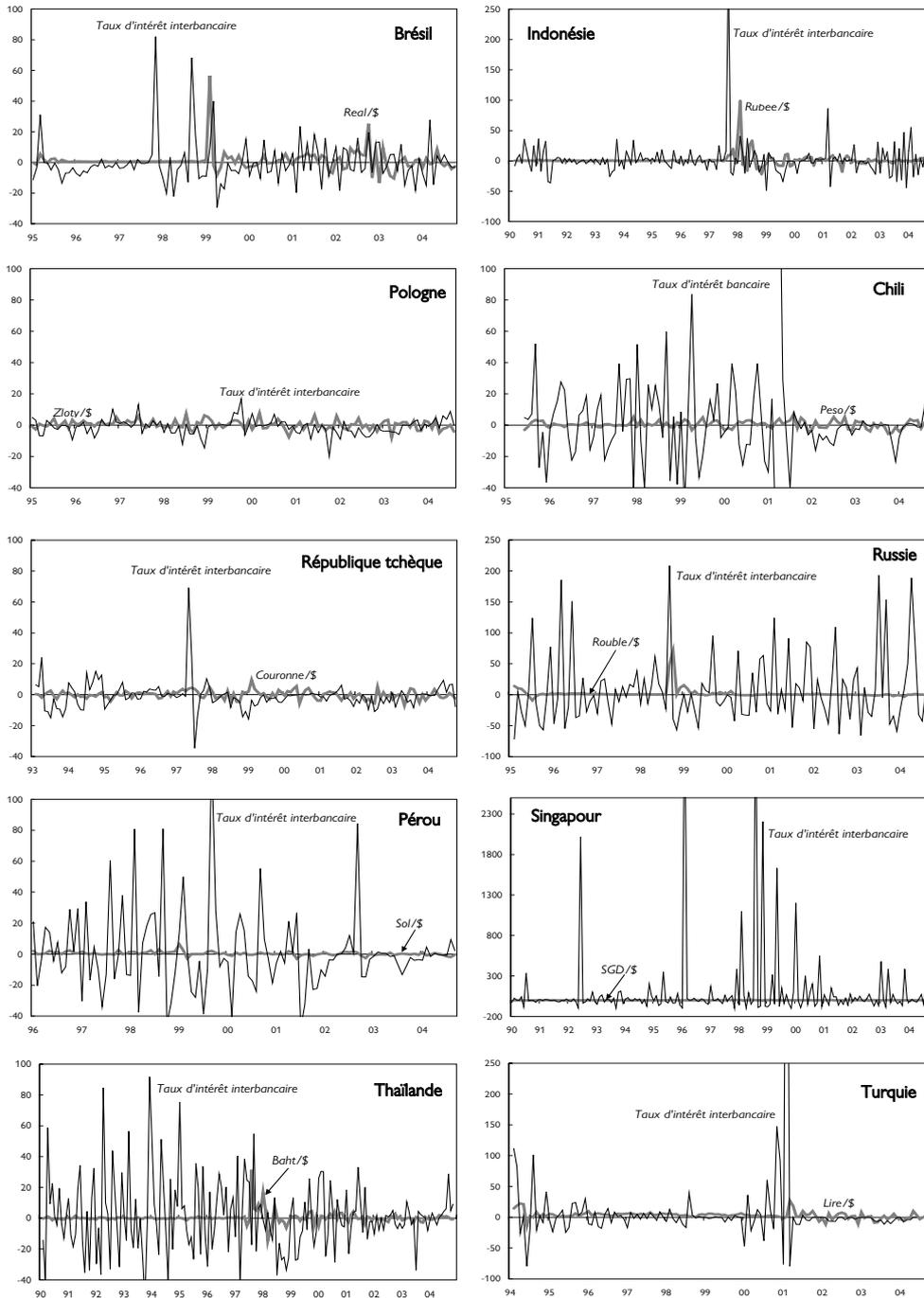
Afin de démontrer *la peur du flottement* dans les pays émergents, Calvo et Reinhart ont comparé les volatilités du taux de change, des réserves et des taux d'intérêt dans les pays émergents à celle de pays supposés être des *flotteurs propres*, les États-Unis, le Japon et l'Australie. Toutefois, comparer 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 financières¹⁵ n'est pas très significatif (Schmidt et Werner, 2002). Nous adoptons une approche différente qui consiste à comparer la volatilité d'un pays avant et après son passage au flottement afin d'évaluer si la flexibilité a effectivement augmenté.

15. Certains remettent en cause l'analyse de la volatilité: étant 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 volatile ou n'est pas assez volatile?

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

2. Mouvements du taux d'intérêt et du taux de change

En variation mensuelle



Source : FMI, IFS.

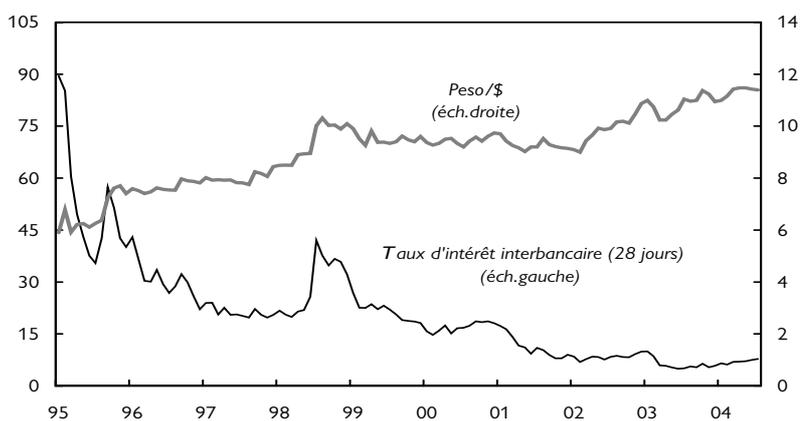
6. Le Mexique : une règle de Taylor complexe

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 de la politique de ciblage d'inflation par la suite, cacheraient une peur du flottement selon Ball et Reyes (2004).

La banque centrale s'est toujours défendue 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.

1. Mexique : Taux de change et taux d'intérêt

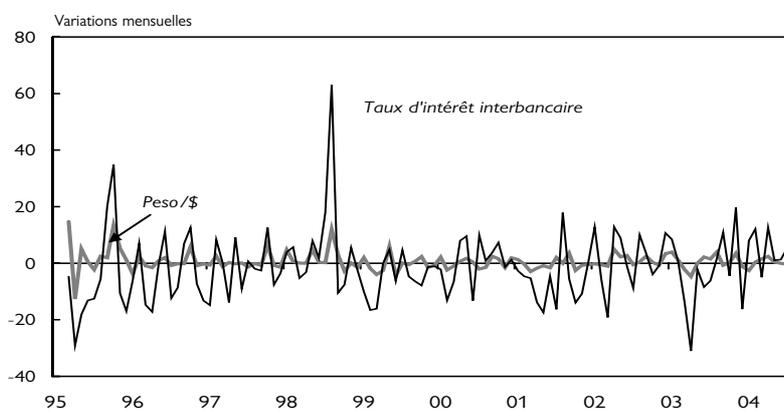


Source : FMI, IFS.

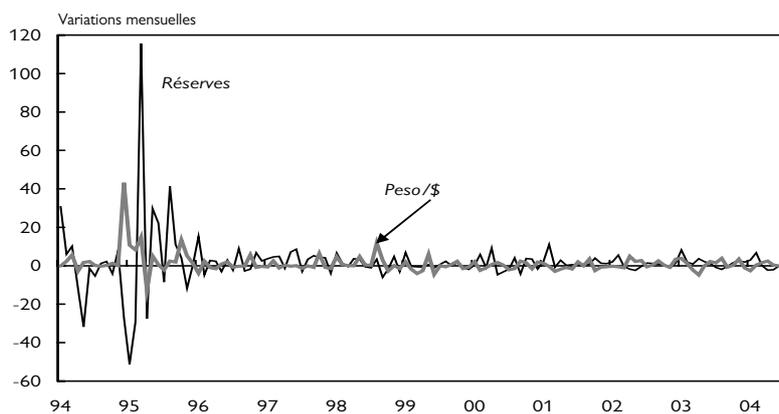
LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

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 États-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, Mohanty et Klau (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 1998 : les taux ont doublé en deux semaines pour atteindre 40 % !

2. Mexique : Mouvements du taux de change et du taux d'intérêt



2. Mexique : Mouvements des réserves et du taux de change



Source : FMI, IFS.

■ Hanen Gharbi

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 :

$$\lambda = \frac{\sigma_e^2}{\sigma_i^2 \sigma_R^2}$$

où σ_e , 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 relative du taux de change par rapport aux réserves officielles et aux taux d'intérêt pour un groupe de pays émergents avant et après le passage au flottement. La volatilité est mesurée par l'écart-type de la variation mensuelle absolue (tableau 5)¹⁶. Nous calculons également l'indicateur de flexibilité de Calvo et Reinhart (2002).

Pour tous les pays, la volatilité relative du taux de change a augmenté après le passage au flottement, à l'exception de la Colombie où l'intervention sur le marché des changes a augmenté par rapport à la période de gestion officielle.

L'indice de Calvo Reinhart révèle que pour tous les pays, le flottement officiel s'est traduit par une plus grande flexibilité *de facto* sauf pour la Colombie dont le passage au flottement ne s'est pas traduit par une hausse substantielle de la flexibilité. Le degré de flexibilité est très variable entre les pays. La très faible valeur de l'indice Calvo Reinhart 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 (tableau 6), l'indice de flexibilité est presque nul pour le régime de

16. 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.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

flottement géré officiel du Pérou et de la Russie. Les régimes les plus flexibles sont ceux de la Corée, de la Turquie et du Brésil.

Ainsi, 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.

5. Volatilité relative et flexibilité

	Volatilité relative du taux de change/réserves		Volatilité relative du taux de change/taux d'intérêt		Indice de flexibilité CR (Calvo-Reinhart)	
	Gestion	flottement	Gestion	flottement	Gestion	flottement
Brésil	0,07	0,70	0,05	0,53	0,004	0,17
Chili	0,50	1,29	0,07	0,21	0,005	0,05
Colombie	1,22	1,18	0,24	0,37	0,08	0,13
Corée	0,28	1,34	0,12	0,64	0,02	0,39
Indonésie	0,16	2,38	0,05	0,27	0,003	0,05
Mexique	0,09	1,03	0,07	0,25	0,003	0,05
Pologne	0,48	0,75	0,29	0,45	0,05	0,16
Thaïlande	0,03	1,04	0,03	0,17	0,001	0,03
Turquie	0,42	1,07	0,44	1,04	0,06	0,47

Source : Calculs de l'auteur.

6. Flexibilités comparées
(Indice Calvo-Reinhart, moyenne de la période)

Flottement libre	
Brésil (1999-2004)	0,17
Chili (1999-2004)	0,05
Colombie (1999-2004)	0,13
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

Source : Calculs de l'auteur.

■ Hanen Gharbi

4. 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.

4.1. 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 en 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 massive du dollar entre 1980 et 1985 et la dépréciation de l'euro entre 1990 et 2001. 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 l'absence de marché de change à terme, les autorités monétaires doivent-elles fournir une couverture informelle en maintenant le taux de change stable à court et moyen termes¹⁷. Sinon, la rigidité des prix fait que cette volatilité se traduirait par une volatilité du taux de change réel qui a des effets négatifs sur le niveau de production.

17. 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.

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.

4.2. La peur de la gestion

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 une politique 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 ne deviennent une cible. En effet un objectif formel fournit aux spéculateurs la possibilité de réaliser des profits en anticipant l'abandon de cet objectif. Annoncer une cible 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 et 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 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.

■ Hanen Gharbi

4.3. 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 1990, en Europe comme en Asie, est qu'elles sont souvent la conclusion d'une période 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 des pays émergents sont souvent amenées à intervenir pour empêcher l'appréciation du taux de change. Certaines, comme en 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 monnaies (Hernandez et Montiel, 2001 ; McKinnon et Schnabl, 2004). Cette peur est accentuée par la forte compétitivité de la Chine grâce à de faibles coûts salariaux et une sous-évaluation évidente du yuan chinois. 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.

4.4. La peur de la dépréciation

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

4.4.1 Une transmission élevée du taux de change

Quand la transmission du taux de change aux prix est élevée¹⁸ 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. Aussi la transmission du taux de change aux prix est assez élevée dans ces économies¹⁹. Une forte transmission se traduit par une reprise rapide de l'inflation en cas de choc de dépréciation sur le taux de change. Or 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. À 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 ciblage d'inflation 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 ciblage d'inflation. Pour Mishkin et Savastano (2000), dans une politique de ciblage d'inflation, 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.

4.4.2. 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

18. Le taux de change affecte l'inflation à travers trois 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 qui affecte la demande pour les biens domestiques et ainsi la demande globale et l'inflation.

— L'évolution du taux de change est un signal important pour les anticipations d'inflation.

19. 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.

■ Hanen Gharbi

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 (le dollar constituant la principale monnaie de libellé de l'emprunt en devises). Aussi les bilans des entreprises, des banques et même du gouvernement sont très sensibles aux variations du taux de change. En augmentant le coût de la dette en devises, la dépréciation réduit les profits des entreprises, ce qui peut provoquer d'importantes faillites dans le secteur privé. Elle fragilise les bilans des banques et la situation budgétaire du gouvernement. À 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 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 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 ciblage d'inflation stricte permettrait de stabiliser l'inflation et ainsi de redonner confiance dans la monnaie domestique. Aussi la demande de monnaie et d'actifs 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 concluent 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'appré-

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

ciation. L'explication de ce résultat 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. Haussmann *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.

7. Le péché 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. 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.

5. 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

■ Hanen Gharbi

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 le souvenir de la crise de 1997 comme la stratégie de sous-évaluation de la monnaie chinoise renforcent dans tous les pays d'Asie la peur de l'appréciation du taux de change. À l'opposé, en Amérique latine, c'est la dépréciation qui est crainte soit parce que les économies ont un passé monétaire turbulent soit parce qu'elles sont 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 un régime de flottement, autrement dit le poids à accorder au taux de change dans la politique monétaire. 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 ciblage d'inflation et un ciblage officieux du taux de change. Que feront les pays asiatiques si la situation devient moins favorable, à savoir si l'inflation augmente fortement et que le conflit d'objectif se pose 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 J. D. 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.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et B. CŒURÉ, 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. Swerenev Clas, G. Withborg and Thomas Willet, Westview Press.
- CALVO G. et C. R. 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 C. P. YUNG, 1999 : « Flexibility or nominal anchors? », in *Exchange rate policies in emerging asian countries*, Routledge.
- DURAJASZ P. et R. KOHOSZCZYNSKI, 1998 : « Financial inflows to Poland, 1990-1996 », *Empirica* 25 2:.
- EDWARDS S., 2001 : « Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention », *NBER Working Paper*, n° 8529.
- FALCO SILVA M. L., 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.

■ Hanen Gharbi

- 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.
- HAUSSMANN 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*, Springer.
- 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. STURZENEGGER, 2005 : « Classifying exchange rate regimes: Deeds vs Words », *European Economic Review*, août.
- MCKINNON R. et G. SCHNABL, 2004. «The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin,» *Review of Development Economics*, vol. 8(3).
- MISHKIN F. S., 2000 : « Inflation targeting in emerging-market countries », *American Economic Review*. vol. 902:.
- MISHKIN F. S. et M. SAVASTANO, 2000 : « Monetary strategies for Latin America », *NBER Working Paper*, n° 7617.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

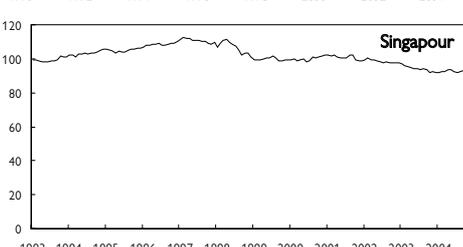
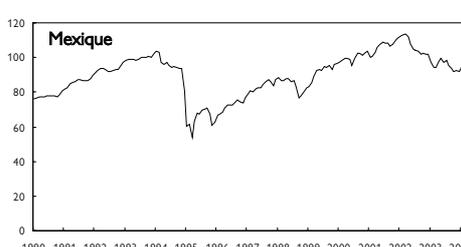
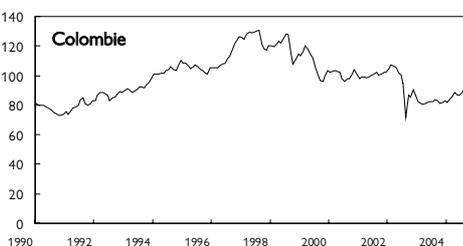
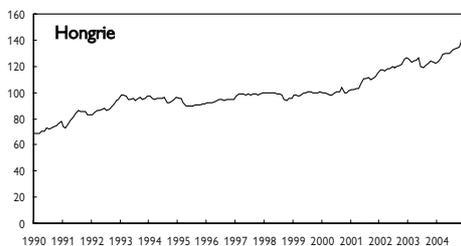
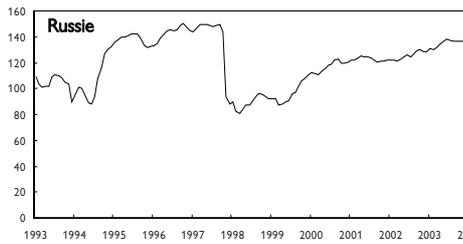
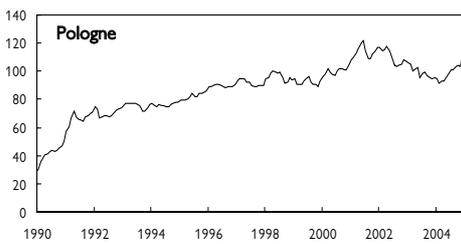
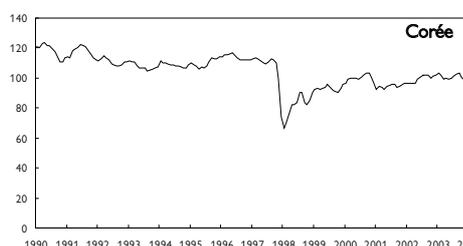
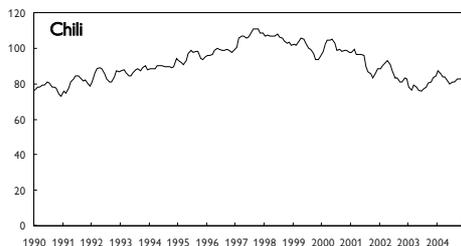
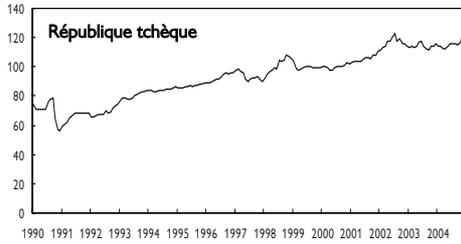
- MOHANTY M. S. et M. KLAU, 2004 : « Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence », *BIS Working papers*, n° 149.
- MORON E. et D. WINKELRIED, 2003 : « Monetary policy rules for financially vulnerable economies », *IMF Working Paper WP/03/39*.
- MORON E. et J. F. CASTRO, 2000 : « Uncovering central bank's monetary policy objectives: going beyond fear of floating », *Universidad del Pacifico*.
- 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.
- 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.
- 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.
- TAYLOR J. B., 1993 : « Discretion versus policy rules in practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n° 39, décembre.
- 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.

■ Hanen Gharbi

ANNEXE I:

Taux de change effectif réel des pays émergents

Données mensuelles, base 100 en 2000



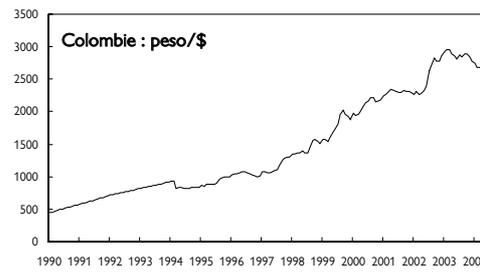
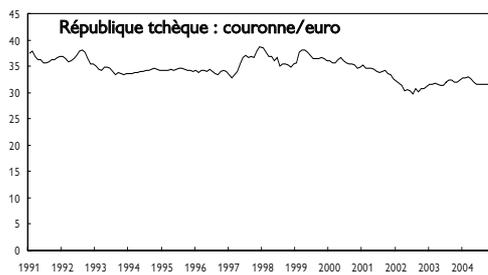
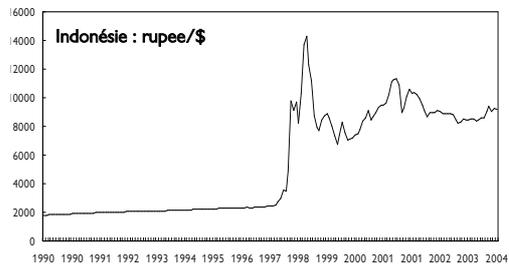
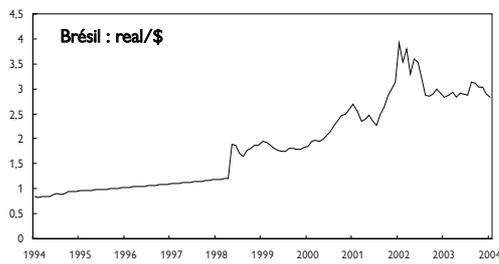
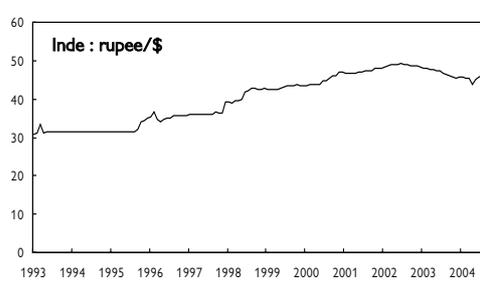
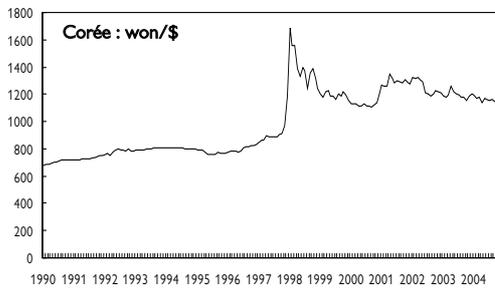
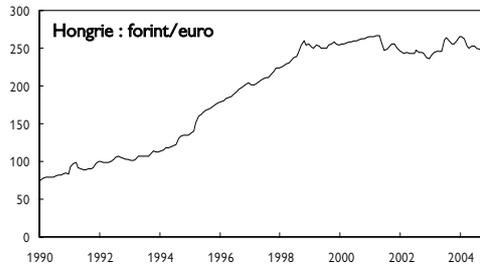
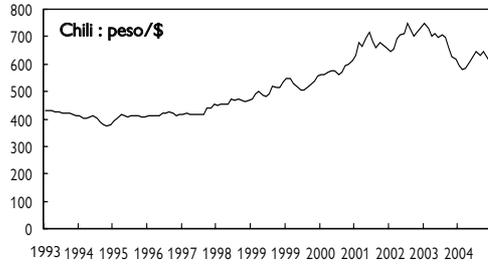
Sources: FMI, OCDE.

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ■

ANNEXE II:

Taux de change nominal des pays émergents

Données mensuelles, base 100 en 2000

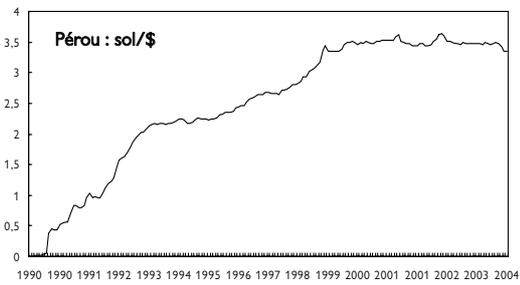
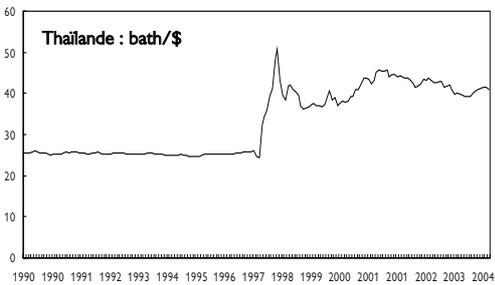
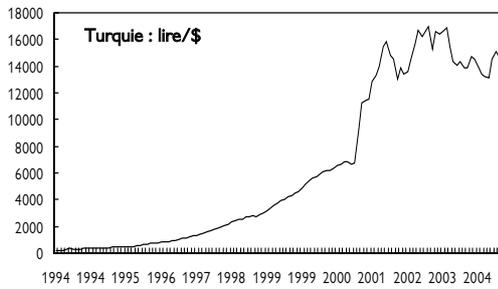
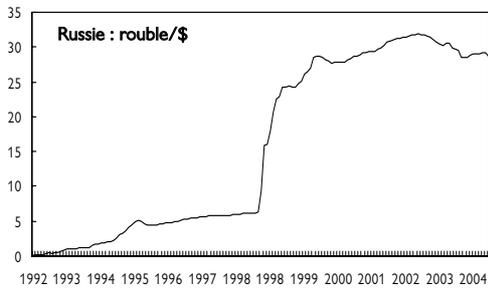
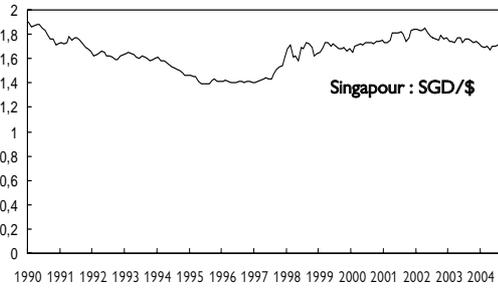
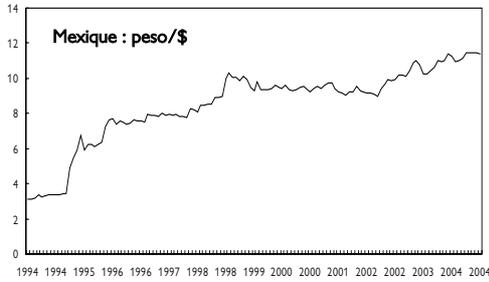


Source : FMI, IFS.

Hanan Gharbi

Taux de change nominal des pays émergents

Données mensuelles, base 100 en 2000



Source : FMI, IFS.