

Relations monétaires internationales

Cours de Mr Christian Bordes

Correction du TD8

Le régime de flottement impur et l'architecture financière internationale

Le flottement impur

Questions

1. Pourquoi, dans un système de change flexible pur, le marché des changes n'influence-t-il pas l'offre de monnaie ? Cela signifie-t-il que le marché des changes n'a pas d'effet sur la politique monétaire ?
2. À la suite de l'abandon des taux de change fixes après 1973, les pays ont poursuivi des politiques monétaires plus indépendantes. Cette proposition est-elle vraie ou fausse ou bien est-il impossible de se prononcer ? Expliquez votre réponse.

Éléments de réponse Question 1

Dans le système de change pur, le marché des changes n'influence pas l'offre de monnaie parce que les Banques Centrales n'interviennent absolument pas sur le marché, du moins sur les fluctuations quotidiennes des taux de change : pas de vente ou d'achat de monnaie nationale ou de devise pour défendre la monnaie sur le marché des changes. Il n'y a donc pas d'effet du marché des changes sur l'offre de monnaie. Cela ne signifie pas pour autant que le marché des changes n'a pas d'effet sur la politique monétaire. En effet, la fluctuation du taux de change peut être une source d'inflation importée par exemple, si la demande intérieure n'est pas parfaitement élastique aux prix, et s'il existe une dépendance ou un retard dans l'ajustement. Quand le taux de change baisse, il existe des poussées inflationnistes qui peuvent nécessiter une politique monétaire plus restrictive, surtout si la pression inflationniste est couplée à un ralentissement de l'activité.

Éléments de réponse Question 2

À la suite de l'abandon des taux de change fixe après 1973, les pays n'ont véritablement pas poursuivi des politiques monétaires plus indépendantes. S'il est vrai que le taux de change fluctue, il reste aussi vérifié qu'il n'est pas uniquement déterminé par le marché. Les Banques Centrales interviennent pour éviter des fluctuations trop grandes. De plus, un grand nombre de pays continue d'ancrer leur monnaie sur une autre. En réalité, aucune monnaie n'est totalement fixe ou flexible : on est dans un système hybride. La BCE suit les décisions de la Fed dans une certaine mesure.

Le SMI actuel : un retour au système de Bretton Woods ?

Le « système monétaire international »

Les Échos, 25 octobre 2004

Système ou non-système monétaire international ? La controverse qui fit florès au début des années 1980 est en train de rebondir : à la fin de 2003 le National Bureau of Economic Research publiait une étude qui fit grand bruit. Elle tendait à montrer que la situation actuelle des paiements internationaux reproduit, à peu de chose près, celle de Bretton Woods.

Le système monétaire international actuel s'organiserait autour d'un « cœur » constitué par les Etats-Unis, mais cette fois non pas avec une seule mais avec deux périphéries. Désormais, c'est le groupe des pays dits « à compte courant » d'Asie qui en constitue la pierre d'angle. Parce qu'ils ont choisi la carte de la croissance tirée par l'exportation, ils en viennent à intervenir massivement sur le marché des changes pour prévenir (ou limiter) la baisse du dollar. Ce faisant, ils financent les Etats-Unis. Ils se substituent ainsi au groupe des pays « à compte capital » (Europe, Canada, Australie, Amérique latine), qui, eux, attentifs avant tout au rendement pondéré de leurs investissements, n'interviennent guère sur le marché des changes.

Avec cette périphérie dédoublée, on retrouverait, grossièrement, la situation d'après-1945. On sait qu'à cette période, l'Europe en pleine reconstruction maintenait ses monnaies sous-évaluées par le contrôle des capitaux et, en contrepartie, bénéficiait de la puissante action de transformation financière américaine qui prêtait « long » et empruntait « court ». Grâce aux « balances-dollars » accumulées par les pays européens, l'Amérique, dès la fin des années 1950, allait pouvoir s'exonérer durablement du souci d'équilibre de sa balance des paiements au moins jusqu'au début des années 1970.

Pour maintenir à tout prix le rythme élevé de leurs exportations, les pays asiatiques n'hésiteraient pas à utiliser massivement leurs réserves de change en forte croissance pour intervenir sur le marché des changes afin de soutenir le dollar. Il y aurait ainsi un deal implicite entre ces pays et les Etats-Unis : « Vous m'achèterez mes produits et, en contrepartie, nous vous financerons. »

C'est cette conception de l'intérêt commun bien compris qui permettrait aux Etats-Unis de retrouver leur « superbe » monétaire des années 1960 et de pratiquer une politique de douce insouciance par rapport à leurs propres déséquilibres. Avec, en 2004, des déficits de l'ordre de 500 milliards pour le budget fédéral et sans doute autant pour la balance courante, l'Amérique pourrait continuer à se financer en dollars hors d'elle-même. Malgré une épargne domestique plus que déficiente et d'énormes « déficits jumeaux », il n'y aurait pas lieu de s'inquiéter. N'est-il pas vrai que les titres américains font l'objet d'une demande permanente ? Celle-ci faisait dire, en 2003, à Laura Tyson, l'ancienne conseillère du président Clinton, qu'« aucun actif depuis l'or au XXe siècle ne bénéficie d'une aussi large acceptation ». Cela sans parler d'une légitimation du financement externe des Etats-Unis par le rôle de locomotive de l'économie mondiale. Comme les Etats-Unis considèrent encore qu'ils ne peuvent éviter d'intervenir pour maintenir l'ordre partout dans le monde, pourquoi ne se financeraient-ils pas en abondance à l'étranger ? S'ils y parviennent, c'est qu'ils s'endettent en leur propre monnaie sans risque de change. Le dollar, aujourd'hui comme hier, continue à bénéficier de ce que Jacques Rueff qualifiait joliment, en 1964, de « secret du déficit sans pleurs ». Retour, dès lors, à Bretton Woods, prétend-on et pas de raison à ce que ce système monétaire international, décliné en cette forme tripartite, ne se maintienne aussi durablement que le précédent.

L'histoire monétaire nous apprend certes que l'hégémonie du dollar est à même d'autoriser plus longtemps qu'il ne devrait des situations avérées de déséquilibre. Cependant, l'analyse qui

précède nous paraît fragile. Un système pérenne ? Signalons d'abord que l'analogie avec Bretton Woods n'est que partielle. Outre qu'il y a désormais deux « périphéries », le monde, depuis 1944, a profondément changé ; la périphérie asiatique est sensiblement moins homogène que ne l'était l'Europe de l'époque. Son intégration est, en particulier, bien moins avancée. Le ménage à trois (groupes de pays) se complique aussi du fait que commence aujourd'hui à émerger avec l'euro une monnaie internationale de substitution. Plus important encore est le contexte de dérégulation financière actuel qui permet des changements d'habitat tant au niveau des banques centrales que des opérateurs privés dans la mesure où les contrôles des capitaux sont aujourd'hui abolis. Dès lors, il faut bien admettre que le rythme actuel d'accroissement des balances-dollars par les banques centrales ou même les investisseurs privés n'est pas garanti. Au-delà des seuils actuels - et sans parler d'accidents historiques toujours possibles -, il n'est pas exclu qu'un jour ou l'autre « l'appétence » des investisseurs internationaux pour les titres en dollars ne diminue.

Signalons encore deux autres faiblesses. En cas de baisse drastique du dollar, il n'est pas impossible que le groupe des pays à « compte capital » en vienne, lui aussi, un jour à intervenir sur le marché des changes en soutenant le dollar. Cette généralisation du « dumping de change » deviendrait alors vite intenable. En dehors même de celle-ci, avec cette politique limitée à la seule périphérie asiatique, au rythme actuel, il y a tout lieu de penser que les interventions sur le marché des changes seront de plus en plus difficiles à stériliser. Dès lors, la pression sur la liquidité interne s'accroîtra et, tout autant, les risques de surchauffe et de bulle, en particulier sur l'immobilier et le secteur financier.

Au total, il y a quelque excès à considérer que l'organisation actuelle des paiements reproduit Bretton Woods. Plus encore à en inférer que le trépied actuel constitue un véritable système monétaire international, codifié et pérenne. Il se pourrait que le paradigme monétaire international soit déjà entré dans ce que Thomas Kuhn appelle une phase « extraordinaire ». Il nous surprendrait qu'elle soit alors synonyme de stabilité.

HENRI BOURGUINAT est professeur émérite à l'université de Bordeaux IV-Montesquieu

Questions

1. Quelle était l'organisation des paiements internationaux aux lendemains de la Seconde guerre mondiale ?
2. Qui était Jacques Rueff ? Quelle était son analyse du fonctionnement du régime de Bretton-Woods ? Que désignait-il par « le secret du déficit sans pleurs » des Etats-Unis ?
3. Quelle est l'argumentation développée par les économistes qui défendent la thèse selon laquelle l'organisation actuelle des paiements internationaux est comparable à celle qui était en vigueur dans le cadre du régime de Bretton Woods ?
4. Quelles sont les critiques adressées à cette thèse ?

Eléments de réponse Question 1

Aux lendemains de la seconde guerre mondiale, deux institutions, le FMI et la Banque Mondiale, furent créées pour promouvoir la stabilité du système monétaire. Le régime de change fixe fut instauré, où les Banques Centrales achètent ou vendent leur propre monnaie pour maintenir les parités officielles. Après l'effondrement du système de l'étalon or (car convertibilité impossible), seul le dollar est convertible en or au prix de 35\$ l'once d'or, impliquant que la valeur de toute monnaie est directement liée à celle du dollar.

Eléments de réponse Question 2

Jacques Rueff, polytechnicien et inspecteur des finances, économiste français, dénonce le déficit de la balance des paiements américaine permis par le fonctionnement de l'étalon de change or. Les Etats-Unis s'endettent dans leur propre monnaie, sans risque de change.

Il entend par « Secret du déficit sans pleurs » le fait que le déficit ne pose pas de problèmes aux Etats-Unis car ils le payent en dollars. A l'époque, le stock d'or américain était supérieur à toute la dette américaine, ce qui inspirait confiance. Aujourd'hui, leurs dépenses et offre de monnaie ne sont pas proportionnels à leurs réserves d'or. Ces déficits sont subis par les autres pays, quoi qu'ils continuent de garder des réserves massives de dollars sans ignorer la dévaluation éventuelle de leurs réserves.

Eléments de réponse Question 3

Le SMI actuel est organisé autour d'un pivot : les Etats-Unis, avec une nouvelle périphérie : les pays asiatiques qui financent le déficit américain comme le faisait l'Europe dans le système de Bretton Woods. Pour maintenir le rythme de leurs exportations, les pays asiatiques sont prêts à utiliser leurs réserves de change massives pour soutenir le dollar, ce qui peut permettre aux Etats-Unis leur insouciance par rapport aux déséquilibres de la balance de paiement.

Eléments de réponse Question 4

- La périphérie asiatique est moins homogène que ne l'était l'Europe dans le système de Bretton Woods (pas forcément une coopération de tous pour défendre le dollar)
- On a une deuxième monnaie qui fait concurrence avec le dollar et qui joue son rôle de monnaie de substitution
- Avant, on avait deux périphéries : Les Etats-Unis et la zone Japon-Europe. Aujourd'hui, on a une troisième, les émergents et la deuxième d'avant qui se pose en concurrent face au dollar.

L'alibi du système dollar

Les Échos, 9 et 16 décembre 2005

S'il est un phénomène monétaire proprement aberrant qui a marqué l'histoire du capitalisme depuis les lendemains de la Première Guerre mondiale, c'est l'habitude prise par les banques d'émission des pays, disons, « ordinaires » d'acheter des titres de la dette publique émanant d'un ou deux pays à la fois puissants et réputés (insistons sur ce point, souvent oublié en France) pour la qualité de leur signature. Avant 1914, la Grande-Bretagne s'était adjugé ce privilège, mais seulement à l'égard de ses colonies et de quelques pays dominés par la City, en Amérique latine notamment. Ainsi l'Inde, l'Afrique du Sud de l'époque ainsi que l'Argentine ou le Chili détenaient leurs réserves de changes sous forme de titres de la dette publique anglaise, titres évidemment libellés en livres sterling. A partir des années 1920, le dollar partagea ce privilège avec la devise britannique. On appela ce système, désormais adopté par le monde entier (en premier lieu par les pays d'Europe continentale appauvris par la guerre), « gold exchange standard ». Les monnaies de réserve s'échangeaient librement contre de l'or entre banques centrales. Mais il arriva un moment (1931 pour la livre, 1933 pour le dollar) où ce système s'effondra. Les avoirs en or de l'Angleterre et des Etats-Unis étaient devenus très insuffisants pour garantir la valeur-or des titres de la dette publique de ces deux pays détenus par les banques centrales du reste du monde. Cet

effondrement aggrava et prolongea la crise née du krach boursier d'octobre 1929. Le même système or-dollar s'effondra de nouveau, pour les mêmes raisons, en 1971.

Depuis lors, nous vivons sous un régime de « dollar standard » nu. Plus aucun frein n'existe pour limiter l'accumulation de la dette publique américaine par les banques centrales (actuellement, surtout asiatiques) du monde entier. Les « réserves » internationales détenues sous cette forme ont été multipliées par 120 en l'espace d'une génération, par rapport à 1970 ! L'émission de « liquidités » est à l'avenant. Le grand économiste monétaire de cette époque, Robert Triffin (belgo-américain) écrivait au début des années 1970 : « Ce système pousse les pays pauvres à prêter aux plus riches. »

(...) (Dans le système d'étalon-dollar), on voit les banques centrales du monde entier, surtout asiatiques de nos jours, accumuler à titre de « réserves de change » des avoirs libellés en dollar (sous la forme de titres de la dette publique américaine). Il a pour conséquence d'abolir, au cœur du système, les régulations les plus efficaces et les plus fondamentales : celles par la balance des paiements et l'accrochage du pouvoir d'achat disponible au seul progrès de la production et non pas aux mouvements erratiques de capitaux.

Un grand progrès va-t-il au moins s'accomplir dans la compréhension du phénomène ? Avec plus de cinquante ans de retard, les Américains reconnaissent implicitement le lien mécanique de cause à effet entre le système dollar et le déficit de leur balance des paiements courants. Ils admettent qu'en convertissant en bons et obligations de l'US Treasury les énormes quantités de dollars qu'elle achète sur le marché des changes (pour empêcher le yuan de monter), la Banque de Chine ouvre directement un crédit à guichet ouvert aux Etats-Unis. Moyennant quoi, ces derniers offrent un débouché pareillement extensible aux marchandises « made in China ». Le point faible de cette flatteuse présentation des choses est le pseudo-échange de bons procédés qu'elle suppose et propose pour l'avenir aux Chinois. Réévaluez votre monnaie nationale (le yuan), dit Washington, il en résultera une contraction de vos exportations. Cela vous permettra de développer davantage votre marché intérieur ; votre banque d'émission n'aura plus besoin d'avalier chaque mois des dizaines de milliards de dollars, source d'inflation interne.

Le précédent japonais montre à l'envi le formidable risque qu'implique un tel pari. Le dégonflement des bulles boursières et immobilières avait mis fin à la croissance du marché intérieur. Le yen fort rendit inévitable une déflation prolongée. Plus que jamais, les entreprises comptèrent sur leurs débouchés extérieurs pour survivre. Les énormes réserves de changes que la Banque du Japon a continué d'accumuler ont fourni les liquidités pour gonfler une nouvelle bulle, obligataire, gigantesque : celle qui a financé une dette publique représentant 160 % du PIB ! Une banque commerciale qui emprunte à court terme à 0,001 % gagne beaucoup d'argent en acquérant des JGB (Japanese Government Bonds) à 10 ans d'échéance émis au taux de 1,4% !

Aux Etats-Unis mêmes, le système dollar crée les conditions d'une croissance en partie artificielle du marché intérieur. Bien sûr, les Américains paient leurs importations en tous genres, lesquelles dépassent de beaucoup le montant de leurs recettes d'exportations en tous genres. Mais ce transfert de pouvoir d'achat n'a, sur la demande interne, aucun effet de contraction propre à rétablir l'équilibre. Comme on l'a vu avec la Banque de Chine, les pays créanciers des Etats-Unis - presque tous, des pays pauvres - replacent immédiatement leurs excédents aux Etats-Unis. Une partie des revenus américains dépendent de ces mouvements de fonds. Le pouvoir d'achat correspondant est ainsi déconnecté de la production.

Préconiser un système d'équilibre conforme à la logique de marché ne revient pas à souhaiter pour les Américains on ne sait quelle austérité. Les ajustements de balance de paiement, quand ils ne sont pas bloqués, s'opèrent insensiblement. Reste qu'il y a dans la consommation américaine, telle qu'elle est actuellement dopée, un élément déstabilisant et malsain.

Le système dollar étendu au monde entier justifie à plus de 200 ans de distance l'une des analyses financières les plus perspicaces de l'histoire. Elle émane d'Emmanuel Kant. Dans son « Projet de paix perpétuelle » (1795), le célèbre philosophe dénonce « l'invention ingénieuse en ce siècle d'un peuple de commerçants » [les Anglais]. Il consiste en « un système de crédit où des dettes portant une signature souveraine et certaine s'accroissent indéfiniment vis-à-vis d'autres puissances mais restent en permanence convertibles en moyens de paiement ». Et de préciser : « Un tel arrangement revient à se constituer un trésor pour faire la guerre... plus considérable que l'addition des trésors publics de tous les autres Etats réunis. » Ainsi le Japon a-t-il financé contre son gré la première guerre d'Irak et les Chinois la seconde... Kant considérait « la prohibition de ce système comme une garantie nécessaire pour assurer une paix perpétuelle ». (Chapitre des « articles préliminaires ».) Pour se prémunir contre une banqueroute (« retardée » toujours), « les autres Etats seraient en droit de se coaliser contre l'Etat qui nourrirait de telles prétentions ».

PAUL FABRA

Questions

1. Quelle était la structure géographique des mouvements de capitaux dans le cadre du régime d'étalon-or avant la première guerre mondiale ? Comment s'est-elle modifiée entre les deux guerres mondiales ?
2. Cherchez sur Internet une présentation des travaux de Robert Triffin. Quelle était son analyse du fonctionnement du SMI dans le cadre du régime de Bretton-Woods ? Quelles propositions de réforme du SMI a-t-il faites. Comparez son analyse et ses propositions à celles faites par Jacques Rueff. Comment les règles du jeu du système de Bretton Woods pouvaient-elles pousser « les pays pauvres à prêter aux plus riches » ? Cela s'est-il confirmé dans les faits ?
3. Êtes-vous d'accord avec le point de vue selon lequel « l'habitude prise par les banques d'émission des pays, disons, « ordinaires » d'acheter des titres de la dette publique émanant d'un ou deux pays à la fois puissants et réputés (...) pour la qualité de leur signature (est) un phénomène monétaire proprement aberrant » ?
4. Expliquez pourquoi des interventions de la banque centrale sur le marché des changes peuvent conduire à la formation d'une bulle sur les marchés obligataires.
5. Recherchez sur Internet des informations statistiques sur les relations commerciales et financières entre la Chine et les États-Unis. La structure actuelle des mouvements de capitaux entre ces deux économies constitue-t-elle un danger pour l'économie mondiale ?

Eléments de réponse Question 1

Avant la première guerre mondiale, le système d'étalon or fonctionnait autour de la livre. La Grande Bretagne détenait la monnaie de réserve. Les Banques Centrales de ses colonies achetaient des titres libellés en livre avec les réserves accumulées. Dans les années 20, le dollar partage ce privilège avec la Livre Sterling. Les avoir en or de l'Angleterre et des Etats-Unis devenant insuffisants pour garantir la valeur or des titres de leur dette publique détenue par les Banques Centrales du reste du monde, le système s'effondre en 1931.

Eléments de réponse Question 2

L'or et la crise du dollar, 1960. Robert Triffin, économiste belge, a noté que le système du Bretton Woods permet que les Etats-Unis aient une balance de paiement déficitaire afin d'alimenter le monde en moyens de paiements. Sous ce système permettant la convertibilité du dollar en or, l'accumulation du dollar dans les Banques Centrales a excédé la capacité de convertibilité dans les années 60, entraînant justement un déficit de la Balance des paiements. Il prévoyait à Long Terme un affaiblissement progressif de la confiance accordée au dollar. Il propose dès 1960 la promotion d'une monnaie internationale et d'un pouvoir supranational donné au FMI. Il propose un plan Triffin en deux étapes :

- Les pays, à l'exception de la Russie et des EU, doivent transférer leurs balances en dollar et livre au FMI, ce qui sera crédité sur leur compte
- La Charte du Fmi doit être modifiée de manière à fixer le seuil au delà duquel les dépôts doivent être convertis en or.

Alors que J Rueff prône un retour au système de Bretton Woods, Robert Triffin anticipe plutôt sa fin. Il existe un lien mécanique de cause à effet entre le système dollar et le déficit de la Balance de Paiement. En achetant les bons de trésor avec des dollars accumulés sur le marché de change, pour empêcher le yuan de grimper, la BC de Chine ouvre un crédit à guichet ouvert aux EU.

Eléments de réponse Question 3

Oui car c'est juste une question de confiance. C'est le problème de confiance dans la monnaie.

Eléments de réponse Question 4

Les énormes réserves de changes que la Banque du Japon a continué d'accumuler ont fourni les liquidités pour gonfler une nouvelle bulle, obligataire, gigantesque : celle qui a financé une dette publique représentant 160 % du PIB !

En effet, lors d'intervention de change stérilisée, il est essentiel de comprendre que la banque centrale s'engage dans des opérations d'open market compensatoires de telle façon qu'il n'y ait aucun impact sur la monnaie de banque centrale et sur l'offre de monnaie.

C'est l'ampleur de ces opérations de stérilisation (achat de titre en monnaie domestique) qui peut créer un bulle obligataire.

Intervention stérilisée sur le marché des changes par la banque centrale.

Cela signifie qu'un gouvernement soutient sa devise ou son taux de change en vendant ses réserves de change afin d'acquérir de la monnaie nationale puis en stérilisant (annulant) l'effet potentiel de contraction de la base monétaire nationale à travers un achat simultané et d'un montant équivalent de titres en monnaie nationale.

Intervention non stérilisée sur le marché des changes par la banque centrale.

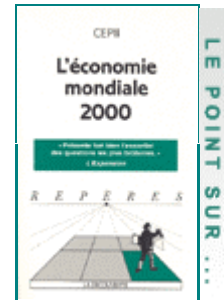
Cela signifie qu'un gouvernement soutient sa devise ou taux de change en vendant ses réserves de change afin d'acquérir de la monnaie nationale mais ne stérilise (annulant) pas l'effet potentiel de contraction de la base monétaire nationale à travers un achat simultané et d'un montant équivalent de titres en monnaie nationale.

Eléments de réponse Question 5

Allez surfer... ;-)

Les régimes de change

Amina Lahrèche-Revil*



p. 93-103

Le système monétaire international a profondément évolué au cours des années quatre-vingt-dix : alors que les pays européens réalisaient une union monétaire, et que certains pays émergents tentaient, avec un succès contrasté, de mettre en place des régimes de change extrêmement rigides (Argentine, Estonie par exemple), de nombreux pays devaient abandonner, en catastrophe (crises mexicaine, asiatique, brésilienne...), l'ancrage qu'ils étaient parvenus à établir, généralement sur le dollar, pour retourner, au moins temporairement, au flottement.

Le choix d'un régime de change revêt une grande importance. Il met en cause la politique économique d'un pays, ses marges de manœuvre et son mode d'ajustement macro-économique. Il implique également les partenaires du pays considéré, qui sont sensibles aux conséquences d'un régime de change sur leur compétitivité relative, ou qui peuvent être amenés à soutenir une monnaie liée à la leur par un système de parité fixe. Les régimes de change déterminent ainsi les conditions de l'insertion internationale des économies.

Qu'est-ce qu'un régime de change ?

Un régime de change est l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, et donc le comportement du taux de change. Il existe une très grande variété de régimes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes : changes fixes et changes flexibles.

Définitions

Un régime de change fixe suppose la définition d'une parité de référence entre la monnaie du pays considéré et une devise (ou un panier de devises), à laquelle la banque centrale s'engage à échanger sa monnaie. Lorsque le marché des changes est libéralisé, le respect de cet engagement lui impose d'intervenir sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité établie, par l'achat de la monnaie nationale si la monnaie tend à se déprécier sur le marché des changes, par sa vente dans le cas

* Amina Lahrèche-Revil est chercheur associé au CEPII et maître de conférence à l'université d'Amiens.

contraire. Lorsque le marché des changes est contrôlé, la monnaie est inconvertible, la parité est définie arbitrairement et soutenue artificiellement.

Dans un régime de change flexible, à l'inverse, aucun engagement n'est pris au sujet du taux de change, qui flotte librement (flottement pur), en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. La politique monétaire retrouve alors son autonomie, mais la banque centrale abandonne le contrôle du taux de change nominal, qui est déterminé sur le marché des changes. Le flottement s'applique donc, en principe, à un marché des changes libéralisé, même si l'on peut imaginer un régime de flottement impur encadré par un contrôle des changes.

Entre ces deux extrêmes, on trouve des régimes intermédiaires, qui se distinguent selon les fluctuations que la banque centrale autorise autour de la parité de référence, et selon la fréquence des réalignements de cette parité. Ainsi, le *currency board*, qui ne prévoit aucun réalignement, s'oppose au régime de parité glissante, qui prévoit un calendrier de réalignements. L'ancien SME et le SME *bis* actuel se situent entre ces deux extrêmes : des réalignements sont possibles, négociés sur la base des différentiels cumulés d'inflation entre les pays concernés. Tous ces régimes excluent en principe les réalignements discrétionnaires, ce qui les distingue du flottement administré (*cf.* encadré 1).

Encadré 1 : Les principaux régimes de change, classés par ordre de rigidité décroissante du taux de change

Taux de change fixe

- L'union monétaire : c'est la forme la plus stricte. Les taux de change des participants sont fixés de manière irrévocable, les monnaies locales pouvant être remplacées par une monnaie commune.
- Les *currency boards* (caisses d'émission ou conseils monétaires) : la création monétaire dépend strictement des réserves de change dans la monnaie de rattachement, et la politique monétaire n'a aucune autonomie. Ces régimes autorisent une double circulation monétaire (ex. : peso et dollar en Argentine).
- Les régimes de change fixe plus traditionnels définissent une parité fixe, qui peut toutefois être modifiée de manière exceptionnelle pour restaurer l'équilibre du solde courant. Des bandes de fluctuation peuvent être définies, étroites (régime de Bretton Woods, SME avant 1993) ou plus larges (SME après 1993 ou SME *bis*).

Régimes intermédiaires

- Parité glissante (ou *crawling peg*) : le taux de change est en principe fixe, mais la parité de référence est modifiée régulièrement selon des paramètres prédéterminés (*crawling peg* au sens propre) ou de manière plus discrétionnaire (*adjustable peg*) afin de compenser partiellement au moins les écarts d'inflation avec le pays d'ancrage.
- Flottement administré : les taux de change sont flottants, mais des interventions ponctuelles et/ou coordonnées des banques centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable. Il s'agit d'un flottement impur.

Flottement pur

Seul le marché définit l'équilibre du taux de change.

En dehors des cas de l'union monétaire et des *currency boards*, l'ancrage de la monnaie nationale peut se faire sur un panier de devises comme sur une seule devise.

État des lieux

En 1944, la conférence de Bretton Woods organisait le système monétaire international autour de changes fixes. Toutes les monnaies étaient définies par rapport au dollar, lui-même lié à l'or selon une parité fixe : c'était l'étalon-devise or. Ce système n'a pu cependant supporter l'extension du commerce mondial, qui réclamait de plus en plus de liquidités, ni les déficits courants américains, qui fragilisaient la parité-or du dollar. En 1973, le système de changes fixes mondial était définitivement abandonné, pour laisser la place à un système de changes flottants, dans lequel certains pays tentaient malgré tout de stabiliser leurs monnaies entre elles (serpent, puis système monétaire européen). Cependant, le flottement pur des grandes monnaies (dollar, yen et monnaies européennes) devait montrer assez rapidement ses limites (très forte volatilité des changes, apparition de distorsions de change durables), et les interventions des banques centrales sur les marchés des changes, en particulier au cours des épisodes de coordination menés par le G7, manifestent que le système monétaire international qui régit ces grandes monnaies est aujourd'hui un système de flottement impur.

Qu'en est-il actuellement des régimes de change des autres monnaies ? Le recensement des régimes de change tels que les déclarent les autorités monétaires auprès du FMI, présenté dans le tableau, offre un premier élément de réponse.

Régimes de change déclarés auprès du FMI, nombre de pays déclarants, en 1980 et 1998

<i>Type de régime</i>	<i>1980</i>	<i>1998</i>
<i>Ancrage (taux de change fixe), dont</i>	94	55
<i>* sur une seule monnaie</i>	57	40
<i>* sur un panier de monnaies</i>	37	15
<i>Flexibilité limitée (y compris SME)</i>	12	17
<i>Taux de change flexible, dont</i>	34	73
<i>* flottement géré</i>	–	38
<i>* flottement libre</i>	–	35
<i>Total des pays déclarants</i>	140	145

Source : FMI, Exchange Rate Arrangements, 1980, 1998.

Apparemment, les systèmes de changes fixes ont été progressivement supplantés par les systèmes de change flottants. Toutefois, l'information donnée par les déclarations officielles est insuffisante, dans la mesure où elle ne précise pas les règles de conduite de la politique de change : il est ainsi possible qu'un flottement géré fonctionne de fait comme un ancrage par rapport à une devise ou un panier, sans que l'information ne soit divulguée. Étudiant la politique de change *effective* de 66 pays, mesurée à partir de la volatilité relative des monnaies par rapport à trois ancrés potentiels (dollar, mark et yen), Agnès Bénassy-Quéré et Pierre Deusy-Fournier (1994) montrent que la majorité des pays considérés tendent de fait à stabiliser leur monnaie par rapport à une monnaie de référence : 30 % le font par rapport au mark (essentiellement les pays de l'Union européenne), et près de 30 % également le font par rapport au dollar (le yen n'apparaissant pas comme une monnaie d'ancrage). Ces proportions seraient sans doute

plus importantes si l'on pouvait étudier également des comportements d'ancrage par rapport à des paniers, et non uniquement des monnaies, de référence.

Ainsi, même si les régimes de fixité « purs » déclinent, les comportements de stabilisation du taux de change par rapport à une monnaie de référence se maintiennent. On peut alors s'interroger sur les éléments qui amènent un pays à choisir un régime de change particulier.

Le choix d'un régime de change

Le choix d'un régime de change résulte à la fois des objectifs économiques du pays et des contraintes qu'il doit supporter.

Choix d'un régime de change et objectifs de politique économique

L'objectif ultime de la politique économique, et donc du choix d'un régime de change, est de parvenir à la croissance la plus rapide et la plus stable possible. Le régime de change affecte en effet la stabilité et la compétitivité de l'économie.

Lorsqu'ils sont prévisibles, les taux de change limitent l'incertitude dont souffrent les agents dans leurs relations internationales, et sont donc, en principe, favorables aussi bien à l'investissement national qu'à l'investissement direct et au commerce. C'est en principe un régime de taux de change fixe qui permet d'atteindre le mieux cet objectif de stabilité. Mais celui-ci a deux inconvénients.

En premier lieu, l'avantage de la stabilité ne vaut que tant que l'économie n'est pas affectée par un choc asymétrique, puisque la fixité du change empêche, par définition, d'amortir ce choc par l'ajustement du taux de change nominal.

Dans ces conditions, un régime de change fixe ne serait désirable que si les pays considérés constituent une zone monétaire optimale (ZMO), c'est-à-dire si la flexibilité des prix et la mobilité des facteurs sont en mesure d'absorber les perturbations économiques sans qu'il soit nécessaire de recourir à un ajustement du taux de change nominal.

Cependant, un régime de change fixe peut être adopté précisément en raison de la discipline anti-inflationniste qu'il suppose. La fixité du taux de change est utilisée alors comme une contrainte externe que s'impose le pays pour réussir la désinflation. La politique de désinflation compétitive menée par les pays membres du SME repose en partie sur ce type de mécanisme, qui justifie également la politique de change de certains pays émergents. Ainsi, en Argentine, l'adoption d'un *currency board* est apparue comme le dernier moyen de préserver la monnaie, profondément ébranlée par les hyperinflations qui ont affecté le pays dans les années quatre-vingt.

Cette stratégie d'ancrage peut être d'autant plus justifiée que les régimes de change orientés exclusivement sur le maintien de la compétitivité (donc du niveau du taux de change réel) peuvent accélérer l'inflation : lorsque le taux de change est dévalué régulièrement pour compenser les écarts d'inflation, cela peut conduire à un processus d'inflation importée, qui impose une nouvelle dépréciation, etc. Un cercle vicieux

inflation-dépréciation se met alors en place, qui peut déboucher, dans des cas extrêmes, sur l'hyperinflation, et qui ne peut souvent être brisé que par l'instauration d'un régime de change fixe.

Contraintes externes au choix d'un régime de change

Un certain nombre de contraintes limitent le champ des régimes de change qu'un pays peut adopter. Par exemple, il est impossible, dans un contexte de mobilité parfaite des capitaux, d'avoir à la fois un régime de change totalement fixe et une politique monétaire parfaitement autonome. Symétriquement, lorsqu'un pays souhaite conserver l'autonomie de sa politique monétaire, il est tenu de choisir un régime de change flexible ou de limiter la mobilité des capitaux (*cf.* encadré 3).

Ainsi, en change fixe, une relance produit un excès d'offre de monnaie ou une baisse du taux d'intérêt, qui tendent à déprécier la monnaie. Cette tendance ne peut être combattue que par le rachat de la monnaie, ce qui annule la stimulation monétaire. S'il est possible d'échapper temporairement à cette contrainte en stérilisant la variation des réserves de change (par exemple, la banque centrale achète des titres sur le marché financier national, ce qui injecte de la liquidité dans l'économie), une telle politique n'est pas tenable à long terme.

Encadré 2 : Le taux de change réel

Le taux de change réel compare les prix de deux paniers de biens, exprimés dans une même monnaie : $r = eP^*/P$

e est le taux de change nominal (nombre d'unités de monnaie nationale pour une unité de monnaie étrangère), P^* et P les niveaux de prix

étranger et national. Lorsque le niveau des prix nationaux augmente plus vite que celui des prix étrangers, (P^*/P diminue), si le taux de change nominal e est fixe, le taux de change réel r augmente, la monnaie s'apprécie et la compétitivité se détériore.

En change fixe, les autorités monétaires doivent également montrer aux marchés qu'elles accepteront la contrainte d'un régime de change fixe à l'avenir, faute de quoi la monnaie est exposée à des attaques spéculatives qui sont d'autant plus puissantes que les marchés de capitaux et les marchés monétaires sont libéralisés. Le contrôle des changes est alors le seul moyen de préserver le régime de change, car il limite les mouvements d'achat et de vente de la devise concernée. Il s'agit d'une restriction sur la convertibilité de la monnaie, qui apparaît ainsi comme un substitut à une restriction de l'offre de monnaie (Kurt Schuler, 1999).

Fonctionnement des régimes de change

Efficacité des régimes de change : inflation et croissance

De nombreux travaux ont tenté d'estimer l'efficacité relative des régimes de change. Une synthèse effectuée par le FMI (Gosh *et al.*, 1995) retient les conclusions suivantes : d'une part, dans le passé, les régimes de change fixe ont été associés à une inflation

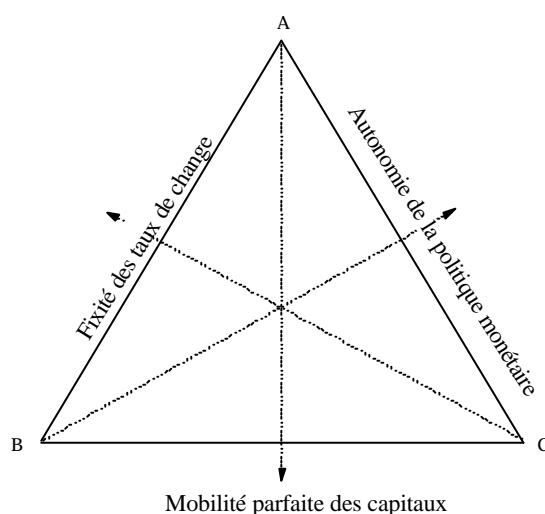
moindre et à un investissement plus important, mais également à des gains de productivité, et donc à une croissance, plus faibles. Même s'il est difficile d'établir le sens de la causalité, il semble que ce soit le régime de change qui explique la faiblesse de l'inflation, et non une situation moins inflationniste qui autorise la fixité du change.

Les régimes de change vraiment flexibles sont sans doute ceux qui ont le moins bien fonctionné, avec une inflation plus forte, et des résultats médiocres en termes de croissance. Quant aux régimes intermédiaires (parités glissantes par exemple), ce sont ceux qui semblent avoir garanti les meilleures performances de croissance, même si, par nature, ils ont autorisé davantage d'inflation.

Encadré 3 : Le triangle d'incompatibilité de Mundell

Le triangle de Mundell représente les trois principes d'organisation qui permettent de juger de la viabilité du système monétaire international : degré de rigueur des règles de change, degré de mobilité des capitaux, et degré d'autonomie des politiques monétaires. Seules les combinaisons de politique de change, de

politique monétaire et de mobilité des capitaux se situant à l'intérieur de ce triangle sont viables. Ainsi, la mobilité des capitaux associée à la stabilité des taux de change se situe à l'angle « union monétaire » du triangle, qui est diamétralement opposée à l'autonomie de la politique monétaire.



A : Autarcie financière. Il est possible de concilier changes fixes et objectifs économiques internes, si les réserves de change sont suffisantes.

B : Union monétaire. Mobilité parfaite des capitaux et changes fixes interdisent toute autonomie à la politique monétaire.

C : Changes flottants. La mobilité parfaite des capitaux et la flexibilité des taux de change permettent l'indépendance de la politique économique.

Ainsi, le choix semblait surtout ouvert entre parité fixe et taux de change géré par rapport à une devise de référence, les régimes de change véritablement flexibles ne donnant que des résultats mitigés. Cette conclusion coïncide d'ailleurs avec les stratégies de change d'un très grand nombre de pays, en particulier de pays en développement, telles qu'on a pu les observer depuis la fin des années quatre-vingt.

© Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999.

Mais aujourd'hui, la libéralisation des mouvements de capitaux et la convertibilité croissante des monnaies des pays en développement placent ces pays aux limites du triangle d'incompatibilité de Mundell, dans une position inconfortable : compte tenu de leur stratégie d'ancrage de fait et de la mobilité croissante des capitaux, les pays du Sud doivent adopter des politiques monétaires relativement strictes, pour éviter les dérives inflationnistes. Ceci impose des taux d'intérêt nominaux relativement élevés qui, en Asie, ont alimenté les entrées spéculatives de capitaux volatils, et ont ouvert la voie aux crises de change. Le mauvais fonctionnement de l'ancrage au dollar en Asie pousse aujourd'hui certains auteurs à préconiser l'abandon des régimes de change intermédiaires, au profit soit de régimes de change strictement fixes (comme le *currency board* argentin), soit de régimes de change flexibles (Barry Eichengreen, 1999). Cependant, les mêmes reconnaissent qu'une quasi-union monétaire est difficile à réaliser, en particulier dans un pays émergent, et que le flottement libre produit une volatilité qui peut perturber la croissance.

Ce problème soulève la question de la crédibilité des politiques économiques (et en particulier de la politique de change), et souligne une nouvelle fois le caractère crucial du choix d'un régime de change, et les très fortes contraintes qu'il impose.

L'évolution des stratégies de change

Deux évolutions marqueront sans doute le système monétaire international dans les années à venir. D'une part, les stratégies d'ancrage officiel ou effectif des monnaies des pays en développement sur de grandes monnaies devraient se poursuivre. D'autre part, l'euro pourrait s'imposer à côté du dollar comme monnaie internationale, et devenir une référence importante des stratégies de change.

Il est probable que le mouvement d'ancrage sur des grandes monnaies internationales se poursuivra, renforçant sans doute le rôle régional, sinon international, de l'euro. C'est ce que montrent Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrière-Révil à propos des pays sud-méditerranéens (PSM) et des pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Si les pays proches, en termes régionaux, de l'Union européenne adoptent un raisonnement en termes de ZMO pour définir la monnaie de référence de leur politique de change, ils auront sans doute intérêt à retenir l'euro (plutôt que le dollar ou le yen), en raison de l'importance de leurs liens commerciaux avec l'Union. Par ailleurs, si l'on admet que ces pays ont également pour objectif la stabilisation de leur solde extérieur (ce qui implique maintien de la compétitivité et stabilisation de la charge de la dette), il apparaît également que l'euro devrait être la monnaie d'ancrage réel à privilégier, et ce dans des proportions qui sont importantes, puisque l'euro représenterait dans la majorité des cas plus de 70 % du panier d'ancrage.

Cette double stratégie de stabilisation probable, nominale et réelle, des monnaies des PECO et des PSM sur l'euro plaide en principe pour l'adoption de régimes de change à parité glissante. La majorité des pays d'Amérique latine et de nombreux pays asiatiques ayant par ailleurs déjà choisi de déterminer leur politique de change en fonction du dollar, on pourrait ainsi voir émerger deux grandes zones monétaires régionales.

Cette évolution renforcera sans doute le rôle de l'euro comme monnaie internationale. Par ailleurs, la bipolarisation du système monétaire international, et l'ancrage de fait d'un nombre croissant de monnaies sur l'une des deux grandes ancrées monétaires, devrait renforcer l'efficacité des fluctuations entre les deux grandes monnaies pour restaurer les équilibres commerciaux entre les deux zones (euro et dollar). La plus grande efficacité des variations de change entre l'euro et le dollar pourrait alors limiter leur ampleur.

Par ailleurs, cette évolution rend à la fois plus nécessaire mais également plus complexe la gestion du taux de change par les pays en développement. La création de grandes zones monétaires rendra les stratégies autonomes de plus en plus difficiles : de même que la plupart des pays émergents tentent de s'ancrer à l'une des grandes zones commerciales de la triade, de même il est probable qu'ils tenteront d'ancrer leurs monnaies, ne serait-ce que parce que le choix de la monnaie de référence est lié à la zone géographique avec laquelle les échanges commerciaux ont lieu.

Bibliographie

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et DEUSY-FOURNIER P., « La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 », *Économie internationale*, n° 59, 3^e trimestre, 107-144, 1994.

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et LAHRÈCHE-REVIL A., « Pegging the CEEC's Currencies to the Euro », *Document de travail du CEPPII*, n° 1988-04, 1998.

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et LAHRÈCHE-REVIL A., « The Euro and Southern Mediterranean Currencies », in H. Handoussa (ed.), *The Euro-Mediterranean Partnership and After*, à paraître, 1999.

EICHENGREEN B., *Toward a New Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington DC, 1999.

FMI, *Exchange Rate Arrangements*, 1980, 1998.

GOSH A., GULDE A.-M., OSTRY J. et WOLF H., « Does the Exchange Rate Regime Matter », *IMF Working Paper*, n° 95/121, novembre 1995.

SCHULER K., « The Problem with Pegged Exchange Rates », *Kyklos*, 52 (1), 1999.