

LES DISCUSSIONS THÉORIQUES AUTOUR DU CHOIX D'UN RÉGIME DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

Bruno Martarello De Conti[♦]

Frederico S. P. F. Valente[•]

Résumé:

Depuis la fin du système Bretton Woods, on a constaté de profonds changements dans l'économie internationale, rendant cette sphère plus complexe. Ce nouveau contexte est caractérisé par la grande volatilité des principales variables macroéconomiques dans les pays périphériques dits émergents, à savoir, ceux qui, d'une manière ou d'une autre, ont fait leur entrée dans la globalisation financière. Ces phénomènes ont pour cause principale la nature instable des flux de capitaux qui se dirigent vers ces pays. Dorénavant, les variables présentes dans la balance de paiements semblent être soumises à la mobilité du capital international. Bien qu'auparavant la question de la stabilité du taux de change fût un attribut du mode opératoire du système monétaire international, c'est maintenant une question laissée en suspens pour l'intervention de chacun des pays. L'intérêt de ce travail est donc d'approfondir la question du régime de change dans le contexte actuel de la globalisation financière, principalement du point de vue des pays émergents. L'objectif étant d'essayer de représenter quelques points considérés comme centraux afin d'atteindre une perspective alternative sur le sujet du choix des régimes de change dans les pays émergents.

Mots-Clés : régimes de change, pays émergents, globalisation financière, flux de capitaux.

Abstract

The deep changes verified at the international economy since the end of the Bretton Woods system created an ambience of a bigger complexity. This framework engenders a great volatility of the main macroeconomic variables in the peripheral countries considered as emerging countries – i.e., the ones that have in some way made their integration into the financial globalization. This scenario is due to the fact that the capital flows addressed to these countries are much more unstable than those of the central countries. Nowadays, the variables that compose the balance of payments seem to be subordinated to the mobility of the international capital. If some decades ago the issue of the exchange rate stability was an attribute of the modus operandi of the international monetary system, now it is an issue to be dealt with by each country on its own. This paper aims to recuperate some of the discussions concerning the exchange rate regimes in the context of the financial globalization, with the focus on the emerging countries. The goal is to delineate some points considered as essentials in the attempt of reaching an alternative perspective in the theme of the choice of exchange rate regimes in emerging countries.

Key words: exchange rate regimes, emerging countries, financial globalization, capital flows.

[♦] Doctorant en Economie à l'Université Paris Nord et à l'Université de Campinas – Brésil (deconti@eco.unicamp.br).
[•] Master en Théorie Economique à L'Université de Campinas – Brésil (fredvalente@eco.unicamp.br).

LES DISCUSSIONS THÉORIQUES AUTOUR DU CHOIX D'UN RÉGIME DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS*

Bruno Martarello De Conti[♦]

Frederico S. P. F. Valente[♦]

I. Introduction

L'importance que le taux de change revêt en tant qu'intermédiaire de toutes les transactions entre une économie domestique et le reste du monde lui confère le rôle d'un prix-clé dans l'économie. Par conséquent, quel que soit le degré, la politique de change a toujours été un important et puissant instrument de politique économique. L'évolution de cette variable économique peut survenir par une gamme variée d'arrangements institutionnels, appelés régimes de change. La question du choix d'un régime de change approprié tant de la part des pays centraux tant de la part des pays périphériques a gagné en intensité avec la fin du système de Bretton Woods et l'émergence de la globalisation financière.

La gestion de la stabilité de la valeur extérieure des monnaies nationales était un attribut du mode opératoire du Système Monétaire International qui fut effectif de l'après-guerre jusqu'au début de la décennie de 1970. L'accord de Bretton Woods exigeait des pays signataires la déclaration de la valeur paritaire de leur monnaie¹, même s'il existait une clause échappatoire afin de garantir l'ajustement de prix relatifs. L'idée était d'éviter les dangers de la volatilité des taux de change et des dépréciations concurrentielles des années 1920 et 30. L'institution responsable de cette garantie et de la régulation de ce système paritaire était le Fonds Monétaire International. Pendant cette période, toutefois, le régime de change prépondérant était le change fixe, néanmoins ajustable, associé à une série de restrictions à la mobilité des flux de capitaux.

Les profonds changements survenus dans l'économie internationale depuis la fin du système de Bretton Woods ont créé un environnement de plus grande complexité, dans lequel les opportunités offertes aux pays qui s'insèrent dans la structure de la globalisation financière viennent, en règle générale, accompagnées de grands risques. Si, d'une part, l'émergence de l'Euromarché, le développement des finances directes et la libéralisation financière ont augmenté la mobilité du

* Les auteurs remercient les suggestions et les commentaires des professeurs Dominique Plihon, Ricardo Carneiro, Maryse Farhi et, en particulier, Daniela Prates, directrice de la dissertation qui a servi de base à la conception de cet article. Les éventuelles incorrections présentes dans cet article, pourtant, sont de la responsabilité des auteurs. Bruno De Conti présente cet article dans le cadre d'un stage doctoral à l'Université Paris Nord, financé par la CAPES.

[♦] Doctorant en Economie à l'Université Paris Nord et à l'Université de Campinas - Brésil (deconti@eco.unicamp.br).

[♦] Master en Théorie Economique à l'Université de Campinas - Brésil (fredvalente@eco.unicamp.br).

¹ Définie en termes de contenu or du dollar américain et avec une variation marginale de 1 % (Eichengreen, 1994).

capital et son potentiel de valorisation, de l'autre, la possibilité de crises a augmenté, principalement à cause de l'instabilité systémique qui caractérise cette étape du développement capitaliste.

Ce nouvel arrangement crée un contexte de grande volatilité des principales variables macroéconomiques dans les pays périphériques dits émergents – i.e. ceux qui de quelque manière ont fait leur insertion dans la globalisation financière. Ces phénomènes surviennent, principalement, en raison de l'instabilité des flux de capitaux qui se dirigent vers ces pays, une instabilité plus importante que celle des flux en direction des pays centraux.

On peut souligner que la hiérarchie existante dans la norme précédente entre le compte courant et le compte financier semble avoir été inversée. Les variables présentes dans la balance de paiements sont aujourd'hui subordonnés à la mobilité du capital international. Si avant la question de la stabilité du taux de change était un attribut du système capitaliste global lui-même, maintenant c'est une question laissée en suspens pour l'intervention de chaque pays. Pour les pays émergents, ce problème devient chaque fois plus crucial à mesure que la volatilité accentuée des flux de capitaux crée une immense pression sur les taux de change ; et si l'instabilité des taux de change peut d'une certaine façon être bien absorbée dans le pays développés, c'est loin d'être le cas dans les économies émergentes.

En premier lieu, l'instabilité des taux de change conduit à des incertitudes qui peuvent réduire l'horizon des décisions des agents économiques impliqués dans des activités globales, en rendant les investissements bien moins attrayants. De plus, la volatilité des taux de change exerce des effets délétères sur l'inflation (*pass-through*), la dette publique et les salaires réels. Un autre problème récurrent que l'on peut relever est à la possibilité de *currency mismatches*, étant donné que les modifications du taux de change finissent par aboutir à des déséquilibres patrimoniaux entre les agents, car la dimension du passif dans des monnaies étrangères est, dans certains cas, plus grande que celle de l'actif, ce qui mène à de graves difficultés financières dans l'économie.

L'émergence de la globalisation financière a accentué, par conséquent, la centralité et la complexité de la question du taux de change. Aujourd'hui, les marchés de change ont assumé une position centrale et bien plus encore, se sont transformés en un espace d'intenses et fréquents mouvements spéculatifs. Dans ce contexte, la mission des autorités monétaires étant de traiter les mouvements du taux de change de forme raisonné se révèle extrêmement laborieuse. En outre, pour les pays émergents, on remarque encore certaines spécificités qui leurs confèrent des difficultés supplémentaires quant au choix d'un régime de change approprié. Néanmoins, certains auteurs ne donnent pas l'importance qui mérite ces particularités en ce qui concerne cette question. Cet article abordera, par conséquent, les différentes suggestions de régimes de change, en ayant comme point

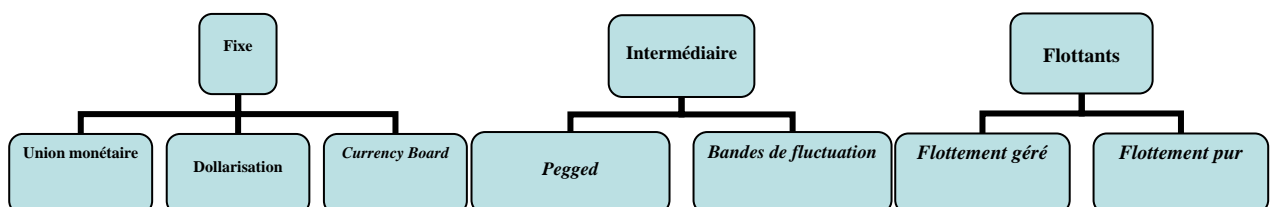
de mire les pays émergents et leurs dilemmes face aux choix alternatifs. L'objectif est, donc, de mettre en valeur les principales discussions concernant ce sujet, en représentant les points considérés comme centraux afin d'atteindre une perspective alternative quant au choix du régime de change dans les pays émergents dans l'actuel contexte de la globalisation financière.

II. Régimes de change dans les pays émergents: un autre problème?

Le thème du choix du régime de change le plus approprié pour les pays émergents est extrêmement controversé dans la littérature concernée et il est impossible d'atteindre un consensus même entre les auteurs qui suivent le même courant de pensée économique. L'intention de cette section est d'approfondir les propositions de régime de change, en ayant pour socle les principaux auteurs ayant abordé ce sujet. Avant toute chose, il est nécessaire une brève présentation des différents types de régime de change existant, puisqu'on dénote à ce stade des divergences dans le classement des régimes présents. Principalement lorsqu'il s'agit des régimes intermédiaires, on perçoit des zones d'intersection où la distinction entre les modèles apparaît brumeuse.

D'après Frankel (2003), la caractéristique qu'établit la limite entre les régimes intermédiaires et ceux de taux flottants est l'existence d'objectifs spécifiques pour le taux de change. Ainsi, en dépit des interventions ponctuelles des autorités monétaires sur le marché de change, si des taux déterminés *a priori* et annoncés publiquement ne sont pas suivis, le régime est considéré comme flottant. En suite, le critère utilisé pour différencier les régimes intermédiaires de ceux à taux fixe est l'existence ou non d'un accord institutionnel sur le taux de change désiré (e.g. une loi). Bien entendu, entre les trois groupes, il existe d'innombrables formes possibles de gestion du taux de change, cependant le choix de cet étude est la présentation des régimes considérés comme les plus représentatifs.

Typologie des régimes de taux de change



Ainsi, les cas extrêmes de taux de change fixes – unions monétaires et dollarisation – symbolisent dans le fond l'abolition pur et simple du taux de change. La principale différence entre

ces régimes n'est autre que le caractère unilatéral de la dollarisation, quand l'Union Monétaire est le fruit d'un accord entre les différents pays, qui vont définir pour eux une monnaie seule. L'autre régime qui établit la fixation du taux de change, mais sans une substitution monétaire, est le *currency board*, dans lequel la parité entre la monnaie locale et, en règle générale, le dollar, est déterminé par loi. La convertibilité entre les deux monnaies est garantie par les autorités monétaires. Dans ce cas, la variation de l'offre de la monnaie nationale est conditionnée par les flux de devise étrangère dès lors qu'il existe une proportion fixe entre la base monétaire et le volume de réserve de change.

Dans le groupe des intermédiaires, existe le régime communément appelé de « *pegged* », caractérisé par la détermination d'un taux de change fixe, mais dont la rigidité, contrairement au régime de *currency board*, n'est définie par aucun accord institutionnel strict. A la limite, il est possible que surviennent quelques mini-dévaluations quotidiennes sans que se perde le caractère du taux de change *pegged*, puisque la parité continue à en être déterminée *ex ante* par les autorités monétaires. En effet dans le régime de *bandes*, les autorités monétaires établissent des marges à l'intérieur desquelles le taux de change peut varier librement, conformément aux mouvements du marché. L'objectif central est de tenter de concilier les quelques bénéfices de la flexibilité de change avec ceux liés à un taux de change administré.

Enfin, il reste la différence entre le régime de flottement géré et celui de flottement pur. Dans ce dernier, le taux de change est déterminé exclusivement par le marché. L'objectif est l'autorégulation selon la croyance que le taux de change est la variable d'ajustement qui garantit l'équilibre de la balance de paiements. Dans le régime de flottement géré, par contre, le marché de change n'est pas exempt de l'intervention du gouvernement, puisque la Banque Centrale se trouve apte (et autorisée) à réaliser d'éventuelles transactions financières dans l'intention d'influencer les taux de change.

a) Friedman et la défense du flottement pur

L'intérêt de débiter la discussion avec un auteur tel que Milton Friedman, qui ne discute pas les spécificités des pays émergents, mais propose un régime de taux de change qui seraient universel, se doit au caractère « séminal » de son œuvre sur ce sujet. Même à l'apogée de l'âge d'or du capitalisme mondial, lorsque le système de Bretton Woods était peu contesté et son régime de taux de change fixe était amplement accepté, la voix de Friedman était dissonante.

Dans un article publié en 1953, et qui reste de nos jours encore une référence en matière de débat sur le sujet, l'auteur défend avec véhémence l'adoption d'un système de flottement pur des taux de change, déclarant que ce régime est le seul qui pourrait nous conduire à l'objectif d'une économie mondiale libre et prospère :

“a system of flexible or floating exchange rate – exchange rates freely determined in an open market primarily by private dealings and, like other market prices, varying from day to day – [is] absolutely essential for the fulfillment of our basic economic objective: the achievement and maintenance of a free and prosperous world community engaging in unrestricted multilateral trade. There is scarcely a facet of international economic policy for which the implicit acceptance of a system of rigid exchange rates does not create serious and unnecessary difficulties. Promotion of rearmament, liberalization of trade, avoidance of allocations and other direct controls both internal and external, harmonization of internal monetary and fiscal policies – all these problems take on a different cast and become far easier to solve in a world of flexible exchange rates and its corollary, free convertibility of currencies” (FRIEDMAN, 1953: 157)

La thèse de l’auteur, bien qu’elle n’ait pas été unanimement acceptée par la communauté internationale, a résisté tout de même à l’érosion du temps, a gagné du terrain avec le démontage de Bretton Woods et aujourd’hui est défendue par plusieurs économistes, en plus d’être reconnue et recommandée par les organismes multilatéraux, tel que le Fond Monétaire International (FMI) ou la Banque de Règlements Internationaux (BRI)². L’essence de cette théorie trouve ses fondements dans la théorie monétariste, laquelle suggère que les prix doivent être flexibles et, surtout, les trois prix basiques de l’économie – taux de change, taux d’intérêt et salaires -, de manière à ce que les ajustements du marché conduisent à une économie d’équilibres internes et externes. Selon l’optique d’un certain pays, étant donné que les prix et les salaires à l’extérieur ne seront pas suffisamment flexibles, il est nécessaire que le taux de change le soit, afin que se réalise les ajustements des chocs, qu’ils soient réels ou monétaires.

Selon Friedman (1953 : 173), dans un régime de flottement pur, les variations du taux de change refléteraient des variations dans les fondamentaux macro et microéconomiques d’un pays. Ainsi, une variation du taux de change serait le fruit d’une hausse de la productivité à une cadence plus rapide (ou plus lente) que celle vérifiée chez ses partenaires commerciaux, ou bien d’une expansion monétaire différente de celle observée dans le reste du monde ; dans les deux cas, la modification des taux de change serait bénéfique à l’économie locale. De cette manière, si un pays présentait des fondamentaux stables et solides, son taux de change serait également stable. D’un autre côté, s’il y

² Cf. Duttagupta *et alli* (2005); Disyatat & Galati (2005); Mohanty & Turner (2005), entre autres. Néanmoins, comme nous le verrons plus en avant, ces auteurs acceptent certaines interventions sur le taux de change selon le lieu et l’instant, contrairement à Friedman, qui est plus radical dans sa proposition d’un régime de change totalement libre.

avait une volatilité des taux de change, elle serait uniquement le signe des instabilités économiques plus profondes ou d'un comportement des fondamentaux économiques excessivement divergents par rapport aux autres pays. Dans ce cas, fixer artificiellement le taux de change n'éliminerait pas les causes de cette instabilité et, bien au contraire, augmenterait la volatilité des autres variables économiques.

En outre, d'après l'auteur, la stabilité du taux de change serait renforcée par l'action des spéculateurs, car en effet, contrairement à ce qui les critiques disent, cette action empêcherait une divergence excessive du taux par rapport à son point d'équilibre. La logique derrière cette hypothèse, appelée de spéculation stabilisatrice, est qu'une fois ayant dévié de sa trajectoire normale, le taux de change offrirait une opportunité de gain aux agents qui, ayant anticipé à ce décalage temporaire et pariant sur un retour au taux original, adopteraient une attitude qui, finalement, renforcerait et accélérerait le retour prévu. Par cette dynamique, le risque d'attaques spéculatives contre la parité, qui conduirait le taux loin de son point d'équilibre serait presque éliminé.

Le flottement pur des taux de change ne serait pas une entrave au calcul économique, comme le font valoir les critiques, la tendance étant l'obtention d'une relative stabilité des taux de change. De toute façon, face à une fluctuation excessive des taux de change, les agents pourraient chercher la protection à travers des marchés futurs ; marchés qui tendraient à se développer rapidement dans un contexte de taux de change flexibles. De plus, pour l'auteur, si un régime de change fixe fournit une sécurité quant au taux de change dans le futur, cela crée de plus grandes incertitudes dans le futur concernant d'autres variables, y compris le taux de croissance économique.

L'autre grand avantage de ce régime de change, comme souligné par Frenkel (2003) est la conservation, dans la juridiction des autorités monétaires, des pouvoirs de *seignuriage* et de leur capacité à agir comme des prêteurs en dernier ressort, ces possibilités étant perdues avec un régime de taux de change fixe. En élargissant encore davantage le rayon d'action de la banque centrale, il y aurait aussi une augmentation de la marge de manœuvre de la politique monétaire du pays (EICHENGREEN, 2000; DUTTAGUPTA *et alli*, 2005, par exemple). S'il n'existe aucun objectif au taux change, les gouvernements nationaux pourraient faire valoir leur politique monétaire dans le seul et unique but d'atteindre des objectifs nationaux. C'est pourquoi Friedman argumente qu'elle serait infondée l'analyse qu'un régime à taux flottant gonflerait le problème de l'inflation. Bien au contraire, l'économiste souligne qu'une politique monétaire deviendrait libre afin de combattre la hausse des prix si cela est nécessaire. Selon lui, avec des taux de change flottant, chaque pays pourrait suivre la combinaison chômage-inflation qu'il préfère, c'est-à-dire, qu'il pourrait choisir son optimum sur la courbe de Phillips. Chaque nation pourrait, ainsi, séparément, chercher sa

propre stabilité monétaire, sans qu'il soit nécessaire d'une coordination internationale sur les politiques budgétaire et monétaire interne de chaque pays.

Une possible critique à la flexibilité pure, rappelée par Friedman (1953 : 185), est celle selon laquelle les taux de changes flottants conduisent à une vitesse et à un *timing* non désirés au moment des ajustements aux chocs. L'auteur répond à cette position en soulignant qu'avec des taux de change fixes, l'ajustement serait encore davantage erratique, en alternant des phases de lenteur avec des moments d'extrême rapidité. Pour les défenseurs de la libre fluctuation, comme les prix ne sont pas complètement flexibles, les changements dans le taux de change se montrent nécessaires pour équilibrer la divergence de fondamentaux entre les pays. L'ajustement par les taux de change serait supérieur à un ajustement rapide des fondamentaux, qui provoqueraient de grandes pertes dans le revenu réel comme résultat d'ajustements déflationnistes.

L'analyse de ce modèle, néanmoins, ne peut pas ignorer le fait que, à l'époque de cette proposition, la grande préoccupation de Friedman était l'ajustement des déséquilibres de la balance de paiements, dans un contexte de relative rigidité des prix et des salaires. Le point central de l'auteur, par conséquent, se trouvait dans l'économie réelle, puisque les flux de capitaux à ce moment étaient fortement réglementés d'après les décisions de l'accord de Bretton Woods.

Un des grands défenseurs de la libre fluctuation aujourd'hui est Barry Eichengreen (2000), qui base ses recommandations sur le principe du « théorème de l'impossibilité » ou, comme il est connu en anglais, « *the impossible trinity* ». Suivant les enseignements du modèle de Mundell-Fleming, ce principe met en avant l'impossibilité de l'obtention simultanée de trois objectifs de politique économique, à savoir, la libre circulation du capital, un régime de taux de change fixe, et l'autonomie dans la conduction de la politique monétaire. L'idée serait qu'un pays doit élire seulement deux de ces trois objectifs, étant donné qu'il ne serait pas possible de réaliser les trois conjointement. Avec l'étalon-or, il était possible d'avoir à la fois mobilité des capitaux avec un taux de change fixe ; le système de Bretton Woods a maintenu la rigidité du taux de change, mais a imposé des contrôles de capitaux, rendant possible l'autonomie de la politique monétaire ; et dans l'actuel contexte de la globalisation financière, le plus commun serait l'adoption d'un régime de change flottant avec une haute mobilité de capitaux et d'autonomie monétaire.

Ceci se produit, selon l'auteur, car dans l'environnement démocratique actuel, les gouvernements nationaux doivent mener une politique monétaire indépendante, au service des intérêts de la population. Dans le même temps, on constate une mobilité croissante et incontrôlable du capital international, n'offrant pas aux pays d'alternatives à l'adoption d'un régime de change flottant. Avec les ouvertures commerciale et financière qui ont marqué les dernières décennies, il devient difficile de s'opposer aux effets des mouvements de capitaux sur les taux de change. « La

conclusion évidente est que la tendance en faveur d'un taux de change flexible est une conséquence inévitable de l'augmentation de la circulation du capital international » (EICHENGREEN : 2000, 256).

Dans des pays avec des marchés financiers immatures, la fluctuation des taux de change est crainte, car une volatilité excessive peut apparaître. D'autre part, l'ancrage du taux de change dans le passé n'aurait été possible que sous la protection du contrôle des capitaux, qui réduisait l'interférence des conditions financières externes sur celles internes, donnant au gouvernement une marge de manœuvre plus grande pour manipuler la politique interne dans la recherche d'intérêt nationaux, sans pour autant toucher la stabilité du taux de change. Ceci, néanmoins, ne serait plus possible, d'après l'auteur, puisque :

« comme les pays asiatiques [et les périphériques, d'une manière générale] sont passés du stade de croissance extensive –où le problème de la politique économique est la mobilisation de l'épargne et des ressources dans des investissements physiques– pour le stade de croissance intensive –où le développement exige innovation, productivité, croissance et capital à risque– les pays de la région n'ont pas d'autre choix sinon que de libéraliser leurs systèmes financiers. Et avec la libéralisation financière domestique arrive l'inévitable élargissement de la circulation du capital, faisant ressortir la fragilité des parités fixes » (*op. cit.* 256).

Pour toutes ces raisons, depuis la fin du système de Bretton Woods, on observe dans le monde un mouvement incessant en direction des régimes de taux de change flottants³, et pour l'auteur, rien ne laisse entendre pour le moment une modification de cette tendance. Eichengreen reconnaît que, pour quelques très petits pays ouverts, l'excessive fluctuation des taux de changes a des coûts économiques très importants, rendant le droit d'ancrage à la monnaie d'un de ces pays voisins plus grand comme unique alternative. Mais pour la grande majorité des pays, une plus grande flexibilité de change semble être là pour rester.

Le pronostic d'Eichengreen est confirmé par le fait que certains des principaux organismes multinationaux, comme la BRI ou le FMI, ont récemment soutenu l'adoption de régimes de taux flottants, en faisant valoir celle-ci comme une tendance inexorable déjà vérifiée dans les pays développés. Le passage à un régime de plus grande flexibilité est considéré comme une étape vers la création d'une économie mature puisque, comme on l'a vu précédemment, un taux de change

³ Au moins en ce qui concerne le régime « officiel », déclaré au FMI. Comme on verra, pourtant, il y a une grande différence, dans plusieurs pays, entre les régimes déclarés (*de jure*) et la réalité (régimes *de facto*).

flexible serait capable de protéger le pays contre des chocs externes et d'augmenter l'indépendance de la politique monétaire.

En ce sens, les interventions des autorités monétaires sur le marché des changes devraient être extrêmement rares et avoir pour unique but de réduire la volatilité, sans qu'il soit nécessaire de recourir à tous types d'efforts pour fixer un niveau au taux de change. Les principales explications pour ce type de défense sont : (i) des doutes sur l'efficacité des interventions sur le taux de change réel ; (ii) des interventions à grande échelle pourraient détériorer les autres actions de la politique économique (effets collatéraux) ; (iii) le marché financier serait capable d'absorber les chocs ; et (iv) le pouvoir d'intervention diminuerait avec la répétition.

Des études de la BRI sur le sujet (BIS, 2005; RHEE & LEE, 2005; DISYATAT & GALATI, 2005; MOHANTY & TURNER, 2005) allèguent que l'efficacité des interventions sur les taux de change tendent à diminuer avec l'ouverture financière et que la tendance est qu'elles deviennent chaque fois moins efficaces⁴. Leurs effets, pour les auteurs, ne durent pas à long terme et révèlent une certaine asymétrie, puisqu'on peut parfois établir une limite inférieure au taux de change, mais difficilement son plafond⁵. Quand elles se font nécessaires, disent-ils, il est préférable que ces interventions soient faites à l'aide des instruments de marché, tels que des opérations d'achat et de vente de devise et non par des mesures plus durables, comme l'établissement de marges de fluctuation. En outre, elles devraient s'incorporer dans des objectifs amples et transparents (par exemple, l'engagement avec un régime de cibles d'inflation), en évitant des interventions *ad hoc* ou inattendues.

Quoiqu'il en soit, les défenseurs du régime de change flottant soutiennent que pour que les bénéfices de la flexibilité se vérifient, il faudrait que le marché des changes soit suffisamment liquide et efficace, afin de permettre au taux de change de répondre aux forces du marché, qui devraient limiter tantôt la fréquence quant à l'intensité des écarts des taux de change en relation avec leur « point d'équilibre », déterminé par les fondamentaux macroéconomiques. Pour cette raison, les pays émergents devraient s'orienter tous dans la direction de la libéralisation complète de leur compte financier, accompagnée par l'indépendance et la transparence de la Banque centrale. En attendant que ça soit le cas, néanmoins, les études reconnaissent qu'autant la nécessité que l'efficacité des interventions sont plus importantes dans les pays périphériques que dans les pays centraux.

⁴ L'*overview* des BIS Papers n° 24 affirme que les effets collatéraux des interventions sur le taux de change dans les économies domestiques les rendent chaque fois plus difficiles à être maintenues (BIS, 2005). Rhee & Lee (2005: 205) soutient que les interventions sur le taux de change en Corée du Sud dans les années 90 étaient nécessaires et ont eu un franc succès, mais que "*from a future perspective (...) it is more desirable to let the exchange rate be determined in the market, reflecting the economic fundamentals and foreign exchange flows*".

⁵ C'est-à-dire que l'on peut éviter l'appréciation excessive du taux de change, mais pas toujours sa dépréciation.

b) Régimes intermédiaires : méthodes et objectifs de l'administration des taux de change

Un des plus ardents défenseurs des régimes intermédiaires est John Williamson, qui affirme que même pour les pays développés, un certain degré d'interventionnisme sur les marchés de changes serait bénéfique à l'économie. Pour cet auteur (WILLIAMSON, 1993), il existerait un « *fundamental equilibrium exchange rate* » (FEER) de moyen terme, qui dépendrait de l'équilibre du compte financier et du flux de capitaux considéré comme « normal », ou « habituel »⁶. Il y aurait, néanmoins des écarts temporaires de ce FEER qui, malgré le fait qu'ils ne soient pas durables, diminuerait l'efficacité de l'économie concernée.

Pour éviter ces désalignements, les autorités monétaires pourraient établir des bandes de fluctuation, facilitant le retour du taux de change à la place qui lui est due. Le grand problème d'un taux de change flottant ne serait pas sa volatilité, mais sa tendance aux désalignements, de sorte que, plus que de servir d'ancre nominale, l'intention d'un taux de change administré devrait être exactement d'éviter ces désalignements. Néanmoins, l'auteur semble négliger le fait que si la volatilité des taux de change peut d'une certaine manière être bien absorbée dans les pays développés, ceci n'arrive pas dans les économies émergentes, comme on l'a vu précédemment. Ainsi, contrairement à ce que suggère Williamson, un régime de change favorable aux économies émergentes doit se focaliser sur le positionnement du taux de change, mais aussi chercher à éviter l'excès de volatilité du marché de change.

Dans la lignée de son raisonnement, Williamson affirme que l'établissement des bandes pour les taux de change devrait se régler par des mesures purement « technocratiques » et en aucun cas « idéologiques ». En effet, la tentative de préservation du taux de change à un niveau qui n'est pas celui d'équilibre (un niveau concurrentiel « irréel »), serait une grande erreur et affronterait une forte réaction du marché, avec une intense action spéculative. Le niveau idéal devrait être indiscutablement le taux de change qui garantirait à moyen terme l'obtention d'une combinaison d'équilibre interne et externe. Avec ceci, il reste clair que, malgré la fuite des « solutions en coin », l'auteur maintient la défense de l'absence d'autonomie de politique de change, tout comme les théoriciens du « *hollow middle* »⁷, car les interventions restent soumises à des règles strictes.

⁶ Ce travail ne prétend pas débattre les différentes visions théoriques sur la détermination du taux de change. Il suffit, pour les objectifs de cet article, de comprendre que certains auteurs s'accordent sur l'existence d'un taux de change d'équilibre, qui pourrait être calculé par les autorités monétaires, quand pour d'autres auteurs, il n'existe aucun taux d'équilibre. Pour de plus amples détails sur les différents points de vue sur la détermination du taux de change, quelques bonnes références sont Plihon (1991), Holland (1998) e Nápoles (2000).

⁷ La théorie du « *hollow middle* » défend l'adoption des régimes de change extrêmes (soit le flottement pur, soit la rigidité complète), pour éviter les politiques de change discrétionnaires.

L'auteur défend, par ailleurs, l'annonce publique des objectifs, bandes et actions gouvernementaux, afin de permettre la transparence maximale aux marchés.

Il est curieux de remarquer que le "Consensus de Washington", défendu (et baptisé) par Williamson, ne mentionne aucune proposition quant au régime de change le plus adapté aux pays émergents, suggérant simplement que le taux de change doit être compétitif⁸. Ce que l'on dénomme déjà "Post-Consensus", élaboré plus d'une décennie après l'originel, a une claire suggestion de régime de taux de change qui peut être résumée dans la suivante affirmation : « une plus grande flexibilité semble être le choix juste (et le seul ?) car toute forme de fixation peut être totalement vulnérable à une perte soudaine de crédibilité » (Rojas-Soarez, 2004: 124). L'auteur suggère ici que la nécessité d'une transition des régimes de taux de change fixe pour le flexible dans l'Amérique Latine aurait eu des incidences tant externes (restrictions temporaires imposées par les marchés internationaux de capitaux) qu'internes (désillusion quant à l'efficacité du taux de change fixe pour combattre l'inflation et prévenir les attaques spéculatives) et que, par conséquent, la rigidité des taux de changes ne serait pas une alternative viable.

Quand elle traite de régimes de change flexible, pourtant, contrairement à Friedman, Rojas-Soares avance que dans les pays émergents le flottement pur ne serait pas possible. Selon elle, les raisons sont le manque d'indépendance des Banques centrales, l'élevé *pass-through* taux de change-prix et la volatilité des flux de capitaux, qui pourraient gérer des dépréciations de change excessives, avec un clair danger de *currency mismatches*. Sans aucun doute, ceci est un progrès par rapport aux auteurs qui ignorent les difficultés affrontées par les pays émergents en ce qui concerne les différents stades où peuvent se trouver les cycles internationaux de liquidité. Néanmoins, elle n'établit aucune hiérarchie entre les trois raisons susmentionnées, semblant ignorer que l'instabilité des flux de capitaux est, certainement, la raison principale de la non viabilité de la libre fluctuation des taux de change dans les pays émergents.

Une autre avance en la matière est la reconnaissance qu'il n'existe pas un régime de change optimal pour tous les pays émergents et pour tous les moments historiques, étant donné que les pays présentent des spécificités qui ne peuvent pas être négligées. Mais malgré cette constatation, elle suggère comme intéressant un régime de fluctuation administrée des taux de change, qui combine des règles et de la discrétion. La règle en question serait que l'objectif de la Banque centrale soit la lutte contre l'inflation. La discrétion permettrait des interventions sporadiques des autorités monétaires sur le marché des changes avec la seule intention de combattre l'inflation. Encore une fois, ce qui se perçoit est la défense de l'absence de discrétion, puisque les interventions devraient

⁸ Pour les dix points proposés par l'agenda du "Consensus de Washington" voir Kuczynski & Williamson (2004).

avoir pour unique dessein le combat à l'inflation sans avoir, à la similitude des propositions de Williamson ou des auteurs du « *hollow middle* », toute l'autonomie nécessaire pour l'utilisation de la politique de change pour la promotion de la croissance et du développement économiques.

De ce fait, malgré l'affirmation que le régime doit combiner règles et discrétion, la discrétion considérée par Rojas-Soarez se limite à la forme et au moment des interventions, mais non à son objectif, qui est lui préétabli : le contrôle de l'inflation. Il est important de comprendre que celui-ci ne doit pas être envisagé comme une vérité absolue et que la politique de change peut aussi être utilisée dans la recherche d'objectifs réels de performance économique. Frenkel & Taylor (2006) allèguent qu'outre l'inflation, le taux de change affecte l'économie à travers les prix relatifs, la compétitivité, la productivité, la croissance, les expectatives des agents, le comportement du marché financier, la composition de la demande effective, la balance de paiements etc. Ainsi, la discrétion dans la conduction des politiques de change et monétaire, selon les auteurs, peut et doit servir à d'autres fins et non au simple contrôle de l'inflation.

Frenkel affirme qu'un taux de change réel déprécié touche le niveau d'emploi par trois différents canaux : (i) le canal macroéconomique : l'augmentation des exportations a un effet expansif sur le produit et l'emploi à court terme ; (ii) le canal du développement : distorsion des prix relatifs en faveur des biens « commercialisables » (*tradeables*); la combinaison donnée par le niveau du taux de change de protection contre les importations et d'incitation à l'exportation promeut une élévation des taux de croissance à moyen et long terme, étant donné l'augmentation des investissements dans les secteurs de biens « commercialisables », avec des externalités positives sur les autres secteurs de l'économie ; (iii) canal de la productivité du travail : en diminuant la relation coût du travail / coût de capital (le capital étant généralement importé), la tendance est une augmentation dans la relation travail/produit, augmentant le niveau général de l'emploi dans l'économie.

A la vue de ces effets, l'auteur tient à mettre en valeur la négligence de la part de la majorité des théoriciens et des dirigeants du rôle positif qu'une bonne gestion du taux de change peut avoir sur les niveaux d'emploi et de revenu d'un pays⁹. Sa proposition est celle d'un régime de politique macroéconomique centré sur plusieurs objectifs, observant avec attention le contrôle de l'inflation, mais mettant l'accent sur la croissance économique et la gestation d'emploi. Dans cette optique, la suggestion est que les autorités monétaires aient comme objectif intermédiaire de politique économique un taux de change réel stable et compétitif : « *We conclude that preserving a*

⁹ "In broader terms, in open developing economies, the real exchange rate is one of the crucial determinants of investment, growth and employment" (FRENKEL, 2004).

competitive and stable RER [real exchange rate] is the best contribution macroeconomic policies can make to the improvement of employment and growth performances » (FRENKEL, 2004: 12).

En ce sens, les interventions de la banque centrale sur les marchés de changes devraient avoir pour intention la préservation d'un taux de change réel stable et compétitif. Étant donné que le marché des changes fonctionne comme un marché d'actifs quelconque, l'important serait d'agir sur les anticipations des agents, puisque celle-ci déterminent les actions d'achat et de vente. Aussitôt, l'auteur rajoute, si les autorités monétaires parvenaient, au travers d'interventions et de signalisations, à stabiliser les expectatives sur le taux réel de change à moyen terme, le marché lui-même agirait dans le but de maintenir le taux comptant stable. Dans une sorte de méthode 'behavioriste' de discipline des marchés, la Banque centrale devrait être ferme dans ses interventions¹⁰, de sorte que le marché n'ait pas intérêt à spéculer, en sachant que s'il le faisait, il subirait une forte sanction de la part des autorités monétaires. Au fil du temps, la fréquence des interventions pourrait alors diminuer. L'un des points importants est la recommandation qu'il ne devrait pas y avoir l'annonce de règles ni d'engagements, mais que les informations devraient toujours être données de forme implicite. Ainsi, une composante discrétionnaire serait maintenue, contrairement à ce qu'avaient proposé les auteurs présentés jusqu'ici.

L'idée principale est de combiner les bénéfices du taux de change flexible à court terme, avec ceux du change fixe à long terme. Ainsi, d'une part la fluctuation à court terme devrait permettre de décourager les flux de capitaux spéculatifs. D'autre part, de grandes modifications ne pourraient être permises dans les expectatives concernant le taux de change réel à moyen et long terme. D'où l'importance d'un intervalle de flottement assez large pour promouvoir le premier objectif, mais suffisamment étroit pour concrétiser le second.

Ce raisonnement est aussi proposé par Ferrari & Paula (2006). Selon ces auteurs, des régimes de change fixe présentent certains avantages (e.g la facilité du calcul économique, contrôle de prix, etc.) mais le coût des ajustements peuvent être élevés ou même insupportable en terme général. Donc, un certain degré de flexibilité du taux de change s'avère recommandable pour que les pays puissent s'ajuster à d'éventuels changements sur la scène internationale de la forme qu'ils jugeront pertinente. Toutefois, ils sont d'accord avec la proposition discutée précédemment, selon laquelle la fluctuation pure est peu recommandable, vu que « dans des pays de monnaie faible (...) et des

¹⁰ Ainsi, il devrait prendre les décisions appropriées dans l'optique de maintenir la stabilité du taux de change réel, bien que cela présente certains effets collatéraux délétères comme par exemple d'importants coûts budgétaires. L'idée étant que en montrant au marché qu'elle est prête à aller jusqu'au bout pour maintenir la stabilité du taux de change, la Banque Centrale crée une réputation qui réduit l'incitation à de nouvelles attaques spéculatives dans le futur, réduisant la nécessité de nouvelles interventions.

marchés financier et de change peu denses », l'instabilité des flux de capitaux promeut des oscillations brusques et intenses dans le taux de change.

Ainsi, tout comme Frenkel (2006), ces auteurs suggèrent pour des pays émergents un régime intermédiaire, qui préserverait la flexibilité d'ajustement du taux de change face aux chocs, mais qui en même temps ouvrirait la possibilité d'orientation de la trajectoire temporelle de ce taux. Le régime proposé aurait des bandes de fluctuation de change déterminées *ex-ante*, mais non explicites. La détermination au préalable de l'intervalle de fluctuation du taux de change, selon les auteurs, « a comme finalité d'influencer dans les expectatives des agents économiques à travers la quête pour la réduction de la volatilité du taux de change nominal et l'intervention dans sa trajectoire temporelle (c'est-à-dire, d'influencer dans la détermination du taux de change réel effectif) » (FERRARI & PAULA: 2006, 190). Ainsi, il y aurait un certain degré d'administration du taux de change réel à court terme, avec la réduction de sa volatilité, et également à long terme, avec l'orientation de son niveau –ou de sa trajectoire temporelle- facilitant la portée de l'objectif désiré, à savoir, un taux de change moins volatile et plus compétitif.

Il est donc clair qu'il n'est pas nécessaire d'opter intégralement pour un des sommets du Triangle de Mundell (du Théorème de l'impossibilité ou la Trinité impossible); le plus recommandé, selon quelques auteurs, étant l'adoption des trois sommets, mais tous de manière partielle, la méthode permettant d'élargir le panel d'option de politique économique. D'après Bradford (2005):

“[T]he calibrated use of policy tools by degrees of commitment, deployment and assignment can create space for different policy-mixes. Selective capital controls, intermediate exchange rate regimes, and some monetary policy autonomy create the policy space within which a variety of policy combinations and mixes are possible and a greater number of instruments are available”.

c) La nécessité et l'efficacité des interventions sur le taux de change dans les pays émergents

Comme le montrent Calvo & Reinhart (2000), les pays émergents bien qu'ils déclarent officiellement l'adoption de régimes de fluctuations des taux de changes, craignent l'excessive volatilité de ce taux et, malgré les recommandations mentionnées ci-dessus en faveur du flottement pur, ils ont pour habitude d'intervenir dans les marchés des changes. “*Countries that say they allow their exchange rate to float mostly do not – there seems to be an epidemic case of “fear of floating”*” (2000: 2). Pour arriver à cette conclusion, les auteurs ont observé des séries de données de 154

dispositions du taux de change et ont remarqué une grande volatilité des réserves de change, des taux d'intérêts (réels et nominaux) et des agrégats monétaires de la majorité des pays, en indiquant la présence d'interventions gouvernementales sur le taux de change, soit directement dans le marché des changes, soit sur les taux d'intérêts¹¹.

Cette peur du flottement des taux de change, selon les auteurs, touche même les pays développés, mais elle est plus intense dans les pays émergents : “*despite their heterogeneity, emerging markets tend to share a common characteristic – they appear to be reluctant to let their currencies fluctuate*” (*op. cit.*: 5). La cause commune de cette peur, selon eux, est le manque de crédibilité de la politique économique, qui réduit la capacité des autorités monétaires à établir des trajectoires pour l'économie, en augmentant le poids des attentes dans la prise de décisions des agents privés. Dans la formation de ces attentes, le taux de change représenterait une ancre monétaire nominale plus efficace que les taux d'intérêts, de sorte que les autorités monétaires -sans crédibilité- poursuivraient la stabilité du taux de change, même au détriment de la stabilité des taux d'intérêts.

La recherche de taux de change stables amènerait, donc, les autorités monétaires des pays émergents à pratiquer des politiques monétaires pro-cycliques, puisqu'aux moments de fuite de capitaux, la tendance récessive serait renforcée par le durcissement de la politique monétaire afin de rechercher à contenir (ou à réduire) cette fuite. Il en découle une haute volatilité des taux d'intérêts, avec l'intention de permettre qu'un taux de change suffisamment stable favorise les activités économiques dans un contexte de faible crédibilité des autorités monétaires. Par conséquent, il reste implicite qu'une Banque centrale avec une bonne réputation devant le marché n'aurait pas besoin de chercher à n'importe quel prix la stabilité du taux de change.

Une possible critique à ce bilan est que dans les pays émergents, ce n'est pas la Banque centrale ou la politique économique qui n'ont pas de crédibilité, mais la monnaie nationale elle-même. La hiérarchie du Système Monétaire International fait en sorte que les pays dont la monnaie est périphérique trouvent d'innombrables obstacles à la conduction de leur politique économique et dans la recherche de la stabilité du taux de change, encore qu'ils viennent à s'ajuster aux normes d'une politique macroéconomique orthodoxe, qui élèverait prétendument « la crédibilité des politiques et des institutions », comme suggéré par la théorie conventionnelle. La faiblesse d'une monnaie sur la scène internationale a pour origine des raisons plus profondes que la simple gestion

¹¹ De plus, ils ont constaté la volatilité des prix des *commodities* importantes pour chaque pays, et qu'elle a été, en générale, plus grande que la volatilité des taux de change, ce qui montre que si les taux de change absorbent les chocs des termes d'échange, comme suppose la théorie, cette absorption est seulement partielle.

macroéconomique. Ce sont les caractéristiques structurelles de l'architecture monétaire globale et de l'économie nationale concernée qui conduisent à cette faiblesse (CARNEIRO 2006).

Néanmoins, malgré des limitations dans la compréhension des causes de la *fear of floating*, cette étude de Calvo & Reinhart constitue un progrès dans les recherches sur le sujet, ou du moins attire l'attention des économistes sur le fait que les pays émergents sont confrontés à des difficultés supplémentaires quand ils adhèrent à des régimes de taux change flottant. Voici les deux problèmes primordiaux qu'il convient de prendre en compte : en premier lieu, les taux de change de ces pays présentent une instabilité potentielle bien plus haute que les taux des pays développés (que ce soit dans la fréquence des variations ou dans leur amplitude¹²) ; en second lieu, dans les pays émergents la volatilité du taux de change implique des préjudices plus considérables pour l'économie locale que dans les pays développés.

D'après Greenville (2000 : 4), la variabilité des taux de change serait plus importante dans les pays émergents pour les suivantes raisons : absence d'expériences historiques durables avec des taux de change déterminés par le marché ; structures productives peu mûres et, par conséquent, susceptibles à des transformations abruptes ; peu de spéculateurs « friedmaniens »¹³ ; flux de capitaux plus volatiles et bien plus grands relativement à la dimension du marché de capitaux domestique et à l'économie nationale dans l'ensemble. La dernière des raisons citées par Greenville, est certainement la plus importante d'entre elles.

Dans le contexte actuel de la globalisation financière, les flux de capitaux ont atteint une dimension et une mobilité sans précédents dans l'histoire, en plus d'être soumis à une logique spéculative et de profits de court terme. À ce caractère instable inhérent au flux de capitaux, on ajoute le fait que l'investissement dans la périphérie du système capitaliste se fait encore aujourd'hui de manière relativement faible, étant donné qu'en général il accomplit seulement des fonctions de diversification de portefeuille de la part des agents étrangers¹⁴ et, surtout, d'accès aux hauts rendements offerts dans les pays émergents. Ainsi, les premières ressources à être relocalisées quand surgit toute possibilité de problèmes économiques internationaux, sont très exactement ces capitaux investis dans la périphérie, soit pour des raisons internes à ce pays, soit pour des causes exogènes. De ce fait ces flux sont extrêmement dépendants du moment du cycle international de liquidité, et non de la « crédibilité de la politique économique » ou de ses « fondamentaux ».

¹² Pour la preuve de ce fait, voir le tableau A2 de Mohanty & Stagnia (2005). Le tableau montre, de plus, que la volatilité du taux de change a tendance à être plus haute pour les pays d'Amérique Latine.

¹³ Les spéculateurs "friedmaniens" sont reconnus comme ceux qui coopèrent pour la stabilisation du taux de change.

¹⁴ Il est bon de rappeler que la logique de la diversification du portefeuille ne constitue pas uniquement des investissements vers les pays émergents, mais explique aussi le flux de capitaux entre les pays centraux.

Prates (2002) associe cette instabilité des flux de capitaux qui se dirigent vers la périphérie, à la position occupée par ces pays dans la hiérarchie du Système Financier International :

« La volatilité inhérente aux flux récents de capitaux frappe surtout les pays ‘émergents’, car ces flux sont déterminés, surtout, par une dynamique exogène à ces pays, en particulier, le cycle économique et la politique monétaire des pays centraux et les décisions d’application des investisseurs globaux, subordonnés à la logique spéculative (...) Ceci est une des dimensions de l’asymétrie financière. Au moment du renversement du cycle, les changements de la politique monétaire au centre ou l’augmentation de la préférence pour la liquidité, les monnaies (et les actifs financiers) émergentes, n’étant pas détenues comme réserve de valeur dans le contexte international -reflétant à son tour l’asymétrie monétaire- sont les premières cibles des mouvements récurrents de fuite vers la qualité (c’est-à-dire, pour le dollar et/ou pour les bons du trésor américain) entrepris par les investisseurs » (PRATES: 2002, 156).

D’après Ocampo (2004), les cycles de liquidité qui fournissent une quantité importante de capitaux pour les pays émergents sont caractérisés par le double phénomène de la volatilité et de la contagion. Volatilité, comme discuté auparavant, en raison des changements de l’évaluation de risque de la part des agents (alternance des moments « d’appétits pour le risque » avec d’autres de « fuite vers la qualité »). Contagion, en fonction du coût et de l’asymétrie d’informations, qui font que les pays émergents soient considérés et évalués conjointement, ce qui augmente la propension à des prophéties auto-réalisatrices :

“As a result of these factors, developing countries were pulled together into the financial boom that started in the early 1990s (Calvo, et al., 1993), but they have also been subject to a clustering of “sudden stops” in external financing since the Asian crisis (Calvo and Talvi, 2004), in both cases with some independence from the ‘fundamental’ macroeconomic factors” (OCAMPO: 2004, 3).

Cette dynamique est le fruit des asymétries de l’économie mondiale, et se reflète dans la sphère financière, sous trois aspects basiques : (i) *original sin*¹⁵ (incapacité qu’ont certains pays à émettre une dette extérieure dans leurs propres monnaies) ; (ii) différences dans le degré de

¹⁵ Le concept de l’*original sin* a été développé dans Eichengreen *et alli* (2003).

développement du système financier et du marché de capitaux de chaque pays ; et (iii) dimension restreinte du marché financier domestique des pays émergents par rapport à la magnitude des attaques spéculatives qu'ils affrontent.

Dans le même courant, Frenkel (2006) suggère que l'ensemble des politiques recommandées par le Fonds monétaire international et par la grande partie des économistes orthodoxes aux pays de l'Amérique Latine, à savoir, l'ouverture complète du compte financier, un régime de change de flottement pur et une politique monétaire de cible d'inflation, soit une combinaison nuisible résultant en deux grands préjudices pour ces pays. Tout d'abord, comme nous avons pu le voir précédemment, l'instabilité des flux de capitaux serait transmise aux taux de change (nominaux et réels) et aux prix relatifs. Puis, d'après l'auteur, la politique de cible d'inflation déterminerait, dans ces pays avec un *pass-through* élevé, un biais pour l'appréciation du taux de change, produisant des effets négatifs sur le niveau d'emploi et sur le taux de croissance économique.

Pour toutes ces raisons, même après la large diffusion et l'acceptation des théories des « *hollow middle* » dans les années quatre-vingt-dix, et surtout, suite à la crise asiatique, de nombreux auteurs continuent à défendre des régimes de taux de changes administrés. Il y a, pourtant, de grandes différences entre ces auteurs en ce qui concerne la façon d'intervenir et, notamment, quant aux objectifs de ces interventions, comme nous avons cherché à le démontrer.

d) Contrôle de capitaux et augmentation de la stabilité du taux de change

Le contexte actuel de grande volatilité des flux de capitaux qui se dirigent vers les pays émergents ne laisse plus aucun doute sur le fait que le binôme taux de change libre et mobilité de capitaux produit d'importantes instabilités économiques et potentialise les crises de changes, comme le fait remarquer Ferrari & Paula (2006 : 188). En outre, il est clair que la volatilité des taux de change a des impacts plus pernicioseux sur les économies émergentes que dans les pays développés et les raisons pour cela sont nombreuses.

Premièrement, en raison de l'incapacité de la monnaie locale à exercer sa fonction d'unité de compte à l'étranger, elle rend laborieuse l'obtention de prêts étrangers aux agents de ce pays dans sa propre monnaie. Ainsi, la tendance est la création d'un passif dollarisé qui rend important le risque de *currency mismatch*. A l'occurrence de dépréciations du taux de change, donc, ce passif dollarisé augmente (en termes de monnaie nationale) pouvant gérer de graves déséquilibres patrimoniaux, puisque la dimension du passif en monnaie étrangère est, quelques fois, plus grande que celle de l'actif, produisant de lourdes difficultés financières dans l'économie. Par ailleurs, avec le risque de *currency mismatches*, il y a une augmentation du risque de crédit qui, s'additionnant aux risques de marché et de prix, déjà conséquents dans ces pays avec une excessive volatilité des taux de change,

exige une prime de risque extrêmement pesante aux actifs émis dans les pays de monnaie périphériques¹⁶.

Une autre caractéristique de nombreux pays émergents qui amplifie les dégâts provoqués par l'instabilité excessive des taux de changes est l'existence d'un *pass-through* élevé des taux de change vers les prix des biens et services. Que ce soit en fonction de l'historique inflationniste et en raison de l'indexation de l'économie, ou que ce soit à cause de la dépendance aux produits importés ou bien encore le fait de compter sur une structure productive oligopolisée, qui permet ainsi aux entreprises une plus grande liberté de détermination de leurs prix, le fait est que dans beaucoup de pays émergents (et surtout dans l'Amérique latine) une dépréciation du taux de change est transmise dans un pourcentage élevé aux prix internes. Quand cela se produit, il y a une déformation des prix relatifs en faveur des secteurs de biens commercialisables (*tradeables*) ou d'autres secteurs dont les prix sont aussi indexés à la variation du taux de change. Cependant, le plus important, c'est qu'un *pass-through* élevé présente un aspect asymétrique, c'est-à-dire, qu'il réagit plus intensément à la montée du taux de change que lors de sa chute. Par la suite, même si le taux de change varie autour de son point d'équilibre, effectuant une « marche au hasard », comme le défendent de nombreux théoriciens (e.g WILLIAMSON, 1993), ces mouvements agirait sur le niveau de prix internes des pays émergents avec davantage d'intensité sur sa pente ascendante. Au moment de l'appréciation des taux de changes, les prix ne retourneraient pas à la même vitesse à leur niveau d'origine. Etant donnée la propension du taux de change à des “overshootings” et l'évidence historique d'une plus grande présence de ce phénomène dans les pays émergents, on constate des évolutions d'autant plus dramatiques des économies de ces pays.

Cette plus grande propension des pays émergents à subir des problèmes d'*overshooting* de leurs taux de changes trouve explication dans une autre caractéristique des marchés libéralisés qui elle aussi intensifie les effets délétères d'une grande variabilité des taux de changes. L'action spéculative, contrairement à ce qui a été proposé par Friedman, est presque toujours pro-cyclique et non stabilisatrice. La principale raison est que « le comportement moutonnier » est l'action rationnelle des agents dans un environnement marqué par l'incertitude. Compte tenu de l'historique des instabilités, du manque d'informations suffisantes sur l'économie concernée, ou simplement de la perspective de profits exceptionnels, les spéculateurs tendent à adopter, aux moments instables, un comportement qui, au lieu de replacer le taux de change à son stade pré-crise, exacerbe la

¹⁶ D'après Carneiro (2006), les pays émetteurs de monnaie périphériques peuvent réduire leur prime de risque grâce à l'accumulation de réserves internationales de change (qui garantit une certaine stabilité des taux de change) et de l'obtention d'excédents considérables et soutenues sur le compte courant.

variation du taux de change¹⁷. Dans les pays émergents, ceci est particulièrement préoccupant du fait de la dimension de leurs marchés financiers et de la nature périphérique de leurs monnaies nationales, qui deviennent les premiers actifs à être abandonnés au moment de la « fuite vers la qualité ».

Un autre effet important des variations des taux de change se produit sur les transactions commerciales et l'investissement. Les pays émergents, en général, présentent des mécanismes de *hedge* moins performants que ceux des économies de pointes. Par conséquent, la protection offerte par les marchés futurs n'est pas à la portée de l'ensemble des agents économiques. Qui plus est, les marchés futurs se sont révélés dans les pays émergents un espace d'intense spéculation, contribuant à la volatilité du taux de change, au lieu de la minimiser. Dans ce contexte de grande instabilité du taux de change, une grande partie du capital productif est paralysée ou sujette à de grandes pertes. Que ce soit pour des secteurs exportateurs, ou pour ceux qui importent de matières premières, l'intense variabilité du taux de change est alors néfaste pour le calcul économique. La volatilité excessive du taux de change rend peu prévisibles les coûts flexibles, afférents aux dépenses courantes. Un désalignement progressif du taux de change, à son tour, augmente les risques pour les investissements de long terme, puisqu'il élève la possibilité de préjudices causés par des erreurs dans le calcul des coûts fixes.

Quelques auteurs argumentent, par ailleurs, que malgré la reconnaissance théorique de l'effet bénéfique d'une dépréciation du taux de change sur l'activité économique des pays émergents, ce n'est pas forcément le cas dans la pratique. Effectivement, une élévation du taux de change dans ces pays a tendance à avoir un biais réducteur du rythme de croissance économique, en fonction du volume du passif dollarisé (ce qui génère un effet de richesse négatif), des effets préjudiciables sur l'accès du pays au marché international de crédit, des difficultés commerciales rencontrées par les agents non protégés par les *hedges*, ainsi que du haut pourcentage de *pass-through* des taux de change pour les prix internes. Face à tous ces effets, mais tout particulièrement à cause du dernier, que met en danger la tant recherchée stabilité des prix, la réaction des gouvernements mondiaux aboutissent à un durcissement de la politique monétaire, ajoutant un nouvel élément de contraction des activités économiques. En accord avec Frenkel (2004), pour que ne prévalent pas les effets réducteurs du rythme de croissance économique d'une dépréciation du taux de change, le

¹⁷ “ Comme les monnaies ne sont pas des bananes, en particulier la monnaie de réserve, sa demande augmente comme conséquence directe de sa valorisation. Ce qui signifie que tous ceux qui ont des actifs dans d'autres monnaies, particulièrement dans les périphériques, la réponse à la valorisation de la monnaie réserve est l'augmentation de sa demande. L'inverse arrive avec les monnaies moins liquides dont la dévalorisation relative produit une réduction de sa demande (BELLUZZO & CARNEIRO, 2003: 3).

gouvernement devra justement éviter la tendance à adopter une politique pro-cyclique, et bien au contraire devra exercer des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes¹⁸.

Ainsi, pour réduire la possibilité d'attaques spéculatives et augmenter l'efficacité des autorités monétaires dans la détermination du taux de change il semble être nécessaire l'utilisation de contrôles de capitaux dans un degré approprié. Cette constatation pousse Cooper (1999: 17) à proposer que:

“[the] two prescriptions regularly extended to developing countries by the international community, including the IMF and the US Treasury, namely to move toward greater exchange rate flexibility and to liberalize international capital movements, may be in deep tension: even deep contradiction.”

Flassbeck (2001) suggère que la « trinité impossible »¹⁹ ne soit pas complètement valable pour les pays émergents et ce qu'il y a, en fait, est une « dualité impossible », puisque que l'ouverture du compte financier produit une perte d'autonomie de la politique monétaire, indépendamment du régime de change en vigueur. *“The loss of national sovereignty, the ‘impossible duality’, is an immediate result of the opening of the goods and capital markets, not the result of an inappropriate monetary order”* (op. cit, 40). Ainsi, selon l'auteur, l'établissement de contrôles de flux de capital serait une étape importante pour le succès des politiques économiques pratiquées dans les pays émergents.

Cette même opinion est partagée par Greenville (2000) qui, malgré sa défense des régimes de changes flexibles pour les pays développés, propose que dans les pays émergents il serait nécessaire une administration du taux de change, associée à l'utilisation de contrôles des capitaux. Dans ces pays, dit l'auteur, la règle selon laquelle le compte financier fait la contrepartie du compte courant ne s'applique pas. Le potentiel de variation de son taux de change est plus grand que dans les pays centraux, puisque celui-ci est sujet aux renversements des cycles internationaux de liquidité. Dans la crainte de ces éventualités, il est nécessaire d'adopter certains contrôles dans les comptes financiers afin d'éviter la volatilité des flux de capitaux, puisqu'une volatilité moindre créerait moins de perturbations sur le marché des changes, facilitant ainsi une gestion appropriée des taux de change par les autorités monétaires du dit pays.

¹⁸ Ce raisonnement ne doit pas ignorer la distinction, qui se révèle primordiale, entre les effets d'un *processus* de dépréciation du taux de change et de *maintien* du taux de change déprécié.

¹⁹ Du Triangle de Mundell.

A leur tour, Epstein & Schor (1990: 199) réfutent l'opinion de la plupart des auteurs qui ont traité de l'ouverture financière comme d'une étape irréversible (e.g. EICHENGREEN, 2000) et défendent que « *countries have a fair degree of latitude to choose how much international integration they want, and can enact restrictions if necessary* ». Cela, parce que la croyance originelle que la flexibilité du taux de change, dans un contexte de large mobilité des capitaux, augmenterait l'autonomie des politiques monétaires, n'a pas été vérifiée, principalement à cause de la dynamique spéculative des flux de capitaux de court terme qui si dirigent vers les pays périphériques.

Carneiro (2003) affirme, lui aussi, que la "Trinité impossible" n'est pas valable pour la périphérie du capitalisme et attribue ce fait à la position de ces pays dans la hiérarchie du Système Monétaire International²⁰. Le caractère périphérique de la monnaie de ces pays empêche que la fluctuation des taux de change isole la politique monétaire, puisque les fluctuations des taux de change sont immédiatement transmises à d'autres variables économiques, directement ou indirectement, et ont un impact sur les taux d'intérêts. De plus, la foi en l'auto-ajustement du taux de change flexible, qui permettrait l'autonomie de la politique monétaire, est basée sur une série d'hypothèses orthodoxes irréels, tel que le caractère stabilisateur du mouvement spéculatif. Pour l'auteur (2003: 20), on constate alors que « les flux de capitaux en direction de la périphérie sont intrinsèquement volatiles et construisent une dynamique perverse de déséquilibre et d'ajustement de la balance de paiements, face à laquelle les régimes de change sont également impuissants pour quelconque tentative de correction ».

III. Conclusion

Le premier grand enseignement que nous apporte l'étude des recommandations de régimes de change est le fait qu'il n'existe pas un régime optimum pour tous les pays ou toutes les situations, étant donné que les spécificités de chaque pays doivent être prises en considération et qu'il est nécessaire de comprendre le contexte de l'économie internationale. Et plus particulièrement dans le cas des pays émergents, les analyses doivent être alors davantage approfondies, du fait du caractère périphérique de leurs monnaies et des problèmes supplémentaires que cela implique pour la gestion du taux de change.

On comprend alors que les régimes de libre flottement des taux de change ne sont pas recommandables pour les pays émergents, pour deux raisons basiques :

²⁰ En effet, l'expérience post Bretton Woods a démontré que la flexibilité du taux de change ne permet une autonomie complète de la politique économique que pour les Etats-Unis, émetteurs de la monnaie centrale du système. En fonction de la hiérarchie monétaire, les pays centraux, bien qu'adoptant le régime de taux de change flottant, rencontre des restrictions dans cette autonomie, qui sont néanmoins moins importantes que dans les pays de la périphérie.

- (i) Le potentiel de variabilité du taux de change de ces pays est beaucoup plus grand que dans les pays développés. La principale cause de ce phénomène étant la dynamique instable des flux de capitaux qui se dirigent vers ces pays périphériques, du fait de la faiblesse de leurs monnaies sur la scène internationale;
- (ii) Les variations des taux de change ont, dans ces pays, un effet négatif bien plus grand sur les économies que celui observé dans les pays centraux. Et ce pour diverses raisons, parmi lesquelles il est important de souligner : le risque de *currency mismatches*, l'élevé *pass-through* et l'absence ou la précarité des mécanismes de *hedge*.

En définitive, compte tenu de ces problèmes et du fait que les régimes de change fixe impliquent d'importantes restrictions pour la politique économique, la formule la plus appropriée pour les pays émergents semble, par conséquent, n'être pas dans les « solutions en coin », mais dans la zone intermédiaire. Au-delà de la perception que la stabilité des taux de change est essentielle pour l'économie, il faut distinguer que dans les pays émergents l'expérience révèle la nécessité d'une action concrète des autorités monétaires pour atteindre cette stabilité. A cet égard, plutôt que de s'astreindre à des règles et engagements explicites, les instances doivent préserver leur capacité d'agir de manière discrétionnaire, quand cela devient nécessaire. En outre, la simple conquête d'un niveau bas pour les taux d'inflation ne signifie pas croissance et développement économique; l'administration des taux de change doit avoir come ultime finalité des objectifs *réels* de performance économique, surtout la croissance du produit et la génération d'emploi. Afin d'établir un niveau compétitif et une stabilité relative pour le taux de change, il est nécessaire, comme il a été dit, de diminuer la volatilité des flux de capitaux, en adoptant certaines modalités de contrôle du compte financier, pour tenter d'enrayer l'action néfaste du capital spéculatif et de réduire les effets indésirables des mouvements de *feast and famine* de l'économie internationale.

Bien évidemment, la tâche n'est pas aisée et l'analyse des économies latino-américaines dans la période récente montre que, indépendamment du régime de change adopté, les difficultés à maintenir un taux de change stable et compétitif sont importantes. Parfois, cette recherche finit même par être abandonnée, au profit d'autres objectifs de politique économique.

Références Bibliographiques :

- ARIDA, P. (2003) *Por uma moeda plenamente conversível*. In: Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul-set.
- BELLUZZO, L. G. M. & CARNEIRO, R. M. (2003) *O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas*. Suplemento 1 do Boletim *Política Econômica em Foco*, IE/Unicamp, maio/ago 2003.
- BIS (2005) *Foreign exchange market intervention in emerging market economies: an overview*. BIS Papers n° 24.
- BORDO, M. (2003). *Exchange rate regime choice in historical perspective*. NBER Working Paper 9654, April 2003
- BRADFORD Jr., C. (2005) *Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice*. UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series No. 37, April 2005.
- CALVO, G. A; REINHART, C. M. (2000) *Fear of Floating*. NBER Working Paper, n.7993.
- CARNEIRO, R. (2006) *Globalização e inconvertibilidade monetária*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 120, abr. 2006.
- _____. (2003) *A política macroeconômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária*. In: Velloso, J. P. R. *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio.
- _____. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp.
- CHESNAIS, F. (1994) *La mondialisation du capital*. Paris: Syros.
- COOPER, R. N. (1999) *Exchange rate choices*. Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper n.1877, July.
- DE CONTI, B. M. (2007). *Regimes cambiais em países emergentes: a experiência brasileira recente (1994-2006)*. Dissertation de Master, IE/Unicamp.
- DISYATAT, P & GALATI, G. (2005) *The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries*. BIS Paper n.24.
- DUTTAGUPTA, R *et alli*. (2005) *Moving to a flexible exchange rate: how, when, and how fast?* IMF, Economic Issues 38.
- EICHENGREEN, B; HAUSMAN, R. & PANIZZA, U. (2003) *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why they matter*. NBER Working Paper 10036, October, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.

- EICHENGREEN, B. (2000) *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Ed.34.
- _____. (1994) *International monetary arrangements for the 21st century*. The Brookings Institution, Washington DC.
- EPSTEIN, G. & SCHOR, J. B. (1990) *Macropolicy in the rise and fall of the Golden Age*. In: MARGLIN, S. & SCHOR, J. B. (orgs.) *The Golden Age of Capitalism*. Clarendon Press Oxford, 1990.
- FERRARI, F. & PAULA, L. F. (2006) *Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China*. In: SICSÚ, J. & FERRARI, F. (org) *Câmbio e Controle de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier
- FLASSBECK, H. (2001) *The Exchange rate: economic policy tool or market price?* UNCTAD Discussion Papers, n.157.
- FMI (2004) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- FRANKEL, J. (2003) *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*. NBER Working Paper.
- FRENKEL, R. (2006) *An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment*. JPKE, summer 2006, vol 28, n° 4, pp 573-591.
- _____. (2004) *Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico*. Paper préparé pour le G 24 (draft).
- FRENKEL, R. & TAYLOR, L. (2006) *Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment*. DESA Working Paper No. 19, February 2006.
- FRIEDMAN, M (1953) *The case for flexible exchange rates*. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- GRENVILLE, S. (2000) *Exchange rate regimes for emerging markets*. In: BIS Review 97.
- HERNÁNDEZ, L. & MONTIEL, P. (2001) *Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the "Hollow Middle"?* FMI, Working Paper No.01/170.
- HOLLAND, M. (1998) *Taxas de câmbio e regimes cambiais no Brasil*. Thèse de Doctorat, IE/Unicamp.
- KUCZINSKY & WILLIAMSON, J. (2004) *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Ed. Saraiva.
- MOHANTY, M & TURNER, P. (2005) *Intervention: what are the domestic consequences?* BIS Papers n.24.
- MOLLO, M; SILVA, M. & TORRANCE, T. (2001) *Money and Exchange-Rate Regimes: theoretical controversies*. In: *Revista de Economia Contemporânea*, IE/UFRJ, jan/jun.

- NÁPOLES, P. R. (2000) *Alternative Theories of Real Exchange Rate Determination. A Case Study: The Mexican Peso and The US Dollar*. PhD Dissertation, New School for Social Research, New York.
- NOLAND, M. (2005) *South Korea's experience with international capital flows*, Institute for International Economics, January, 2005.
- OCAMPO, J. A. (2004) *A Broad View of Macroeconomic Stability*. Paper apresentado no Seminário "From the Washington Consensus Towards a New Global Governance", *Universal Forum for Cultures*, Barcelona, 24-25 September.
- PLIHON, D. (1996) *Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano*. In: CHESNAIS, F. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- _____. (1991). *Les taux de change*. Paris: La Découverte.
- PRATES, D. M. (2005) *A literatura convencional sobre crises financeiras nos países emergentes: os modelos desenvolvidos nos anos 90*. Estudos Econômicos (IPE/USP), São Paulo-SP, v. 35, n. 2, p. 359-385, 2005.
- _____. (2002) *Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Thèse de Doctorat, IE/Unicamp.
- RHEE, G & LEE, E. M. (2005) *Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea*. BIS Papers n.24.
- ROJAS-SUAREZ, L. (2004) *Política Monetária e Taxas de Câmbio: diretrizes para um regime sustentável*. In: KUCZINSKY & WILLIAMSON, J. *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Ed. Saraiva.
- WILLIAMSON, J. (1993) *Exchange rate Management*. In: *The Economic Journal*, vol. 103, n 416.