



RÉGIME DE CHANGE ET GOUVERNANCE MONDIALE

PATRICK ARTUS *

Nous allons montrer que la plupart des difficultés économiques graves rencontrées, aussi bien par les pays développés que par les pays émergents depuis le début des années 1990, viennent du choix d'un régime de change ou d'une parité de change inadaptés. Nous ne serons, bien sûr, pas exhaustifs, mais donnerons des exemples caractéristiques.

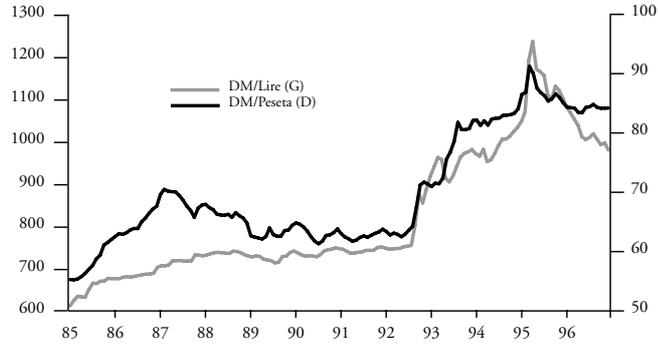
Cette constatation nous poussera à proposer la mise en place d'une surveillance multilatérale des parités, visant à suggérer aux pays qui manifestent une sur ou une sous-évaluation réelle de la corriger, que l'anomalie de change nuise au pays lui-même ou à ses voisins et partenaires commerciaux.

PREMIER EXEMPLE : LA CRISE DU SME DE 1992-1993

À la fin des années 1980 et au début des années 1990, l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni avaient rejoint le Système monétaire européen à une parité nettement surévaluée. Dans la période de fixité du change de ces pays par rapport au mark (1987-1991, voir graphiques n° 1 et 1bis), leur inflation reste beaucoup plus forte que celle de l'Allemagne (graphique n° 2), et la perte de compétitivité qui en résulte conduit à une dégradation rapide de la balance courante (graphique n° 3), qui se rétablit, dans les trois cas, après les dévaluations de 1992-1993 ; à une plongée impressionnante de la croissance (graphique n° 4), qui repart aussi après les dévaluations ; à un déclin de l'investissement (graphique n° 5) ; au maintien de taux d'intérêt réels très élevés, nécessaires pour stabiliser la parité vis-à-vis du mark (graphique n° 6).

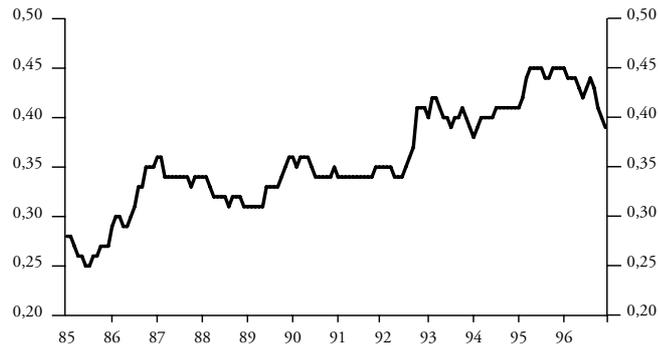
* Directeur de la recherche et des études, CDC Ixis.

Graphique n° 1
Taux de change



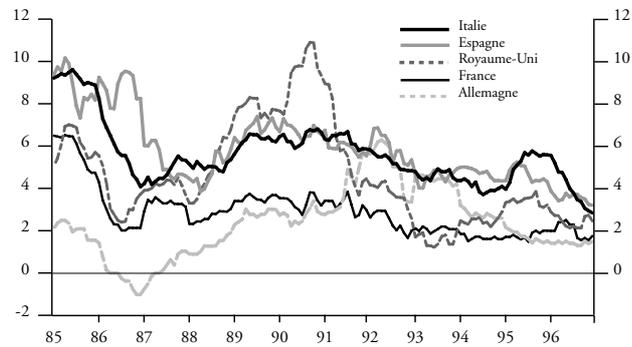
Source : Datastream.

Graphique n° 1bis
Taux de change DM/£



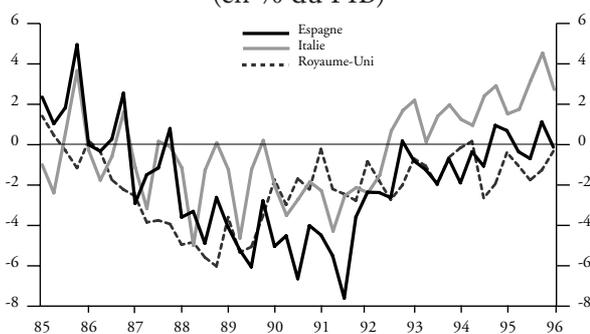
Source : Datastream.

Graphique n° 2
CPI (GA en %)



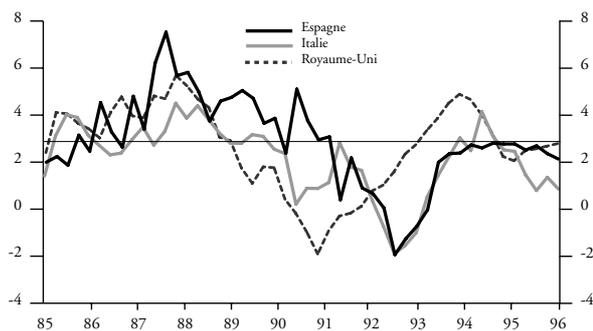
Source : Datastream

Graphique n° 3
Balance courante
 (en % du PIB)



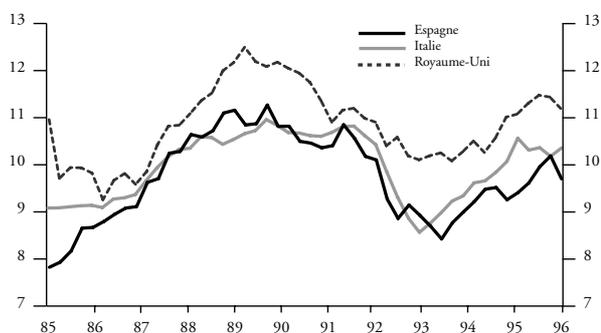
Source : FMI

Graphique n° 4
PIB
 (volume, GA en %)



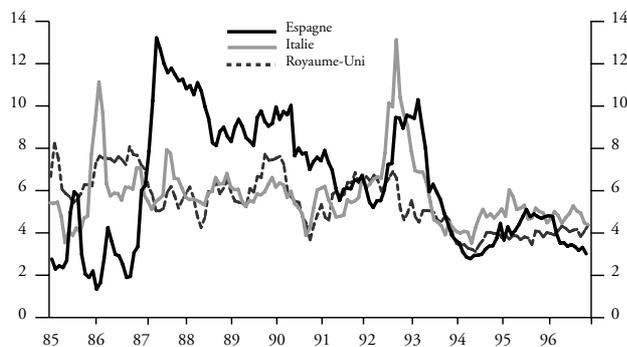
Source : Datastream

Graphique n° 5
Investissement productif
 (volume en % du PIB)



Source : Datastream

Graphique n° 6
Taux d'intérêt réel 3 mois (CPI)



Source : Datastream

La situation a, bien sûr, empiré au moment de la réunification allemande, lorsque la poussée d'inflation et de demande qu'elle entraîne en Allemagne conduit la Bundesbank à monter fortement ses taux directeurs, et il en a résulté les crises de change de 1992-1993, avec une dévaluation de l'ordre de 30 % vis-à-vis du mark.

Cette situation des pays européens a révélé :

- l'impossibilité de rester dans un accord de changes fixes avec une parité réelle surévaluée ou avec une inflation supérieure à celle du pays leader dans la zone de changes fixes ;
- le risque de l'utilisation des systèmes de change à « bandes » comme le SMÉ, qui attirent la spéculation lorsque les bandes ne sont plus crédibles ;
- le grand danger que représentent les chocs asymétriques (ici la réunification allemande) dans une zone de changes fixes.

SECOND EXEMPLE : LES CRISES EN AMÉRIQUE LATINE

La crise brésilienne de la fin de 1998 et du début de 1999 peut plutôt être considérée comme due à la contagion depuis la crise asiatique et la crise russe que comme une crise endogène. Mais, auparavant, la crise mexicaine de 1994-1995 et, après la crise brésilienne, celle de l'Argentine, sont clairement liées à des erreurs de politique de change. Commençons par la crise mexicaine.

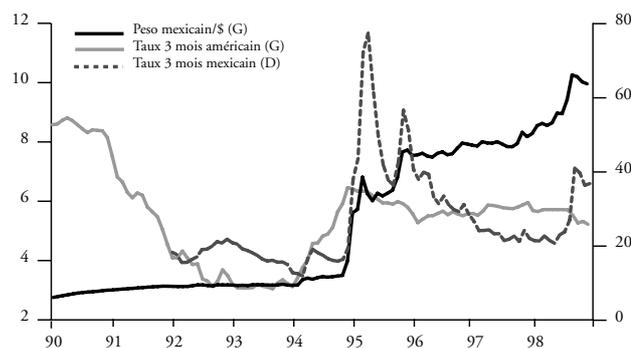
La crise mexicaine

Avant la crise, le peso mexicain est très stable par rapport au dollar, mais, comme dans les cas des pays européens vus plus haut,

les taux d'intérêt sont très élevés au Mexique (entre 15 et 20 %, graphique n° 7). Ceci résulte du célèbre « problème du peso » : malgré la fixité, les marchés financiers anticipent la possibilité d'une dévaluation du change qui implique le maintien d'un écart d'intérêt nocif pour l'économie, d'autant plus que la fixité du change fait décliner l'inflation initialement forte (30 %, graphique n° 8) vers un niveau beaucoup plus faible avant la crise (7 %). Cette politique de change a donc un double inconvénient :

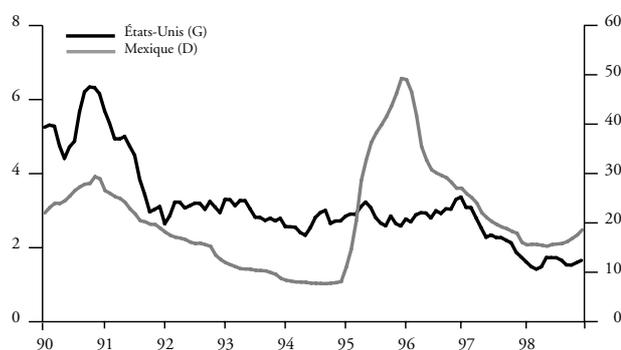
- initialement, en raison de l'inertie de l'inflation, perte de compétitivité ;
- ultérieurement, en raison de l'absence de crédibilité du régime de change et de la désinflation, hausse des taux d'intérêt réels.

Graphique n° 7
Taux de change peso/\$ et taux d'intérêt court terme



Source : Datastream

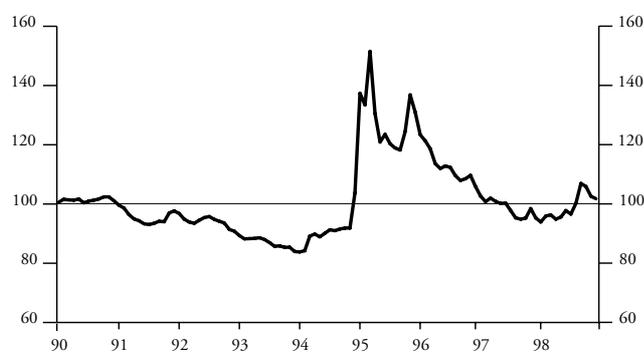
Graphique n° 8
CPI (GA en %)



Source : Datastream

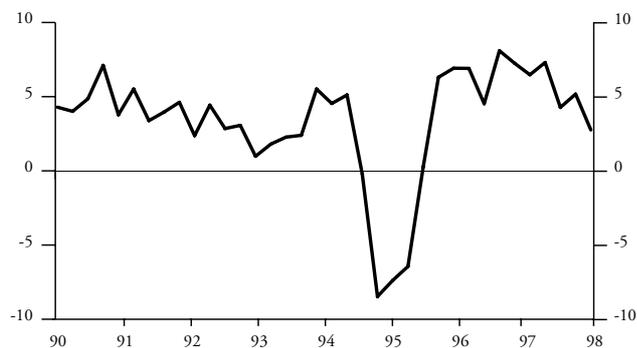
L'appréciation réelle du peso de 1991 à 1994 est de l'ordre de 20 % (graphique n° 9), d'où un ralentissement de la croissance de 7 % en 1990 à 1 % en 1993 (graphique n° 10), une dégradation continue de la balance commerciale jusqu'à la crise de la fin de 1994, déclenchée par les sorties de capitaux et la perte de réserves de change (graphique n° 11).

Graphique n° 9
Mexique : taux de change effectif réel*
 (déflaté par les prix, base 100 en 1990)



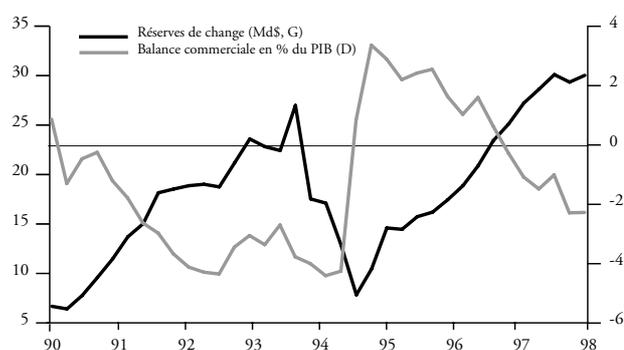
* hausse : dépréciation réelle
 Source : DRI

Graphique n° 10
Croissance en volume (GA en %)



Source : Datastream

Graphique n° 11
Mexique : balance commerciale et réserves de change



Sources : FMI, INEGI

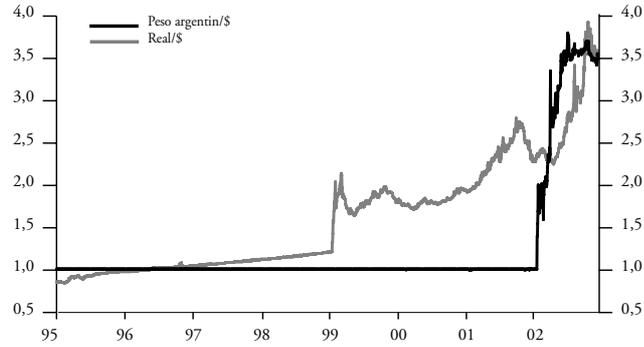
La crise mexicaine, outre les enseignements vus plus haut, nous apprend aussi que, si la fixité des changes sert à obtenir une désinflation, une fois celle-ci réalisée, il faut être capable de corriger la perte de compétitivité avant qu'il ne soit trop tard. Nous évoquerons plus loin le problème de la réversibilité des choix faits en matière de régime de change.

Passons au cas de l'Argentine

Après la dépréciation du real brésilien au début de 1999, l'Argentine conserve le *currency board* par rapport au dollar (graphique n° 12) et se développe de ce fait, avant la crise de 2001-2002 qui en résulte, une situation de déflation, avec toutes les caractéristiques associées :

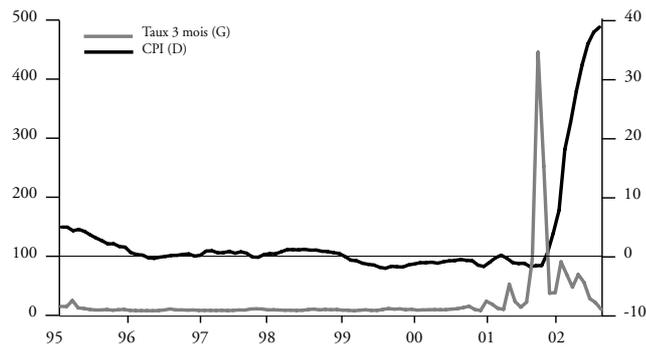
- inflation négative (-2 % à la fin de 1999) avec la surévaluation réelle (graphiques n° 13 et 13bis) ;
- hausse des taux d'intérêt réels (9 % à la fin de 1999), qui déprime l'investissement et l'activité (graphique n° 14), fait monter les taux d'endettement ; baisser les prix d'actifs (la Bourse baisse de moitié entre 1997 et 1999, graphique n° 15bis) ;
- déficits publics, dus à la faible croissance, qui aggravent le problème d'endettement (graphique n° 16) ;
- dégradation des comptes extérieurs, et réduction brutalement à partir de 2000, des investissements des entreprises étrangères qui, jusqu'alors, finançaient le déficit commercial ; de ce fait, hausse du risque de défaut, chute des réserves de change, ouverture des *spreads* de taux d'intérêt (graphique n° 17).

Graphique n° 12
Taux de change contre le dollar



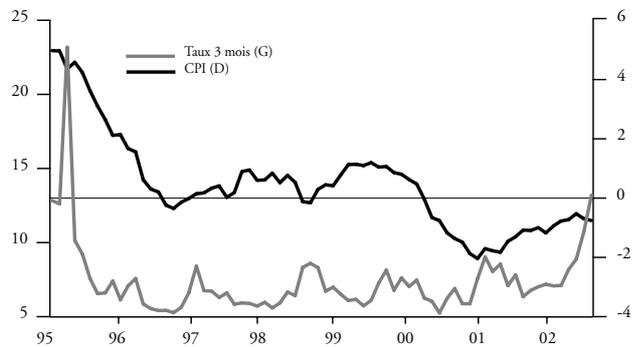
Source : Datastream

Graphique n° 13
Argentine : inflation et taux court



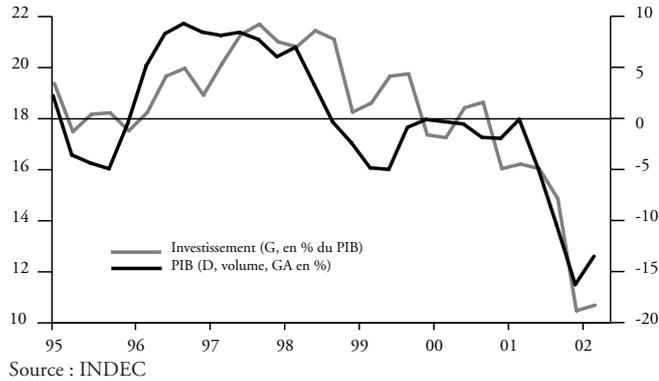
Source : Datastream

Graphique n°13bis
Argentine : inflation et taux court

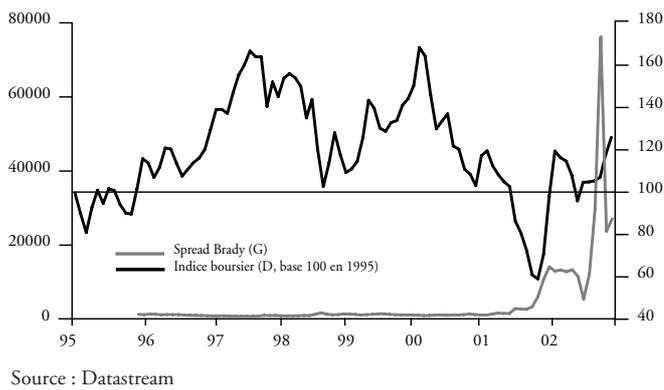


Source : Datastream

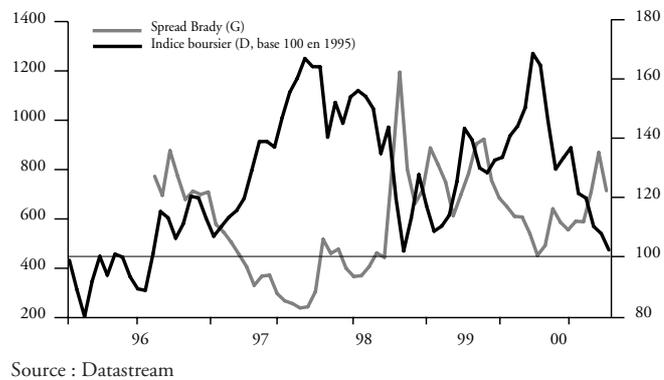
Graphique n° 14
Argentine : PIB et investissement



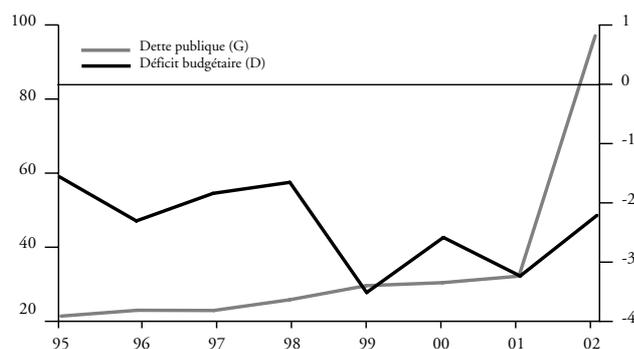
Graphique n° 15
Argentine : indice boursier et spread Brady's



Graphique n°15bis
Argentine : indice boursier et spread Brady's

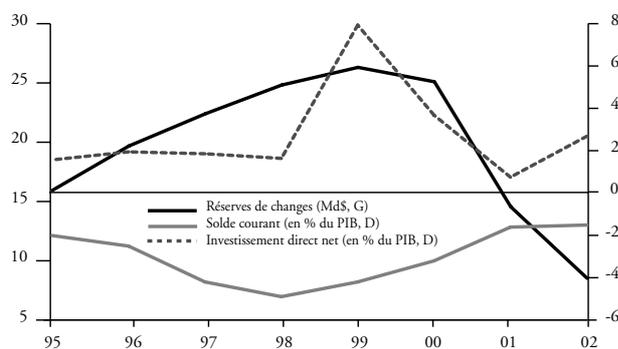


Graphique n° 16
Argentine : déficit et dette publics
 (en % du PIB)



Source : EIU

Graphique n° 17
Argentine : solde courant, investissement direct et réserves de change



Source : EIU

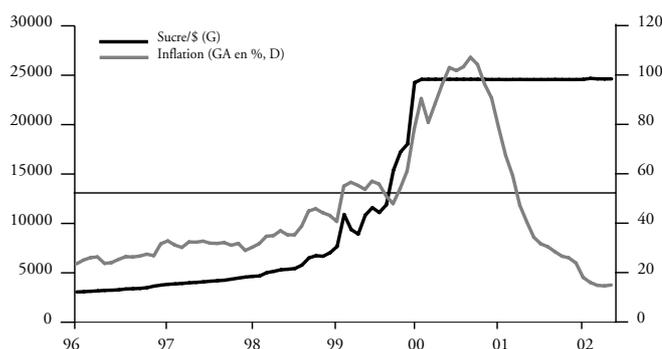
10

Il est clair que l'Argentine ne pouvait pas, en 1999, conserver le *currency board* alors que son voisin, le Brésil, et partenaire commercial essentiel, dévaluait massivement sa monnaie. Malheureusement, le gouvernement argentin, avec le passé d'hyperinflation du début des années 1990, n'osait pas abandonner le *currency board* qui avait vaincu l'inflation, de peur de voir celle-ci revenir. De plus, le *currency board* argentin était devenu presque irréversible en raison de la dollarisation de fait de l'Argentine : plus de 80 % des actifs et des dettes étaient libellés en dollars. La dévaluation, suivant les choix de conversion faits, ruine alors soit les prêteurs, soit les emprunteurs.

Ceci pose évidemment la question du choix de régimes irréversibles de change : dollarisation, « euroisation », union monétaire. Si le passage à la fixité a comme objet la réduction de l'inflation, il provoque aussi une perte de compétitivité qui peut imposer ultérieurement une correction. Celle-ci est impossible si le régime de change est irréversible, d'où une forte attirance, normalement, pour les régimes réversibles de change : *peg* ou *currency board*, sans dollarisation en particulier. Le choix récent de dollarisation (début 2000) en Équateur pose la même question.

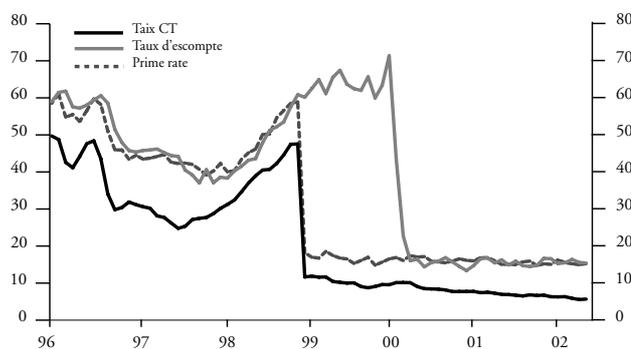
Initialement, la stabilisation du change provoque une désinflation rapide (graphique n° 18), et permet une baisse rapide des taux d'intérêt (graphique n° 18bis), mais avec l'inertie de l'inflation, la perte de compétitivité cumulée de 2000 à 2002 est considérable, et ne pourra pas être corrigée puisque la dollarisation est un choix irréversible.

Graphique n° 18
Équateur : inflation et taux de change contre dollar



Source : Datastream

Graphique n° 18bis
Équateur : taux d'intérêt CT

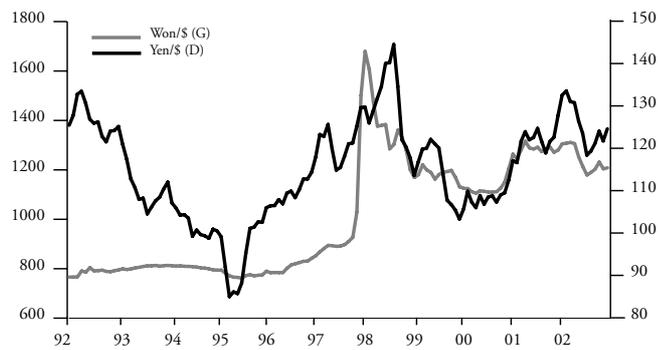


Source : Datastream

TROISIÈME EXEMPLE : LE DÉSORDRE DE CHANGE EN ASIE

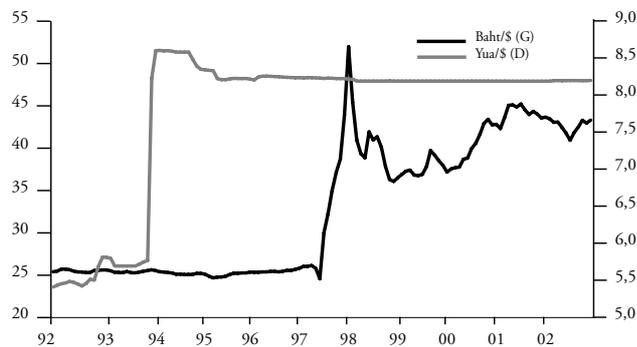
Depuis le milieu des années 1990, les anomalies de change se multiplient en Asie : jusqu'à la crise de 1997, les monnaies sont liées au dollar et la remontée du dollar par rapport au yen à partir de 1995 dégrade la compétitivité des pays dont les monnaies restent presque fixes par rapport au dollar, comme le won et le baht (graphiques n°19 et 19bis) et contribue au déclenchement de la crise. Les balances courantes de la Corée et de la Thaïlande sont fortement dégradées en 1996 (graphique n° 20) et se redressent fortement après la crise de 1997-1998.

Graphique n°19
Taux de change contre dollar



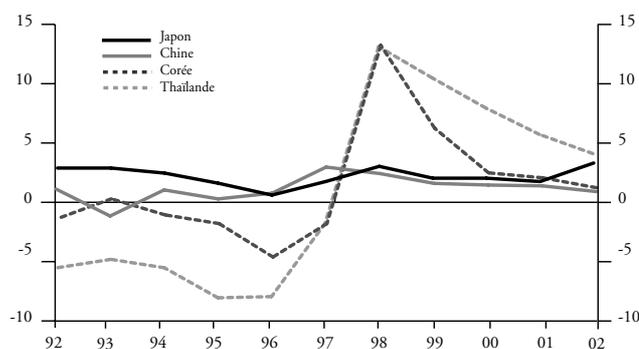
Source : Datastream

Graphique n°19bis
Taux de change contre dollar



Source : Datastream

Graphique n° 20
Balance courante
 (en % du PIB)



Sources : OCDE, EIU

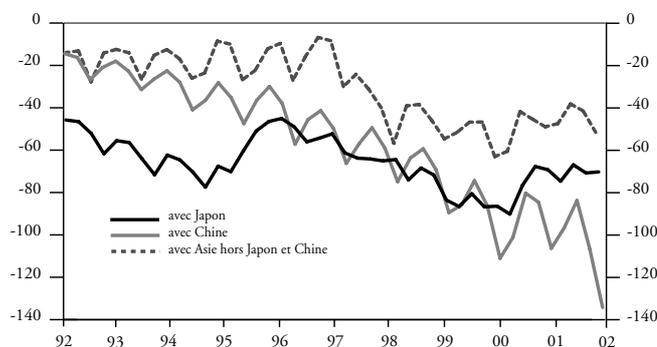
Dans la période récente, la déflation japonaise est renforcée par la baisse des prix des importations en provenance d'Asie, due à la surévaluation du yen par rapport aux monnaies asiatiques.

Ceci crée un vrai conflit sur les parités :

- la parité yen/\$ n'est pas particulièrement décalée par rapport à ce qui est raisonnable, comme le montre l'évolution du commerce extérieur entre les États-Unis et le Japon. Les États-Unis présentent en 2002 un déficit commercial de 70 Md\$ vis-à-vis du Japon (graphique n° 21), de 50 Md\$ vis-à-vis des émergents d'Asie hors Chine, de 120 Md\$, vis-à-vis de la Chine. Ceci montre que le yen n'est pas surévalué vis-à-vis du dollar, pas plus que les autres monnaies d'Asie ;

13

Graphique n° 21
Déficit commercial des États-Unis
 (biens, Md\$ par an)

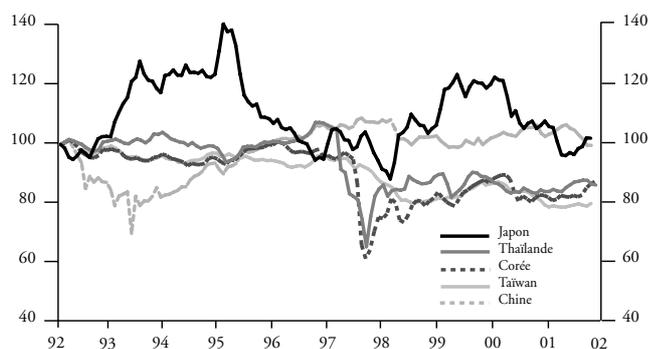


Sources : Census.

- mais le problème est la sous-évaluation réelle des autres monnaies d'Asie, en particulier du yuan chinois après la dévaluation de 1994 (graphique n°19bis), vis-à-vis du yen, qui contribue à la déflation japonaise.

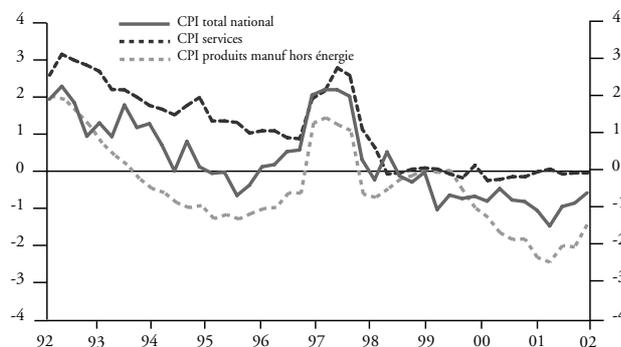
Depuis 1993, le Japon a perdu 40 % de compétitivité vis-à-vis de la Chine, de la Thaïlande, de la Corée, de Taïwan (graphique n° 22). Depuis cette date, et à l'exception de 1997 avec la hausse de la TVA, les prix de consommation des produits manufacturés décroissent au Japon (graphique n° 23). Le Japon est donc tenté de déprécier le yen par rapport au dollar, non pas pour gagner des parts de marché vis-à-vis des États-Unis, mais pour réduire la surévaluation du yen

Graphique n° 22
Taux de change effectif réel déflaté par les prix
 (base 100 en 1992)*



* baisse = dépréciation réelle
 Source Datastream

Graphique n° 23
Japon : inflation
 (GA en %)

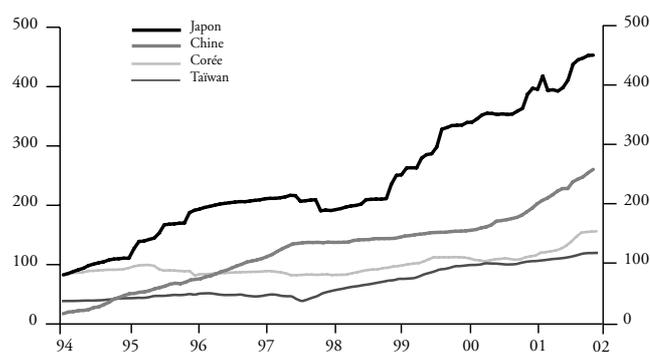


Source : Datastream

vis-à-vis des autres pays d'Asie, donc la déflation. Mais ces tentatives d'affaiblissement du yen se heurtent, de ce fait, à la résistance des États-Unis. Il faut voir que la responsabilité de ce conflit réside essentiellement dans la sous-évaluation réelle des monnaies asiatiques, en particulier du yuan chinois.

L'autre conséquence de cette sous-évaluation est la nécessité où sont les pays asiatiques d'accroître leurs réserves de change (graphique n° 24) pour maintenir les sous-évaluations vis-à-vis du dollar, et où est le Japon de faire de même pour éviter la hausse du yen vis-à-vis du dollar donc vis-à-vis des autres monnaies d'Asie.

Graphique n° 24
Réserves de change
(en Md\$)



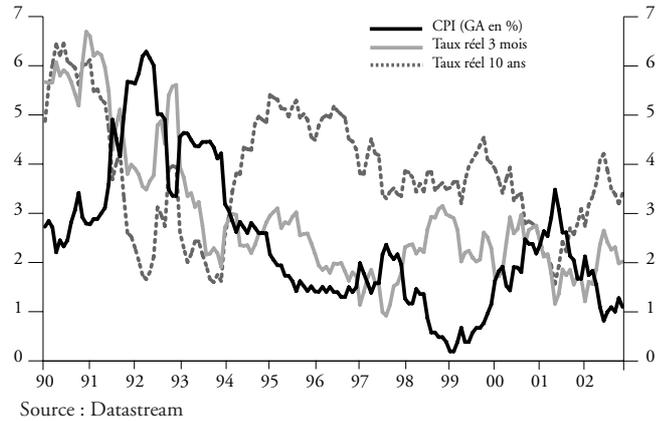
Sources : Datastream, DRI

Cette politique est très inefficace : les pays émergents d'Asie pourraient trouver un meilleur usage des excédents commerciaux ou des entrées de capitaux que de les prêter aux États-Unis au travers d'interventions sur le marché des changes.

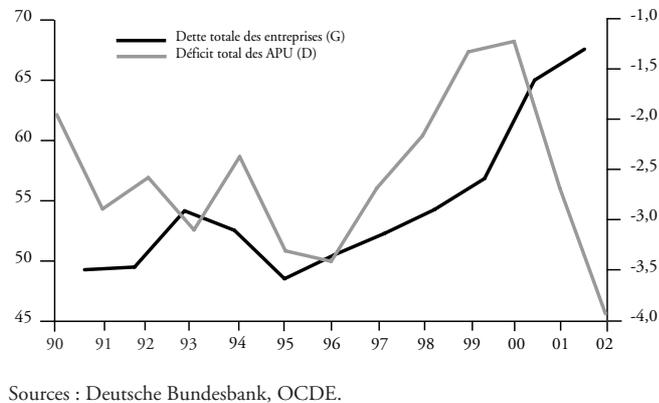
QUATRIÈME EXEMPLE : LES DIFFICULTÉS DE L'ALLEMAGNE

L'Allemagne est vraiment depuis le milieu des années 1990 dans une situation de déflation, avec inflation faible conduisant à des taux d'intérêt réels nettement supérieurs au taux de croissance (graphique n° 25), hausse de l'endettement des entreprises (graphique n° 26) et des défauts, recul de l'investissement et de l'emploi, donc du revenu et de la consommation, dégradation des finances publiques.

Graphique n° 25
Allemagne : inflation et taux d'intérêt réel



Graphique n° 26
Allemagne : dette des entreprises et déficit public
(en % du PIB)

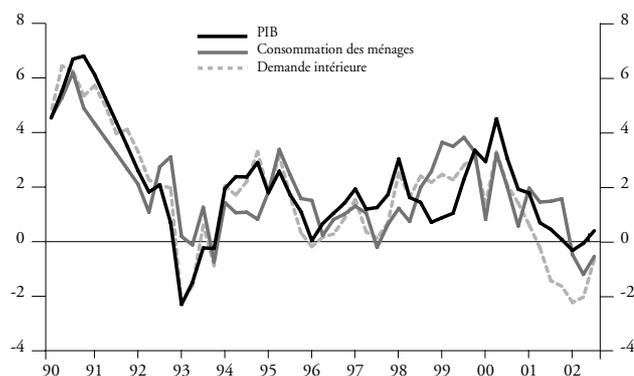


16

La baisse de la demande intérieure en 2001-2002 (graphique n° 27) devient très alarmante, elle est due à la fois à la détérioration du marché du travail et au recul du taux d'investissement à un niveau très faible avec la dégradation de la situation financière des entreprises (graphique n° 28).

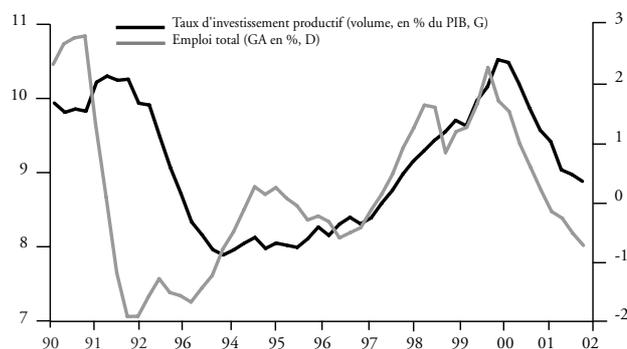
Cette situation a des causes multiples : rigidités du marché du travail en Allemagne (absence d'incitation au retour à l'emploi, négociations

Graphique n° 27
Allemagne : PIB, consommation et demande intérieure
 (volume, GA en %)



Source : Datastream

Graphique n° 28
Allemagne : taux d'investissement et emploi

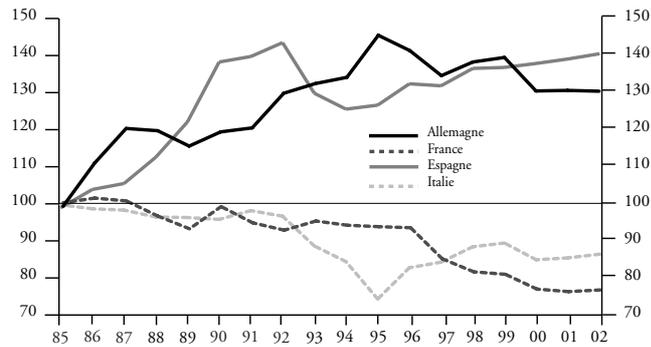


Source : Datastream

salariales de branche conduisant à des résultats inapplicables dans les entreprises), coût permanent de la réunification, mais surtout parité d'entrée inadaptée dans l'Union monétaire.

Après la réunification allemande et la hausse liée des coûts de production, puis les crises du SME vues plus haut avec les dévaluations de la lire, de la peseta, de la livre, le mark est resté durablement surévalué, puis est rentré en 1999 dans l'Union monétaire à un niveau trop élevé. Au moment de la fixation des parités d'entrées, la compétitivité-coût de l'Allemagne s'était considérablement dégradée par rapport à la France et à l'Italie (graphique n° 29).

Graphique n° 29
Compétitivité par les coûts
 (100 en 1985)*

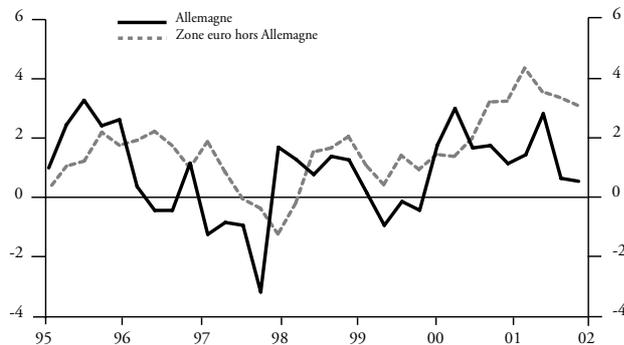


* baisse = dépréciation réelle
 Source : OCDE

La surévaluation réelle vis-à-vis des voisins, comme au Japon, déclenche le processus déflationniste. Il est d'autant plus difficile à corriger, en Allemagne, que l'appartenance à l'Union Monétaire implique que les taux d'intérêt réels sont trop élevés en Allemagne : les taux nominaux conviennent à l'ensemble de l'Union ; mais l'inflation en Allemagne est plus faible puisque les entreprises allemandes tentent de regagner de la compétitivité en freinant les coûts de production par rapport aux autres pays de la zone euro (graphique n° 30) d'où une inflation plus faible en Allemagne (graphique n° 31).

Mais en conséquence, avec le taux d'intérêt nominal commun à toute la zone euro, un taux d'intérêt réel à court terme considérablement plus

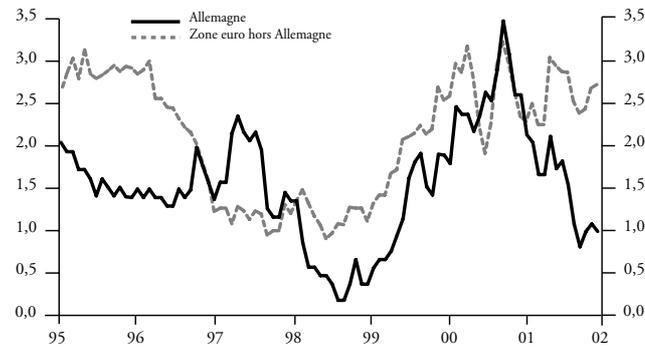
Graphique n° 30
Coût salarial unitaire
 (GA en %)



Sources : Datastream, BCE



Graphique n° 31
Inflation (GA en %)



Source : Datastream

élevé en Allemagne que le taux de croissance et que celui des autres pays de la zone (graphique n° 32).

L'erreur de choix de la parité d'entrée du mark résulte d'une erreur d'analyse : l'Allemagne, croyait-on au début des années 1990, avait besoin d'une parité forte pour gagner des termes de l'échange, forcer les entreprises à se moderniser ; grâce à l'avantage en termes de qualité (de compétitivité « non coût ») la parité forte n'aurait pas d'effet négatif, ce qui s'est révélé faux, la dégradation de la compétitivité coût l'ayant emporté. À nouveau, une erreur de jugement au moment du choix d'un système de change irréversible se révèle dramatique.

*CONCLUSION : LE BESOIN D'UNE SUPERVISION
INTERNATIONALE DES PARITÉS
ET DES RÉGIMES DE CHANGE*

Nous pourrions évoquer beaucoup d'autres exemples : la Turquie, Hong Kong, la Russie... Dans tous les cas, on aurait vu qu'une anomalie du régime de change (surévaluation réelle) avait contribué à la crise : l'économie russe repart après la dévaluation massive du rouble en 1998, celle de Hong Kong se dégrade de manière inquiétante en raison de la surévaluation par rapport à la Chine, après la dévaluation du yuan de 1994.

Ceci pose deux questions : celle du choix de la parité, celle du choix du régime de change.

Dans toutes les situations que nous avons analysées (Espagne, Italie, Royaume-Uni, Mexique, Argentine, Japon, pays émergents d'Asie, Allemagne...) la surévaluation réelle jouait un rôle majeur pour expliquer les difficultés économiques ou la crise ; la surévaluation étant



fréquemment (Argentine vis-à-vis du Brésil à partir de 1999, Japon vis-à-vis de la Chine) la conséquence de la sous-évaluation d'un pays voisin. Il serait donc réellement important d'être capable de déceler les déviations graves du taux de change réel par rapport à un niveau normal. Ceci n'est pas simple. Les mesures de parité de pouvoir d'achat dépendent des prix choisis ; elles n'intègrent pas les effets des écarts de taux d'épargne ou de gains de productivité. Les modèles de « taux de change réel d'équilibre » incorporent ces effets, mais sont difficiles à estimer empiriquement puisque les mécanismes de court terme diffèrent fortement des mécanismes de long terme.

Cependant, une supervision internationale des niveaux de parité réelle paraît nécessaire. Reprenons l'exemple vu plus haut : la déflation au Japon et le conflit sur la parité yen-dollar entre le Japon et les États-Unis ne cesseront que lorsque la sous-évaluation forte du yuan chinois aura été corrigée. Le gouvernement chinois refuse pour l'instant d'opérer cette correction, puisque la sous-évaluation lui permet d'attirer des investissements directs au détriment des autres pays d'Asie, et d'éviter la baisse des prix qui viendrait normalement de la faiblesse de la consommation.

Si on arrivait cependant à déterminer des parités réelles « raisonnables », même avec une marge d'erreur importante, dans le cadre de quel régime de change faudrait-il tenter de se rapprocher de ces parités ? Certains critiquent tous les régimes de fixité « faible » : *pegs*, modèles à bandes. Il est vrai que ces régimes de change favorisent la spéculation en rendant prévisibles les mouvements futurs des parités. Mais, nous avons vu qu'à l'inverse les régimes de fixité irréversible (unification monétaire, *currency board* avec dollarisation...) pouvaient avoir de graves inconvénients : erreur dans le choix de la parité d'entrée (Allemagne), nécessité de déprécier en raison d'un choc externe non anticipé (Argentine), changement de l'objectif essentiel de la politique monétaire par exemple : dans un premier temps stabilisation des prix puis, quand ceci est réalisé ; dans un second temps correction de la perte de compétitivité.

Par ailleurs, la flexibilité pure conduit à des variations excessives des parités, comme le montrent les exemples récents du Brésil, des pays d'Asie... Il semble donc que tout ceci conduise vers une « fixité faible pragmatique »¹ : un *peg* sans irréversibilité, et avec la possibilité de l'abandonner transitoirement en cas de crise spéculative (comme dans le cas de la France en 1993), d'où un découragement de la spéculation et un retour ultérieur vers une parité raisonnable.

Nous n'avons pas, dans les exemples analysés, rencontré de pays ayant mis en place des contrôles des capitaux (comme la Chine, la Malaisie, auparavant le Chili). Il est clair qu'une limitation des flux internationaux de capitaux rend plus facile la mise en place d'un régime de « fixité

faible ». Le consensus de la littérature semble être que, une fois les marchés financiers du pays suffisamment développés, les contrôles prudentiels suffisamment rigoureux, la politique monétaire de contrôle de l'inflation suffisamment crédible, il est possible de libéraliser les flux de capitaux².

Au total, nous suggérons donc :

- que les organisations internationales, ou les groupes internationaux (G7, G10, G20...) accordent beaucoup plus d'attention que précédemment aux déviations des parités réelles par rapport aux parités raisonnables ;
- que ceci se fasse plutôt dans le cadre d'un régime de change de « fixité faible et pragmatique », éventuellement avec l'aide de quelques contrôles des changes. Nous rejetons donc totalement la « vue bipolaire »³ selon laquelle seule la flexibilité pure ou la fixité irréversible sont des solutions stables.

NOTES

1. Suggérée par Fischer (2002), Williamson (2000), Goldstein (2002).
2. Voir par exemple De Gregorio, Edwards, Valdès (2000) ; Edwards (1999) ; Fischer (1998).
3. Voir Fischer (2001).

21

BIBLIOGRAPHIE

- DE GREGORIO J., EDWARDS S., VALDÈS R. (2000) : « Controls on Capital Inflows: Do they work ? », *Journal of Development Economics* (63), pp. 59-83.
- EDWARDS S. (1999) : « How Effective are Capital Controls ? », *National Bureau of Economic Research Working Papers* (7413), Cambridge: National Bureau of Economic Research, Inc.
- FISCHER S. (1998) : « Capital Account Liberalization and the Role of the IMF », *Princeton Essays in International Finance* (207), pp. 1-10.
- FISCHER S. (2001a) : « Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct? », *Journal of Economic Perspectives* (15) (2), Spring, pp. 3-24.
- FISCHER S. (2002) : « Financial Crises and Reform of the International Financial System », *NBER Working Paper* n° 9297, octobre.
- GOLDSTEIN M. (2002) : « Managed Floating Plus », *Policy Analyses in International Economics* 66, Washington, DC, Institute for International Economics (March).
- WILLIAMSON J. (2000) : « Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option », *Policy Analyses in International Economics*, 60, Washington DC: Institute for International Economics, September.

