



EFFET DE DISCIPLINE ET EFFET DE CRÉDIBILITÉ DE L'ANCRAGE NOMINAL

JEAN-LOUIS COMBES *
ROMAIN VEYRUNE **

Des expérimentations très diverses de régimes de change et de régimes monétaires ont été faites dans le monde. Des deux groupes de régimes de change existant dans la classification *de jure* du Fonds monétaire international sur la période 1950-1973, on aboutit aujourd'hui à 8 groupes *de jure* et 15 groupes *de facto* (Reinhart et Rogoff, 2004). Cette diversité peut être expliquée par des considérations politiques de court terme qui font apparaître un arbitrage entre croissance et désinflation. Dans la majorité des programmes de désinflation, le taux de change nominal a été utilisé comme ancre pour faciliter le succès du programme (Calvo et Végh, 1999). Mais l'efficacité de l'ancrage nominal a été mise en question par les nombreux échecs rencontrés par les régimes de change fixe, comme par exemple au Mexique en 1994, en Asie en 1996 ou en Russie en 1998. En conséquence, la part des régimes de change fixe est passée de 90 % en 1960 à 50 % en 1997. Les régimes de flottement libre ou dirigé se sont donc répandus (Eichengreen, 1999 ; Reinhart et Rogoff, 2004). La principale raison des échecs des régimes de change fixe semble être due à l'incohérence temporelle des engagements portant sur le taux de change, ce qui rend ces régimes vulnérables à l'appréciation réelle du change et donc aux attaques spéculatives (Kydland et Prescott, 1977 ; Krugman, 1979). Une façon de s'exonérer des attaques spéculatives consiste à ancrer le taux de change de manière irrévocable. Ainsi, les régimes qui fixent le taux de change par un acte légal, appelés « unions de taux de change »

*/** CERDI, Université d'Auvergne, 65, Bd F. Mitterrand 63000 Clermont-Ferrand, France.



(Bordo et Jonung, 1999), accroissent grandement la crédibilité de l'ancrage nominale. Il s'agit de « l'effet de crédibilité » (Willett, 1998). Par ailleurs, les contraintes du maintien de la fixité du taux de change imposent à la politique monétaire un biais anti-inflationniste. Ce biais est qualifié « d'effet de discipline » (Willett, 1998). Il consiste à limiter, d'une part, le financement monétaire du déficit, et d'autre part, le refinancement laxiste par la banque centrale du secteur bancaire.

On teste d'abord dans cet article une première hypothèse selon laquelle les unions de taux de change créent plus d'effets de crédibilité et de discipline que les autres régimes de change. On s'intéresse plus précisément aux caisses d'émission (CE)¹ et à la Zone franc (ZF)². Le point commun de ces deux régimes est qu'ils reposent sur un mécanisme monétaire d'ajustement de la balance des paiements qui assure la viabilité de l'ancrage en évitant l'appréciation réelle du taux de change (Edwards, 1988). On met ensuite à l'épreuve une deuxième hypothèse selon laquelle le biais anti-inflationniste des caisses d'émission transite essentiellement par l'effet de discipline et celui de la Zone franc davantage par l'effet de crédibilité.

L'article s'organise en deux parties. La première évoque essentiellement des effets des unions de taux de change sur l'inflation. La deuxième partie évalue économétriquement la validité des hypothèses avancées.

LES UNIONS DE TAUX DE CHANGE COMME UNE STRATÉGIE DE DÉSINFLATION

Dans un premier temps, les unions de taux de change sont situées dans la taxinomie des régimes de change (Ghosh *et alii.*, 1997 ; Levy-Yeyati et Stursenegger, 2002 ; Bubula et Okter-Robe, 2002). Dans un deuxième temps, la question du choix du taux de change comme ancre nominale dans une stratégie de stabilisation monétaire est abordée. Enfin, dans un troisième temps, les effets de crédibilité et de discipline attribuables aux unions de taux de change sont discutés.

L'état des lieux

Il se fonde sur les travaux de Reinhart et Rogoff (2004). La classification du FMI comprend en 2002 huit catégories : (1) les régimes de change sans cours légal séparé, *i.e.* les unions monétaires, dont les deux unions CFA qui disposent, par ailleurs, d'un ancrage depuis 1948 avec le franc, puis l'euro ; (2) les caisses d'émission ; (3) les ancrages classiques ; (4) les taux de change fixés à l'intérieur de bandes de fluctuations ; (5) les *crawling pegs* ; (6) les *crawling bands* ; (7) le flottement dirigé et (8) le flottement libre. Les pays membres du FMI déclarent l'appartenance à un type de régime de change, ce

qui donne le classement *de jure*. Récemment, la vision bipolaire des régimes de change (Eichengreen, 1999 ; Fischer, 2001) introduit la distinction entre les régimes parfaitement fixes (1) - (2), les régimes flottants (7) - (8), et les autres types de régimes de change qualifiés d'intermédiaires. Les unions de taux de change constituent le « coin » des régimes fixes.

Comme il existe une différence entre l'engagement des États et le régime de change effectif, des auteurs (Reinhart et Rogoff, 2002 ; Bubula et Okter-Robe, 2002) ont proposé diverses classifications qualifiées *de facto*. L'initiative en revient à Ghosh *et ali.* (1997) qui cherchent également à distinguer *via* la différence entre les classements *de jure* et *de facto*, les effets de discipline et les effets de crédibilité des régimes de change. Ainsi, un pays peut poursuivre une politique d'ancrage classique identique dans les faits à une caisse d'émission sans bénéficiaire, pour autant, du plein effet de crédibilité lié à l'arrangement institutionnel. C'est le cas, par exemple, pour la Lettonie qui suit un ancrage conventionnel dont les caractéristiques sont proches, dans la pratique, d'une caisse d'émission telle que celle de l'Estonie et de la Lituanie (de Haan, Berger et van Fraassen, 2001).

Comme le montre le tableau n°1, la diversité des régimes de change selon un classement *de facto* est encore plus grande que celle de la classification *de jure*.

3

Tableau n°1
La part des régimes de change sur la période 1991-2001 (en %)

	1991	2001	Moyenne sur la période 1991-2001
Dollarisation	1,9	4,3	3,2
Union monétaire	11,8	17,2	12,3
Caisse d'émission	2,5	4,3	3,4
Ancrage à une monnaie	21,7	16,7	20,1
Ancrage à un panier de monnaies	17,4	5,4	10,1
Bandes de fluctuations	8,1	2,7	6,7
<i>Crawling pegs</i>	9,3	2,2	6,5
<i>Crawling bands</i>	3,7	3,2	4,0
Flottement étroitement dirigé	6,2	8,6	6,6
Flottement dirigé	9,9	14,0	13,0
Flottement libre	7,5	21,5	14,1

Extrait de Bubula et Okter-Robe (2002).

Ce tableau met en lumière les trois faits stylisés de la vision bipolaire des régimes de change. D'abord, les trois régimes de change reposant sur le flottement voient leur part augmenter. Ensuite, les régimes de change



intermédiaires régressent en faveur des unions de taux de change et du flottement. Enfin, malgré leur développement notable, les régimes de flottement libre ne constituent, en 2001, que la moitié des régimes de change flottant ; phénomène expliqué par la « crainte du flottement » (Calvo et Reinhart, 2002).

La part des caisses d'émission augmente régulièrement durant les années 1990, illustrant l'intérêt renouvelé pour ce régime, en particulier en Europe de l'Est où l'Estonie (1992), la Lituanie (1994) et la Bulgarie (1997) l'ont adopté³. Les unions monétaires connaissent une forte progression en 1999, mais celle-ci est attribuable uniquement à l'apparition de la monnaie unique européenne. En moyenne, les unions de taux de change représentent une part inférieure à 20 % des régimes de change, et cela malgré une progression d'approximativement 5 points sur la période.

La question du choix du taux de change comme ancre nominale

Le bénéfice de l'adoption du taux de change comme une ancre nominale se justifie par la recherche de la crédibilité. Mais celle-ci implique une renonciation à la flexibilité.

La recherche de crédibilité.

La principale cause de l'augmentation du niveau d'inflation est une politique monétaire trop expansive souvent liée au besoin de financement de l'État et/ou à des chocs indépendants des autorités. Calvo et Végh (1999) expliquent l'inertie de l'inflation par une succession de chocs et « d'accommodations ». L'économie subit un choc, par exemple un choc de demande, qui suscite une augmentation du rythme d'inflation. Le gouvernement pourrait réduire celui-ci mais renonce devant les coûts réels. Il accommode alors l'offre de monnaie au choc ou ajuste le taux de change nominal pour neutraliser l'effet de l'inflation sur le taux de change réel. La survie du système tient au fait que les agents anticipent l'inflation et peuvent s'en prémunir.

Comme le note Calvo et Végh (1999), il existe deux stratégies désinflationnistes : la stabilisation par le contrôle de la masse monétaire et la stabilisation par le change. La stratégie « par la monnaie » et la stratégie « par le change » reposent sur une vision « chocs et accommodations ». Pour que l'inflation ne se perpétue pas à un niveau élevé, il suffit de déconnecter la politique monétaire des chocs, *i.e.* de limiter la croissance de la base monétaire et/ou les variations du change. Cependant, cette stratégie suscite un coût en termes d'emploi, le ratio de sacrifice. Les auteurs (Fischer, 1986, par exemple) ont cherché à évaluer les performances respectives des stratégies alternatives qui reposent sur la mise en place d'une ancre nominale. Le taux de change apparaît comme une ancre

nominale plus visible que l'offre de monnaie prédéterminée. En effet, les agents observent plus difficilement l'offre de monnaie ; de plus, l'instabilité du multiplicateur du crédit empêche les autorités d'avoir un contrôle strict sur l'offre globale de monnaie. La visibilité de l'ancre est sentée accroître sa capacité à convaincre les agents de l'effectivité de la politique de désinflation. En conséquence, la fixation du taux de change, si elle est crédible, réduit l'inertie inflationniste.

Le tableau suivant présente les faits stylisés des deux types de stratégie de stabilisation relevés par Calvo et Végh (1999).

Tableau n°2
Les faits stylisés de la stabilisation

Faits stylisés	Stabilisation par le change	Stabilisation par la monnaie
A	Une convergence lente du taux d'inflation local vers le taux d'inflation international malgré un taux de dévaluation réduit de manière permanente.	Le taux d'inflation converge très lentement vers le taux de croissance de la base monétaire (instabilité du multiplicateur du crédit).
B	Boom initial (surtout de consommation) suivi d'une contraction du produit (le ratio de sacrifice).	Appréciation nominale du taux de change.
C	Appréciation réelle de la monnaie.	Légère amélioration des soldes extérieurs.
D	Détérioration de la balance commerciale et du compte courant.	Contraction du produit (le ratio de sacrifice).
E	Réponse ambiguë des taux d'intérêt réels au programme de stabilisation (liée à un probable <i>credit crunch</i> en début de période).	Augmentation initiale des taux réels (<i>credit crunch</i>).

Malgré la supériorité supposée des ancrages du taux de change, les deux stratégies ont des résultats mitigés auxquels s'ajoutent pour les stratégies d'ancrage du change, une appréciation réelle et, en conséquence, une détérioration des soldes extérieurs. Les coûts et les résultats dans l'ensemble peu satisfaisants des stratégies d'ancrage du taux de change ont incité à de nombreux abandons de ces stratégies.

Deux explications peuvent être fournies : l'incohérence de la politique monétaire et de la fixation du taux de change, et son incohérence temporelle. La politique monétaire est incohérente si, une fois le taux de change fixé, l'offre de monnaie continue à accompagner les chocs de demande, *i.e.* les chocs inflationnistes. Il en résulte alors une appréciation réelle du change.

Il est également probable que le plan optimal du gouvernement soit temporellement incohérent (Kydland et Prescott, 1977). Les agents



dotés d'anticipations rationnelles perçoivent que la politique optimale *ex ante*, *i.e.* la désinflation, est incohérente *ex post*. Conscients du biais inflationniste de la politique monétaire, les agents prennent la plus mauvaise politique comme référence et anticipent un taux d'inflation plus élevé que celui désiré par les autorités. Ils s'en prémunissent en indexant la valeur réelle de leurs salaires. L'effet réel est nul si le gouvernement cède et valide les anticipations inflationnistes. Dans le cas contraire, le salaire réel augmente et le produit se contracte. Le manque de crédibilité de la désinflation se traduit par un ratio de sacrifice plus élevé que dans le cas d'une politique monétaire crédible.

L'inertie de l'inflation se traduit par une appréciation du taux de change réel. Celle-ci suscite des déséquilibres extérieurs qui doivent être financés. Si l'appréciation est durable, l'endettement devient insoutenable et les créanciers déclenchent une attaque spéculative (Krugman, 1979). Le régime ne s'effondre pas lorsque ces réserves de change sont épuisées par l'appréciation réelle, mais lors de l'attaque spéculative déclenchée par les créanciers dès qu'ils anticipent une appréciation insoutenable du change.

L'acquisition d'un effet de crédibilité par le taux de change suppose l'abandon de la flexibilité, autrement dit le caractère irrévocable de l'ancrage et la passivité de la politique monétaire.

6

La perte de flexibilité

Les auteurs (Mundell, 1961 ; McKinnon, 1963 et Fleming, 1971) cherchent alors essentiellement à déterminer les conditions dans lesquelles la perte de flexibilité liée à l'ancrage nominal est la moins coûteuse. Ainsi, dans le cas limite d'une économie exclusivement composée de biens échangeables, le coût de la fixité est nul dans la mesure où une variation du taux de change nominal est sans effet sur le taux de change réel. Plus on est proche de ce cas limite, moins une variation du taux de change nominal a d'effets réels, et plus elle se transmet intégralement au niveau général des prix. Or, la part des biens échangeables dans l'économie dépend positivement du degré d'ouverture et négativement de la taille économique du pays. Les pays produisant et consommant relativement plus de biens échangeables ont tendance à fixer leur taux de change sur celui du marché déterminant le prix de ces biens, *i.e.* le marché international ou un très grand marché client et fournisseur proche, tel que l'Europe pour les pays d'Europe de l'Est.

Pourquoi avoir recours à une union de taux de change ?

Les unions de taux de change apparaissent comme une solution au problème des stratégies de stabilisation fondées sur le change par un accroissement de la discipline et un renforcement de la crédibilité.

L'effet de discipline ou l'effet sur l'offre de monnaie

Il s'agit d'assurer la cohérence de la politique monétaire avec la fixation du taux de change. Celle-ci est garantie par la suppression des chocs provoqués par les autorités et par l'absence d'accommodation des chocs indépendants des autorités. Le tableau suivant détaille comment les deux régimes traitent les chocs.

Tableau n°3
Les facteurs de discipline des caisses d'émission
et de la zone franc

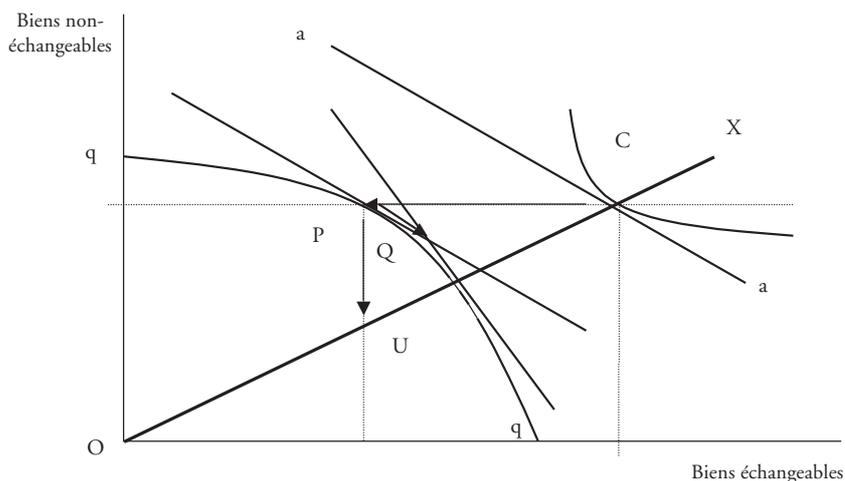
	Chocs suscités par les autorités	Chocs indépendants des autorités
Caisse d'émission	Interdiction du financement monétaire de la dépense. Interdiction de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.	Ajustement automatique (pas d'accommodation par la politique monétaire, ni par le taux de change).
Zone franc	Limitation du financement monétaire de la dépense. Clauses de sauvegarde ⁴ .	Financement <i>via</i> le compte d'opération ⁵ . Ajustement automatique.

D'une part, les unions de taux de change suppriment les pressions sur la demande globale suscitées par les déficits budgétaires. Par ailleurs, elles imposent une contrainte budgétaire « dure » au secteur bancaire. D'autre part, les chocs indépendants sont gérés de manière passive ou automatique ; le retour du taux de change réel à son niveau d'équilibre se fait par la baisse du prix des biens non échangeables (et non par les variations du change nominal). On dit alors qu'il y a un ajustement automatique du taux de change réel. Deux scénarii apparaissent selon la flexibilité des prix. Le graphique suivant tiré de Edwards (1988) les illustre.

OX représente le sentier d'expansion du revenu. aa donne la contrainte budgétaire dont la pente est le prix relatif des biens échangeables et non échangeables. qq représente la frontière des possibilités de production.

La production se trouve sur sa frontière, il y a donc un plein emploi des facteurs de production. On suppose que le taux de change réel dévie de sa position d'équilibre de long terme (augmentation du prix des biens non échangeables). Par conséquent, la consommation des biens échangeables excède les quantités produites localement. On observe alors un déficit du compte courant insoutenable. Sur le graphique, la production se trouve au point P , la consommation au point C , la pente de la frontière de production et celle de la courbe

Graphique n°1 L'ajustement automatique du taux de change réel



d'indifférence de l'agent sont égales. On suppose maintenant que l'offre de monnaie est réduite de manière à obtenir une compression de la demande suffisante pour équilibrer le compte courant. C'est dire que la droite (*aa*) se déplace jusqu'au point *P* sur la frontière de production. Cependant, au point *C*, il y avait une demande excédentaire de biens échangeables après la contraction de la demande, il y a donc un excédent d'offre de biens non échangeables (*PU*). Si les prix sont flexibles, le marché local va s'ajuster sans déséquilibre et le prix relatif des biens non échangeables et des biens échangeables va baisser, c'est dire que le taux de change réel se déprécie. En revanche, si les prix ne sont pas flexibles, l'offre de biens non échangeables va se réduire, vers le point d'équilibre *U*, en-deçà de la frontière des possibilités de production. Cela signifie que les facteurs sont dans ce cas sous-employés.

L'ajustement automatique assure la viabilité du change fixe en évitant une appréciation réelle insoutenable du change. Les caisses d'émission sont fondées sur une réglementation assez stricte des contreparties de la base monétaire (*cf.* tableau n°3) et, par conséquent, l'hypothèse d'une complète non accommodation des chocs indépendants est valide. La Zone franc, en revanche, limite l'occurrence des chocs suscités par les autorités, mais autorise l'accommodation des chocs indépendants *via* le financement de l'appréciation réelle à court terme, rendu possible par le compte d'opération. L'effet de discipline est alors supposé plus fort pour les caisses d'émission que pour la Zone franc.

*L'effet de crédibilité*

Un engagement ferme et contraignant peut convaincre les agents de la détermination du gouvernement à maintenir un taux de change fixe et à pratiquer une politique monétaire cohérente avec cet engagement. Selon Willett (1998), la permanence dans le temps de l'ancrage joue beaucoup pour convaincre les agents de la solidité de l'engagement. Les caisses d'émission introduisent le taux de change prédéterminé dans la constitution, autrement dit, elles l'institutionnalisent. Ainsi, il est fixé « pour toujours » et l'éventualité de sa modification n'est pas laissée à la discrétion du gouvernement. La Zone franc agit de même ; le taux de change est prédéterminé par une convention internationale et sa modification réclame l'accord unanime des chefs d'États des unions et de la France. Cette unanimité entraîne une dilution des préférences locales, renforçant ainsi le *statu-quo*. La longue histoire de fixité du CFA (depuis 1948⁶) et le soutien financier du compte d'opération sont des atouts supplémentaires de la politique de change en termes de crédibilité. Le poids de cette expérience incite à penser que l'effet de crédibilité du change en Zone franc a plus de chance d'être supérieur à celui des caisses d'émission.

*LES UNIONS DE TAUX DE CHANGE ET INFLATION :
TESTS ÉCONOMÉTRIQUES*

9

Les variables caisse d'émission et Zone franc sont dichotomiques. Elles prennent la valeur 1 pour les pays et les années disposant des régimes en question, et 0 sinon. De manière à évaluer l'effet de ces unions, nous avons recours aux techniques économétriques appropriées pour saisir l'impact sur l'inflation de facteurs qui, dans certains cas, comme dans celui de la Zone franc, sont invariants dans le temps. Suivant la procédure de Hausman et Taylor (1981), nous estimons directement l'impact de la variable Zone franc et nous contrôlons pour la présence d'effets invariants dans le temps omis. Pour cela, nous avons recours à la méthode d'estimation des doubles moindres carrés. Les instruments sont d'une part, les écarts des variables explicatives à leurs moyennes individuelles, y compris pour la caisse d'émission et, d'autre part, la variable Zone franc non transformée pour les pays de la zone. L'estimation économétrique s'attache à mettre en lumière l'effet global de la fixité nominale, puis à décomposer cet effet entre l'effet de discipline et l'effet de crédibilité.

Une difficulté lorsque l'on étudie les régimes de change est de tenir compte de leur endogénéité potentielle. On a identifié un certain nombre de facteurs structurels inspirés de la théorie des zones monétaires optimales, expliquant à la fois le régime de change et le niveau d'inflation (*cf. supra*). Ainsi, l'inflation dans un grand pays est princi-

palement déterminée par le marché local ; elle n'est donc pas contrainte par l'environnement international et, par conséquent, elle a plus de chance d'être forte et le taux de change de flotter librement pour neutraliser l'appréciation réelle.

Si l'adoption d'une ancre nominale dépend de facteurs structurels, elle est également fonction des préférences des autorités. On admet ici que l'impopolarité de l'inflation est partagée uniformément en raison de son coût social (Fischer, Sahay et Végh, 2002). En revanche, les gouvernements qui connaissent l'existence d'un arbitrage à court terme entre l'emploi et l'inflation sont incités à biaiser leur politique en faveur de l'inflation, et cela d'autant plus qu'ils ont une forte préférence pour l'emploi (gouvernements « faibles »). Il est donc possible que les unions de taux de change soient d'autant plus populaires que les gouvernements ont une réputation médiocre (Milesi-Ferretti, 1995). Autrement dit, les gouvernements se voient contraints d'adopter une union de taux de change de manière à neutraliser leur préférence pour l'emploi. Les préférences des autorités déterminent donc simultanément le niveau d'inflation et le régime de change choisi. Ainsi, les préférences pour l'emploi sont une variable omise corrélée positivement avec l'adoption d'une union de taux de change. Par conséquent, leur omission sous-estime le biais désinflationniste (biais d'atténuation) de l'union de taux de change.

Le phénomène d'endogénéité que nous venons de décrire peut être géré de deux manières : soit sélectionner les pays selon les caractéristiques endogènes (taille, ouverture, préférences...), puis comparer les performances de lutte contre l'inflation ; soit contrôler directement pour l'ensemble de ces variables. Nous avons choisi la deuxième option.

Nous rappelons dans le tableau suivant les facteurs d'endogénéité des régimes de change, tout en précisant les mesures utilisées.

Tableau n° 4
Les facteurs de l'endogénéité des régimes de change

Variables expliquant l'inflation et le régime de change	Mesures
La taille économique	Le produit intérieur et la population
L'inflation mondiale (PPA)	Muette temporelle
La productivité (effet Balassa)	Le produit par tête
La localisation et d'autres facteurs omis et invariants dans le temps	Effets fixes
Des variables pouvant influencer la demande de monnaie	La croissance du produit et de la population
Les préférences des autorités supposées invariantes	Effets fixes

Nous estimons deux modèles qui évaluent l'impact de la Zone franc et des caisses d'émission sur l'inflation, à partir d'un panel incluant

l'ensemble des pays du monde pour lesquels les données sont disponibles. Pour chaque pays, on dispose de données par moyenne sur 5 ans de 1960 à 2000 (700 observations).

Dans un premier modèle, qualifié de structurel (tableau n° 4), on introduit les variables de contrôle présentées précédemment. Les variables de politique monétaire sont omises à dessein. On saisit par conséquent l'effet global des unions de taux de change.

Dans un deuxième modèle, une variable de contrôle supplémentaire est introduite : la variation de la base monétaire *i.e.* l'offre de monnaie. Les variables des unions de taux de change saisissent alors uniquement l'effet de crédibilité.

Tableau n° 5
Les estimations économétriques

	Modèle structurel	Modèle politique
Variables de contrôle	Population PIB Croissance (PIB et population) Variable muette temporelle	Population PIB Croissance (PIB et population) Variable muette temporelle
Variable de politique monétaire		8,75 (4,54)
Caisse d'émission	- 0,30 (- 1,58)	- 0,16 (- 1,53)
Zone franc	- 0,24 (- 2,5)	- 0,15 (- 2,77)
R ²	0,19	0,53

* Entre parenthèses, les statistiques de Student corrigées de l'hétéroscédasticité par la méthode de White.

Le modèle structurel met en lumière un effet négatif et significatif des deux unions de taux de change sur l'inflation. Celui de la Zone franc semble légèrement inférieur, en valeur absolue, à celui des caisses d'émission.

L'introduction de la variable de politique monétaire permet d'accroître le pouvoir explicatif du modèle (53 %). La variable de base monétaire qui doit saisir l'effet de discipline est fortement significative et positive. On retrouve l'effet attendu entre les prix et l'offre de monnaie. L'impact des variables d'intérêt baisse significativement par rapport au modèle structurel. Par conséquent, les deux régimes de change ont bien un effet de discipline sur la politique monétaire. Celui-ci est présent en Zone franc, et ce, malgré la contrainte plus lâche imposée aux autorités monétaires. Bien que la politique monétaire explique une part très importante de l'inflation, les unions de taux de change continuent d'avoir un impact négatif et significatif, que nous assimilons à un effet de crédibilité distinct de l'effet de discipline.

L'introduction de la politique monétaire semble réduire davantage



l'effet désinflationniste des caisses d'émission que celui de la Zone franc. Par ailleurs, elle semble supprimer la différence entre les coefficients des deux régimes. Autrement dit, le contrôle par la politique monétaire modifie de manière plus notable l'impact des caisses d'émission. Nous en déduisons une orientation différente des deux régimes : l'effet de la Zone franc reposerait plus sur l'effet de crédibilité issu d'un ancrage durable, alors que l'effet des caisses d'émission serait davantage lié à la contrainte que fait peser le régime sur la politique monétaire. Cependant, cette différence, aussi importante soit-elle, ne doit pas faire oublier que les deux régimes partagent en grande partie les mêmes effets.

Les caisses d'émission et la Zone franc, soutiennent les programmes de stabilisation fondés sur l'ancrage nominal du taux de change. L'ancrage nominal permet l'importation de la crédibilité et réduit la marge de manœuvre des autorités monétaires. Deux raisons du succès des unions de taux de change peuvent être avancées. D'une part, le régime fournit un engagement crédible pour le maintien de la fixité du change ; ainsi, il évite les dommages liés à l'incohérence des politiques optimales qui sont, bien souvent, à l'origine de l'échec des régimes de change fixe. D'autre part, les contraintes imposées par le taux de change fixe régulent l'offre de monnaie ; en particulier, elles empêchent les autorités monétaires d'accommoder les chocs inflationnistes et durcissent la contrainte budgétaire des secteurs public et privé. Il en résulte une moindre inflation.

La démarche économétrique s'attache à mettre en lumière à la fois l'effet de discipline et l'effet de crédibilité. Les caisses d'émission, tout comme la Zone franc, semblent être à l'origine d'un biais anti-inflationniste. Mais l'effet des caisses d'émission transiterait plutôt par un effet de discipline. En revanche, celui de la Zone franc résiderait davantage dans la crédibilité importée. Nous expliquons cette différence par la règle plus restrictive imposée aux caisses d'émission où les contreparties, autres que les avoirs extérieurs, sont interdites et par la fixité durable, plus de 50 ans, du franc CFA.

Les unions de taux de change se révèlent être un outil efficace pour réussir la stabilisation. En revanche, les deux régimes ont des inconvénients qu'il faudrait mettre en balance avec leur succès dans la désinflation. En particulier, les caisses d'émission disposent d'un mécanisme d'ajustement rapide du taux de change réel fondé sur la désinflation qui peut être coûteux pour la production et l'emploi, comme le montre le cas de l'Argentine (Hausmann, 2001). Inversement, un ajustement trop progressif fondé sur le crédit du compte d'opérations en Zone franc risque de laisser perdurer une appréciation du taux de change réel coûteuse pour la compétitivité.

ANNEXE A

Pays appartenant à la Zone franc
(rapport de la Zone franc 2000)

Pays	Membres depuis	Banque centrale
Bénin	1960	BCEAO
Burkina Faso	1960	BCEAO
Côte d'Ivoire	1960	BCEAO
Guinée-Bissau	1997	BCEAO
Comores	1979	Banque centrale des Comores
Mali	1968	BCEAO (1984)
Niger	1960	BCEAO
Sénégal	1960	BCEAO
Togo	1963	BCEAO
Cameroun	1960	BEAC
République Centre Africaine	1960	BEAC
Congo	1960	BEAC
Gabon	1960	BEAC
Guinée Équatoriale	1985	BEAC
Tchad	1960	BEAC

ANNEXE B

Liste des caisses d'émission actuelles (2000)⁷

13

Pays	Dates	Ancre	Couverture officielle	Couverture effective
Argentine	1991 2002	1 peso = 1 \$ (EU)	100 % (M0*)	139 % M0 23 % M2
Bermudes (GB)	1915	1 Bermudas pound = 1 \$ EU	100 % (M0*)	?
Bosnie-Herzégovine	1997	1 mark BZ = 1 DM (0,5 €)	100 % (M0*)	?
Brunei	1952	1 Brunei \$ = 1 \$ de Singapore	100 % (M0*)	?
Bulgarie	1997	1 lev = 1 DM (0,5 €)	100 % (M0*)	148 % M0 54 % M2
Djibouti	1949	177.72 Dj franc = 1 \$ (EU)	100 % (M0*)	?
Estonie	1992	8 kroon = 1DM (0,5 €)	100 % (M0*)	122 % M0 47 % M2
Gibraltar (GB)	1927	1 Gibraltar pound = 1 sterling	100 % (M0*)	?
Hong-Kong	1983	7,8 \$ HK = 1 \$ (EU)	100 % (M0*)	110 % M0
Îles Caïmans	1972	1 Caymans Island \$ = 1,2 \$ (EU)	100 % (M0*)	?
Îles Faeroe (DK)	1940	1 crown Faeroe = 1 Danish crown	100 % (M0*)	?
Lituanie	1994	1994-2002 : 4 litai = 1 \$ 2002-2004 : 4 litai = 1 €	100 % (M0*)	112 % M0 51 % M2
Falkland Islands (GB)	1899	1 Falkland pound = 1 Sterling pound	100 % (M0*)	?
UMCO ⁸	1950	2,7 \$ Caraïbes = 1 \$ EU	60 % (M0*)	?

* M0 est l'agrégat monétaire émis par la Banque centrale.

NOTES

1. Pour une liste complète des CE modernes voir l'annexe B.
2. Pour une liste complète des membres des unions monétaires CFA voir l'annexe A.
3. Dans les travaux de Ghosh, Gulde, Ostry et Wolf, (1997), il n'est pas fait mention des catégories caisses d'émission et dollarisation. À partir de 1999, la taxinomie inclut ces deux catégories, signifiant ainsi leur intérêt à la fois politique et intellectuel.
4. Les clauses de sauvegarde sont des règles concernant la politique monétaire. Leur objectif est de limiter le débit du compte d'opération, *i.e.* d'équilibrer les soldes extérieurs.
5. Le compte d'opération est un compte bancaire à la disposition des institutions monétaires des unions CFA. Les réserves de change des unions sont déposées sur ce compte. Lorsque le compte est débiteur, le Trésor français fournit des avances aux institutions pour financer leurs besoins en devises, *i.e.* l'appréciation réelle. Les avances du trésor sont réglées ; l'objectif à long terme est l'équilibre de ce compte.
6. En 1994, le taux de change a été ajusté mais le régime n'a pas changé.
7. Sources : IFS IMF Février 2001. Le ratio de couverture effective est calculé par Ghosh, Gulde et Wolf (2000)
8. L'Union monétaire des Caraïbes Orientales (UMCO) regroupe Anguilla (GB), Antigua et Barbade, Dominique, Grenade, Montserrat (GB), St Kitt et Nevis, St Lucie, St Vincent et Grenadine.

BIBLIOGRAPHIE

- BALASSA B. (1964), « The Purchasing Power Parity Doctrine: A reappraisal », *Journal of Political Economy*, vol. 2, n°3, pp. 584-596.
- BUBULA A. et OKTER-ROBE I. (2002), « The Evolution of Exchange Rate Regime since 1990: Evidence from de facto Policy », *IMF working papers*, WP/02/15.
- BORDO M. et JONUNG L. (1999), « The Future of EMU : What Does the History of Monetary Union tell us ? », *NBER WP 7365*.
- CALVO G. et REINHART C. (2002), « The Fear of Floating », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, n° 2.
- CALVO G. et VEGH C., (1999), « Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries », *Handbook of macroeconomics*, vol. 1c, pp 1531.
- DE HAAN J., BERGER H. et VAN FRAASSEN E., (2001), « How to Reduce Inflation: an Independent Central Bank or a Currency Board, the Experiences of Baltic Countries », *LICOS discussion papers*, Katholieke Universiteit Leuven.
- EDWARDS S. (1988), *Exchange Rate Misalignment in Developing Countries*, *The World Bank Occasional Paper n° 2*, John Hopkins university press, Baltimore and London.
- EICHENGREEN B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics.
- FISCHER S. (1986), « Exchange Rate vs Money Targets in Disinflation », dans *Indexing inflation and economic growth*, S. Fischer, ed. MIT Press, Cambridge, MA, PP 247-269.
- FISCHER S. (2001), « Exchange Rate Regimes : is the Bipolar View Correct ? », *The Journal of Economic Perspectives*, vol 15, n°2, pp 3-24.
- FISCHER S. SAHAY R. et VÉGH C. (2002), « Modern Hyper- and High Inflation », *Journal of Economic Literature*, vol. XL, pp 837-880.
- FLEMING J. (1971), « On Exchange Rate Unification », *Economic Journal*, vol. 81, pp.467-88.

- GHOSH A., GULDE A-M., OSTRY J. et WOLF H. (1997), « Does the Nominal Exchange Rate Matter ? », *NBER working paper*, n° 5874.
- GHOSH A., GULDE A-M. et WOLF H. (2000), « Currency Boards: more than a Quick Fix? », *Economic Policy*, pp 270-335.
- HAUSMAN J. et TAYLOR W. (1981), « Panel Data and Unobservable Individual Effects », *Econometrica*, vol. 49, pp 1377-1398.
- HAUSMANN R. (2001), « Plan B : a Way out for Argentina », *NBER conference papers*.
- KRUGMAN P. (1979), « A Model of Balance-of-payments Crises », *Journal of money, credit and banking*, vol.11, n° 3.
- KYDLAND E. et PRESCOTT E. (1977), « Rules rather Discretion: the Inconsistency of Optimal Plan », *Journal of monetary economics*, vol. 47, pp. 279-291.
- LEVY-YEYATI E. et F. STURSENEGGER (2002), « Classifying Exchange Rate : Deeds vs Words? », Universidad Torcuato Di Tella, ([http://www.utdt.edu/\(tild\)ely/DW2002](http://www.utdt.edu/(tild)ely/DW2002)).
- McKINNON R. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 52, pp. 717-725.
- MILES-FERRETTI GM. (1995), « The Disadvantage of Tying Their Hands », *Economic Journal*, vol. 105, n°433, pp. 1381-1403.
- MUNDELL R. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51, pp. 657-665.
- REINHART C. et ROGOFF K. (2004), « The Modern History of Exchange Rate Arrangement: a Reinterpretation », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CXIX, n° 1, pp. 1-49.
- WILLETT T. (1998), « Credibility and Discipline Effects of Exchange Rate as Nominal Anchors: the Need to Distinguish Temporary from Permanent Pegs », *World Economy*, vol. 21, n°6.

