

Le mirage des taux de change flottants†

*Carmen M. Reinhart**

Au cours des dernières années, de graves crises de change et bancaires ont prélevé un lourd tribut sur l'économie d'un grand nombre de pays, en particulier celle des pays à marché émergent. La restructuration du secteur bancaire s'est soldée dans bien des cas par un coût supérieur à 20 % du PIB, et la baisse de la production a atteint jusqu'à 14 %. Ces crises financières sont de plus en plus souvent imputées aux régimes de changes fixes, plus précisément aux parités fixes de type traditionnel. Aussi ne s'étonne-t-on pas de voir les tenants de cette école de pensée conseiller aux marchés émergents d'adopter, à l'instar des États-Unis et d'autres pays industrialisés, un régime de changes flottants (voir par exemple Goldstein, 1999).

À première vue, les divers pays du monde, à l'exception notable des économies européennes, semblent se diriger résolument vers l'adoption de régimes de changes flottants. D'après le Fonds monétaire international (FMI), 97 % des pays membres du Fonds en 1970 avaient un régime de changes fixes; cette proportion était descendue à 39 % en 1980 et elle n'était plus que de 11 % en 1999¹. Cette typologie souvent reprise du FMI considère que les pays agissent en conformité de leur déclaration. Or, un examen superficiel du régime de change appliqué avant 1997 dans les pays qui ont été victimes de la crise asiatique fait ressortir que leurs monnaies se sont comportées pendant de longues périodes comme si elles étaient en fait arrimées au dollar américain. Pourtant, seule la Thaïlande était

1. Obstfeld et Rogoff (1995) font également ce constat.

* L'auteure tient à remercier Guillermo Calvo et Vincent Reinhart pour leurs commentaires extrêmement pertinents, ainsi que Ioannis Tokatlidis pour son apport précieux sur le plan de la recherche.

† Reproduit avec la permission de *The American Economic Review*, vol. 90, n° 2, p. 65-70.

officiellement classée parmi les pays à régime de changes fixes; les Philippines figuraient dans la liste des pays dont la monnaie flottait librement, les autres étant regroupés dans la catégorie résiduelle des pays à flottement dirigé.

Nous résumons ici certaines des principales conclusions de Calvo et Reinhart (2000), qui analysent le comportement des taux de change, des réserves de change, des agrégats monétaires et des taux d'intérêt selon les divers régimes de change adoptés afin de voir si les « désignations officielles » représentent fidèlement les pratiques effectives des pays. Les résultats présentés portent sur un nombre restreint de régimes et sont fondés sur l'étude d'un ensemble beaucoup plus vaste de mécanismes de change. Nous nous servons de données mensuelles recueillies pour 36 pays de janvier 1970 à avril 1999.

Voici quelques-uns des résultats les plus intéressants. 1^o La plupart des pays qui déclarent laisser flotter leur monnaie font l'opposé. La « peur du flottement » semble fort répandue. Par comparaison avec les pays qui se sont fermement engagés sur la voie des taux flottants, comme les États-Unis, l'Australie et le Japon, la variabilité observée du taux de change est très faible. Or, cette faible variabilité du taux de change nominal n'est pas due à l'absence de chocs réels ou nominaux dans les pays en cause. Au contraire, la plupart de ces pays sont soumis à des chocs plus importants et plus fréquents au chapitre des termes de l'échange que ne le sont les États-Unis et le Japon — ce qui n'est guère étonnant, compte tenu de la grande place que tiennent souvent les produits de base dans leurs exportations. 2^o La faible variabilité relative du taux de change résulte de mesures prises délibérément par les autorités pour stabiliser le taux de change. La volatilité des réserves (contrairement à ce qu'on pourrait prévoir dans un régime de changes flottants ou à ce qu'on observe dans les pays appliquant rigoureusement un tel régime) est très élevée. 3^o La volatilité des taux d'intérêt (tant réels que nominaux) est nettement plus forte — et d'un tout autre ordre — que dans les pays dont la monnaie flotte véritablement. Cette volatilité marquée s'expliquerait de deux façons : d'abord par le recours des pays à d'autres outils que les interventions sur les marchés des changes pour atténuer les fluctuations du taux de change, comme les modifications de taux d'intérêt, ensuite par la présence de problèmes chroniques de crédibilité. 4^o Étant donné que les régimes de flottement dirigé officiellement pratiqués ressemblent en fait davantage à des régimes de changes fixes non crédibles, la prétendue « fin des régimes de changes fixes » est un mythe. En fait, la peur du flottement est très répandue et touche même certains pays développés². Ce classement apparemment erroné d'une proportion des pays

2. Calvo et Reinhart (2000) expliquent plus en détail les causes de la peur du flottement.

dans la catégorie des pays à régime de changes flottants explique peut-être pourquoi certaines études menées antérieurement à partir de la typologie officielle des régimes de change n'ont pas permis de détecter de différences importantes, au chapitre de la croissance du PIB et de l'inflation, entre les régimes de changes fixes et flottants (voir Ghosh et coll., 1997).

La section 1 présente un bref aperçu des prévisions de la théorie économique concernant le comportement des taux de change, des réserves de change, des agrégats monétaires et des taux d'intérêt selon les divers régimes de change. À la section 2, nous confrontons ces prévisions théoriques avec les observations. La section 3 évoque certaines des causes de la « peur du flottement ».

1 Notions fondamentales

Désignons par i et i^* le taux d'intérêt nominal dans l'économie nationale et à l'étranger. E représente le taux de change nominal, ε , le taux de dévaluation attendu, ρ , la prime de risque de défaillance, et R , le niveau des réserves de change. La variance d'une variable x est notée $Var(x)$.

Considérons d'abord un régime de changes flottants assorti d'une règle monétaire, selon laquelle les chocs subis par la demande de monnaie, par les attentes au sujet du taux de change ou par le risque de défaillance sont tolérés. On s'attendrait dans ce cas à ce que $Var(E) > 0$, $Var(i) > 0$, dans la mesure où la demande de monnaie subit des chocs, et $Var(R) = 0$, puisque la banque centrale n'intervient pas. Si, comme aux États-Unis, les autorités ne prennent pas explicitement pour cible un agrégat monétaire, que le taux de change flotte librement et que les fluctuations de taux d'intérêt sont atténuées, la Banque centrale réagit aux chocs de demande de monnaie, mais pas aux chocs subis par les attentes en matière de taux de change ou par le risque de défaillance. Dans ce cas-ci, $Var(E) > 0$, $Var(i) = 0$, $Var(R) = 0$, puisque l'offre de monnaie s'ajuste au moyen d'opérations d'open market plutôt que par l'achat et la vente d'instruments de réserve.

À l'autre extrême, si un pays applique un régime de changes fixes qui est parfaitement crédible (c'est-à-dire que le risque de défaillance est considéré comme nul), la condition de parité des taux d'intérêt est simplement $i = i^*$. Dans ce cas, on peut s'attendre à ce que $Var(E) = 0$, $Var(i) = Var(i^*)$ grâce à la parfaite crédibilité du régime, et $Var(R) > 0$, puisque les autorités réagissent aux chocs de demande de monnaie. Les régimes de changes fixes non crédibles, où les défaillances sont possibles et qui sont beaucoup plus courants, ne respectent pas la condition de parité entre i et i^* . Comme dans

le cas précédent, $Var(E) = 0$ et $Var(R) > 0$, mais la condition de parité des taux d'intérêt s'exprime maintenant par

$$i = i^* + \varepsilon + \rho, \quad (1)$$

$$Var(i) = Var(i^*) + Var(\varepsilon) + Var(\rho) + \text{termes de covariance.} \quad (2)$$

Par conséquent, le manque de crédibilité implique $Var(i) > Var(i^*)$.

Cependant, ainsi que nous l'avons indiqué, les pays s'écartent souvent du régime qu'ils déclarent officiellement avoir adopté. Les régimes de changes fixes ou quasi fixes ne sont pas toujours transparents. Une forme de plus en plus courante de « parité fixe dissimulée » ou de « première forme de peur du flottement » (voir le Tableau 1) est observée quand les autorités stabilisent le taux de change par des opérations d'open market plutôt que par l'achat et la vente d'instruments de réserve. On en trouve des exemples au Pérou depuis août 1990 et au Mexique depuis décembre 1994. Si l'on fait l'hypothèse d'une crédibilité imparfaite (puisque le régime effectivement suivi n'est pas explicite), les implications sont identiques à celles d'un système de changes fixes non crédible (c'est-à-dire que $Var(E) = 0$, $Var(i) = Var(i^*) + Var(\varepsilon) + Var(\rho) + \text{termes de covariance}$), à ceci près que $Var(R) = 0$. Si, malgré un régime déclaré de taux flottants, les tentatives de stabilisation du taux de change sont moins bien dissimulées (comme cela est le cas en Corée du Sud depuis 1999), les prévisions de la théorie se confondent avec les implications d'un système de changes fixes non crédible. C'est ce que nous appelons au Tableau 1 la « deuxième forme de peur du flottement ».

Tableau 1
Comportement prévu
selon divers régimes de change

Régime de change	Var(E)	Var(i)	Var(R)
Taux flottants et règle monétaire	élevée	?	0
Taux flottants et atténuation des variations de taux d'intérêt	élevée	faible	0
Régime de changes fixes crédible	0	Var(i^*)	?
Régime de changes fixes non crédible	0	élevée	élevée
Régime de changes quasi fixes non crédible dissimulé (1 ^{re} forme de peur du flottement)	faible	élevée	faible
Régime de changes quasi fixes non crédible moins bien dissimulé (2 ^e forme de peur du flottement)	faible	élevée	élevée

Ayant ainsi passé en revue le comportement présumé de ces différentes variables selon les divers régimes de change, nous allons voir comment il se compare aux observations.

2 Les observations

Nous étudions des données mensuelles allant de janvier 1970 à avril 1999 pour 36 pays d'Afrique, d'Asie, d'Europe et de l'hémisphère occidental. Nous ne retiendrons ici que quelques exemples choisis parmi ceux exposés dans Calvo et Reinhart (2000). Les pays sont classés dans quatre catégories de régimes de change conformément à la typologie du FMI : rattachement à une monnaie, flottement limité, flottement dirigé, flottement libre. Nous avons presque tous rangés dans la deuxième catégorie les pays d'Europe (avant l'union monétaire) dont les taux de change respectifs ne devaient pas varier hors de certaines limites les uns par rapport aux autres (serpent monétaire, mécanisme de change européen, etc.).

Malgré des interventions occasionnelles sur les marchés des changes, qui étaient même parfois coordonnées, le dollar américain a flotté à peu près aussi librement qu'une monnaie peut le faire par rapport au yen (¥) et au deutsche mark (DM), puis vis-à-vis de l'euro. C'est pourquoi nous comparons le comportement des monnaies des pays à flottement libre ou dirigé à celui du \$ É.-U. vis-à-vis de ces trois monnaies. Étant donné le comportement bien défini que la théorie prédit pour le taux de change, les réserves de change, les agrégats monétaires et les taux d'intérêt selon le mécanisme de change retenu, nous examinerons ces variables une à une, en nous penchant plus particulièrement sur leurs taux de variation mensuels.

Le Tableau 2 présente la distribution statistique des variations mensuelles des taux de change (en pourcentage). Dans le cas des États-Unis, par exemple, on observe une probabilité d'environ 59 % que la variation mensuelle du taux de change \$ É.-U./DM se situe dans une fourchette relativement étroite de $\pm 2,5$ %. Cette probabilité est toutefois de l'ordre de 94 % à 96 % pour la Bolivie, le Canada et l'Inde (tous des pays ayant officiellement suivi un régime de changes flottants durant cette période)³. Ce qui revient à dire qu'il n'y a dans ces pays qu'une probabilité d'environ 5 % qu'une variation du taux de change soit supérieure à 2,5 % au cours d'un mois donné (comparativement à plus de 40 % pour le taux de change \$ É.-U./DM). L'absence de fluctuations mensuelles de moyenne ou de grande ampleur est également constatée durant les périodes dites de « flottement dirigé » (Tableau 3). Dans le cas de l'Égypte et de la Bolivie, la

3. Ces chiffres sont représentatifs d'un ensemble plus vaste de pays (voir Calvo et Reinhart, 2000).

Tableau 2
Volatilité des taux de change dans les
régimes récents ou actuels de changes « flottants »

Pays	Période	Probabilité d'une variation mensuelle se situant dans une fourchette de	
		± 1 %	± 2,5 %
États-Unis (\$ É.-U./DM)	Février 1973-avril 1999	26,8	58,7
Japon	Février 1973-avril 1999	33,8	61,2
Bolivie	Septembre 1985-décembre 1997	72,8	95,9
Canada	Juin 1970-avril 1999	68,2	93,6
Inde	Mars 1993-avril 1999	82,2	93,2
Mexique	Décembre 1994-avril 1999	34,6	63,5

Tableau 3
Volatilité des taux de change dans les
régimes récents ou actuels de « flottement dirigé »

Pays	Période	Probabilité d'une variation mensuelle se situant dans une fourchette de	
		± 1 %	± 2,5 %
États-Unis (\$ É.-U./DM)	Février 1973-avril 1999	26,8	58,7
Japon	Février 1973-avril 1999	33,8	61,2
Bolivie	Janvier 1998-avril 1999	100,0	100,0
Chili	Octobre 1982-avril 1999	45,5	83,8
Égypte	Février 1991-décembre 1998	95,7	98,9
Pakistan	Janvier 1982-avril 1999	77,8	92,8
Singapour	Janvier 1988-avril 1999	61,5	89,6

probabilité qu'une variation mensuelle du taux de change dépasse 2,5 % est nulle. Même chez les partisans déclarés des changes flottants, par exemple au Chili et à Singapour, la distribution statistique des fluctuations mensuelles du taux de change par rapport au dollar américain ne ressemble pas, ne serait-ce que vaguement, à celle du taux de change \$ É.-U./DM ou \$ É.-U./¥, la proportion des variations observées dans une fourchette étroite étant nettement plus importante. Mesuré à cette aune, le Mexique d'après la crise a un régime de change qui s'approche davantage d'un régime de changes flottants que le régime des autres pays, y compris le Canada.

Cependant, ainsi que nous l'avons vu à la section précédente, les variations du taux de change ne disent pas tout. Leur observation ne nous permet pas de déterminer ce qu'auraient été les fluctuations du taux de change en l'absence d'interventions des autorités, puisque, par définition, nous ne

Tableau 4
Volatilité des réserves de change dans les
régimes récents ou actuels de changes « flottants »

Pays	Période	Probabilité d'une variation mensuelle se situant dans une fourchette de	
		± 1 %	± 2,5 %
États-Unis	Février 1973-avril 1999	28,6	62,2
Japon	Février 1973-avril 1999	44,8	74,3
Bolivie	Septembre 1985-décembre 1997	8,1	19,6
Canada	Juin 1970-avril 1999	15,9	36,6
Inde	Mars 1993-avril 1999	21,6	50,0
Mexique	Décembre 1994-avril 1999	13,2	28,3

Nota : Les réserves sont exprimées en dollars américains. Étant donné que les réserves de change des États-Unis sont en monnaies étrangères, leurs fluctuations reflètent tout simplement, en bonne partie, les variations de valeur dues à l'évolution du dollar américain.

pouvons observer la distribution contrefactuelle. Afin d'évaluer la portée des interventions visant à atténuer les fluctuations du taux de change, nous examinerons le comportement des réserves de change. Comme le fait ressortir le Tableau 1, la variance des réserves devrait être nulle en régime de flottement pur. En réalité, celles-ci peuvent varier elles aussi sous l'effet de fluctuations de valeur. Le Tableau 4 présente la distribution statistique, pour des périodes choisies, des variations mensuelles des réserves (en dollars américains). À l'exception des États-Unis, la plupart des pays figurant au Tableau 4 détiennent le gros de leurs réserves de change sous la forme d'avoirs libellés en dollars américains; les variations de valeur ne posent donc pas de problème. Ainsi que le montre le Tableau 4, la probabilité que les variations mensuelles des réserves de change se situent dans une fourchette étroite de $\pm 2,5$ % est d'environ 74 % dans le cas du Japon. Cette probabilité n'est que de quelque 28 % pour le Mexique, et elle est encore plus faible pour la Bolivie. En fait, d'importantes fluctuations des réserves de change semblent être courantes pour tous les autres pays, ce qui cadre avec un plus grand interventionnisme sur les marchés des changes, tout particulièrement par rapport à ce qu'on s'attendrait à observer a priori en régime de flottement libre.

Les interventions des autorités visant à atténuer les fluctuations du taux de change ne semblent pas se limiter aux opérations réalisées sur les marchés des changes. Alors que les décisions en matière de taux d'intérêt sont conditionnées par les objectifs de politique intérieure aux États-Unis et au Japon, la stabilisation du taux de change joue un rôle beaucoup plus

Tableau 5
Volatilité des taux d'intérêt nominaux dans les
régimes récents ou actuels de changes « flottants »

Pays	Période	Probabilité que la variation mensuelle des taux d'intérêt nominaux se situe dans une fourchette de	
		± 0,25 % (25 points de base)	± 0,5 % (50 points de base)
États-Unis	Février 1973-avril 1999	59,7	80,7
Japon	Février 1973-avril 1999	67,9	86,4
Bolivie	Septembre 1985-décembre 1997	16,3	25,9
Canada	Juin 1970-avril 1999	36,1	61,8
Inde	Mars 1993-avril 1999	6,4	15,9
Mexique	Décembre 1994-avril 1999	5,7	9,4

important dans la politique de taux d'intérêt de la plupart des autres pays. Il serait difficile en effet de justifier la très forte volatilité relative des taux d'intérêt nominaux et réels dans les pays en question par des modifications des objectifs fondamentaux de la politique intérieure, ainsi que le montre clairement le Tableau 5. La probabilité que les variations de taux d'intérêt se situent dans une fourchette étroite de ± 50 points de base est d'environ 82 % dans le cas des États-Unis, même si l'on tient compte de la période relativement agitée de stabilisation de l'inflation qui a été observée au début des années 1980. Dans le cas du Japon, cette probabilité est encore plus élevée. À l'inverse, pendant la période où le cours du peso mexicain a été flottant, la probabilité que les variations de taux d'intérêt soient inférieures ou égales à 50 points de base n'était que de 9,4 %. Cette stabilité des taux d'intérêt paraît absente de la plupart des pays à marché émergent, même ceux qui appliquent un contrôle des capitaux, comme l'Inde. En fait, les variations importantes de taux d'intérêt (relativement à celles observées aux États-Unis, au Japon et en Allemagne) semblent être la règle. Alors que la probabilité que les taux d'intérêt varient de 500 points de base (5 %) au cours d'un mois est à peu près nulle aux États-Unis et au Japon, elle est voisine de 30 % au Mexique. Encore récemment, au lendemain de la crise russe d'août 1998, les autorités mexicaines ont relevé les taux d'intérêt afin de limiter les pressions sur le taux de change (malgré le ralentissement de l'économie et une variation défavorable des termes de l'échange). Le Mexique n'est d'ailleurs pas le seul à recourir à des hausses de taux d'intérêt parmi les pays à marché émergent. Cette volatilité des taux d'intérêt ne découle pas d'une adhésion stricte à des cibles monétaires, face à des variations importantes et fréquentes de la demande de monnaie; en fait, la plupart des pays en question n'ont pas de règle monétaire, explicite ou implicite. Elle est plutôt le fruit d'efforts visant à stabiliser le taux de change

(sans le signal explicite que donnent des interventions sur les marchés des changes) et d'un manque de crédibilité⁴.

3 La « peur du flottement »

Par-delà les classements superficiels et compte tenu des nombreuses observations dont on dispose, les promesses de certains pays de laisser leur monnaie flotter de plus en plus librement et leurs déclarations en ce sens pourraient bien être dénuées de conséquences réelles si l'on en juge par ce qu'on a observé dans le passé. Il semble exister une « peur du flottement » généralisée, qui est étroitement liée à des problèmes de crédibilité.

Les causes fondamentales de la réticence prononcée des pays à marché émergent à laisser flotter leur monnaie sont multiples. Quand les circonstances sont propices (c'est-à-dire en présence d'entrées de capitaux et de variations favorables des termes de l'échange, par exemple), les pays à marché émergent hésitent bien souvent à laisser leur taux de change nominal (et réel) s'apprécier. C'est probablement qu'ils craignent une perte de compétitivité et un recul marqué dans la diversification de leurs exportations, à l'instar de ce qu'on observe dans le cas du « syndrome hollandais ». Quand les circonstances sont défavorables, les arguments qui militent contre une forte dépréciation sont peut-être encore plus puissants. La crainte d'un effondrement du taux de change découle de la dollarisation généralisée des engagements puisque, dans la plupart des pays à marché émergent, la dette tant publique que privée est libellée en grande partie en monnaies fortes. Pour cette raison parmi d'autres, les dévaluations se sont généralement accompagnées, dans les pays en développement, de récessions plutôt que de périodes d'expansion stimulée par la croissance des exportations. Il se pourrait en outre que les autorités s'opposent à une importante dévaluation à cause des conséquences inflationnistes que celle-ci pourrait avoir et des problèmes de crédibilité qui pourraient s'ensuivre.

Si la « peur du flottement » continue d'influer sur la détermination des politiques publiques et que le manque de crédibilité demeure un obstacle de taille, comme les faits stylisés concernant les taux d'intérêt portent à le croire, la seule façon d'éviter simultanément les « problèmes de flottement et de crédibilité » pourrait être une dollarisation intégrale. Une solution extrême s'il en est!

4. L'utilisation de taux d'intérêt réels débouche sur des résultats analogues; les lecteurs intéressés à prendre connaissance de ces derniers sont invités à s'adresser à l'auteur.

Bibliographie

- Calvo, G. A., et C. M. Reinhart (2000). « Fear of Floating », University of Maryland (janvier), photocopie.
- Ghosh, A. R., A.-M. Gulde, J. D. Ostry et H. C. Wolf (1997). « Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? », document de travail n° 5874, National Bureau of Economic Research.
- Goldstein, M. (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture Report of an Independent Task Force*, Washington (D.C.), Institute for International Economics for the Council on Foreign Relations.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1995). « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 73-96.

Commentaires*

Mark Kruger

Les économistes se fient généralement à deux tests pour établir le type de régime de change appliqué par un pays. Il y a d'abord le « test de l'acte de foi » : le pays déclare au FMI le type de régime de change qu'il applique, et on le croit sur parole. Il y a ensuite le « test du canard » : si le plumage et le caquetage sont ceux d'un canard, il s'agit bien d'un canard. Calvo et Reinhart nous adressent cependant une mise en garde : pour que ce soit vraiment un canard, il faut aussi que ça flotte comme un canard.

Les auteurs ont rédigé une étude soigneusement mûrie, où ils remettent en question l'idée reçue selon laquelle les pays adhèrent à l'une ou l'autre de deux formules extrêmes : le libre flottage de leur monnaie ou un régime de changes résolument fixes. Ils concluent que bien des pays à marché émergent qui prétendent s'être dotés d'un régime de changes flottants se comportent en réalité comme si leur monnaie était rattachée à une devise de référence. Les auteurs présentent un cadre théorique pour montrer que, dans un contexte de dévaluations déstabilisatrices, les pays ont peur de laisser leur monnaie vraiment flotter. Non seulement je suis d'accord avec eux, mais j'ajouterais que d'autres pays semblent avoir peur de laisser leur monnaie *s'apprécier*, de crainte que leur compétitivité ne s'en trouve érodée.

J'aimerais commenter trois aspects de l'étude. En premier lieu, à quoi ressemble un véritable régime de changes flottants? En deuxième lieu, un taux de change flottant a-t-il un effet stabilisateur en cas de choc? En

* Mes commentaires portent sur l'étude intitulée « Fear of Floating », présentée au colloque par Guillermo A. Calvo et Carmen M. Reinhart.

troisième et dernier lieu, que doivent faire les autorités nationales quand une dévaluation entraîne une contraction de l'économie?

À quoi ressemble un véritable régime de changes flottants?

Pour déterminer la mesure dans laquelle le taux de change est véritablement flottant, les auteurs comparent les variations mensuelles du taux de change de pays ayant adopté différents régimes. Bien qu'ils constatent que les volatilités diffèrent sensiblement dans les pays qui déclarent appliquer un régime de changes fixes et dans ceux qui prétendent laisser flotter librement leur monnaie, les différences sont moins bien marquées dans le cas des autres régimes.

Ces résultats m'amènent à me demander si les variations sur un mois peuvent servir à déterminer la nature d'un régime de change. En théorie, le simple fait que le cours d'une monnaie puisse fluctuer librement ne signifie pas qu'il le fera. En pratique, on observe que le taux de change du dollar canadien affiche une très faible volatilité. Cela n'empêche toutefois pas celui-ci de connaître d'importantes variations sur longue période.

Toutefois, le fait que le taux de change flotte ne signifie pas non plus que ce dernier ne revêt aucune importance. Au Canada, on considère que les conditions monétaires sont déterminées à la fois par le taux de change et par les taux d'intérêt. La Banque du Canada peut modifier les conditions monétaires, mais c'est le marché qui décide des proportions respectives dans lesquelles les mesures prises se répercutent sur les taux d'intérêt et sur le taux de change (voir Freedman, 1996, p. 82). De ce point de vue, le taux de change est perçu comme un outil permettant de maintenir l'inflation dans la fourchette visée.

De fait, il convient de souligner que, sans point d'ancrage nominal, un taux de change flottant ne saurait être crédible et pourrait être synonyme d'inflation. Au Canada, les cibles visées en matière d'inflation incitent les agents économiques à croire que la Banque ne laissera pas une dépréciation du dollar alimenter l'inflation. C'est la raison pour laquelle des pays à marché émergent comme le Mexique et le Brésil se sont dotés de cibles de croissance monétaire ou d'inflation lorsqu'ils ont décidé de laisser flotter leur monnaie.

Au Canada, c'est parce que le taux de change peut réagir librement aux mesures prises par les autorités monétaires pour maintenir un bas taux d'inflation que nous disons qu'il flotte. En outre, il ne peut servir de canal aux mesures de politique monétaire que si les autorités n'ont pas d'objectif en matière de taux de change.

Ainsi que le montrent les auteurs, il peut arriver que certains pays aient un objectif de taux de change qui ne soit pas compatible avec la nature du régime déclaré au FMI. Cependant, il n'est pas possible d'inférer l'existence d'un tel objectif d'un simple examen des données. Pour déterminer le rôle que joue le taux de change dans la conduite de la politique monétaire, il faut se livrer à une analyse attentive de chaque cas particulier.

La forte volatilité des taux d'intérêt amène les auteurs à conclure que certains pays recourent à une politique de taux d'intérêt élevés pour limiter les pressions exercées sur le taux de change. Ils soutiennent que les autorités de ces pays se sont fixé un objectif pour le taux de change et qu'elles préfèrent stabiliser ce dernier plutôt que les taux d'intérêt.

Lorsque la politique monétaire est mise en œuvre sous un régime de changes flottants, il peut arriver que l'agitation des marchés rende difficile l'obtention des conditions monétaires souhaitées (voir Freedman, 1996, p. 87). Une perte de confiance dans la monnaie peut nourrir des anticipations extrapolatives et faire boule de neige. Pour stabiliser le marché, la banque centrale pourrait se voir obligée de favoriser (ou de cautionner) une hausse des taux d'intérêt supérieure à celle qui était nécessaire pour simplement compenser l'effet économique d'une dépréciation. À mesure que les anticipations d'un nouveau fléchissement du taux de change se dissiperaient, les taux d'intérêt pourraient redescendre à un niveau compatible avec les conditions monétaires souhaitées par les autorités. Il se pourrait en pareil cas que la banque centrale paraisse viser un objectif de taux de change. Il ne s'agirait cependant de sa part que d'une tactique à court terme qu'il convient de replacer dans le contexte d'une stratégie globale visant à obtenir les conditions monétaires souhaitées¹.

Étant donné les effets que produit l'agitation des marchés sur la conduite de la politique monétaire en régime de changes flottants, les auteurs pourraient envisager d'éliminer les « périodes de crise » de leur échantillon².

1. Il y a aussi des cas où le flottement du taux de change permet de renforcer la confiance. C'est ce qui semble s'être produit au Brésil au début de 1999. Quand le Brésil a laissé flotter le *real* et que le cours de celui-ci a sensiblement baissé, les écarts de taux ont diminué sur la dette brésilienne et le marché boursier s'est redressé, la perception étant que la situation fondamentale s'était améliorée.

2. En temps « normal », des taux d'intérêt variables pourraient être compatibles avec la faible monétisation des pays à marché émergent et le coefficient relativement bas dont les taux d'intérêt sont affectés dans leurs courbes IS. Dans ce cas, de fortes variations des taux d'intérêt, comparativement à celles que connaissent les pays industrialisés, pourraient être nécessaires pour obtenir la réaction souhaitée de la demande globale.

Le taux de change constitue-t-il un stabilisateur naturel?

Selon les données présentées par les auteurs, les prix des produits de base en monnaie locale sont plus variables que le taux de change. Il en résulterait que la « peur du flottement » conduit à une stabilisation du taux de change, de sorte que celui-ci ne peut plus jouer son rôle d'amortisseur.

Si l'on veut parvenir à l'équilibre macroéconomique dans un pays qui produit des matières premières, l'incidence d'une hausse (d'une baisse) des cours des produits de base sur le PIB doit être compensée par l'effet d'une appréciation (d'une dépréciation) du taux de change. Il n'y a cependant pas lieu de s'attendre à ce que la volatilité des prix des produits de base et celle du taux de change soient les mêmes.

À la Banque du Canada, les économistes ont estimé des courbes IS dans lesquelles entrent la croissance du PIB à l'étranger et l'évolution des prix réels des produits de base, ainsi que les taux d'intérêt et les taux de change³. Une augmentation de 10 % du prix des produits de base aurait pour effet, selon les estimations, d'accroître de 0,7 % la croissance du PIB réel. De plus, d'après notre modèle de taux de change, la même augmentation du prix de ces produits se traduirait par une appréciation de 4,8 % du dollar canadien⁴. D'après nos estimations des courbes IS, une appréciation de cette ampleur amputerait le taux de croissance du PIB de 0,7 %, contrebalançant ainsi entièrement l'incidence de la hausse des prix des produits de base.

Enseignements à tirer des dévaluations entraînant une contraction de l'économie

Les observateurs de la scène économique en Amérique latine ont fait remarquer que, si les autorités monétaires ne sont pas crédibles, la perspective d'une inflation future rendra les prêteurs réticents à négocier des prêts libellés en monnaie nationale. Il en découlera une dollarisation de la dette. Si l'encours des engagements libellés en dollars est suffisamment important, une dévaluation peut entraîner une contraction de l'économie, puisque la dette exprimée en monnaie locale s'accroît à un rythme plus rapide que celui auquel le pays peut se procurer des devises afin d'en assurer le service.

Lorsqu'un pays atteint ce point, une dynamique explosive, susceptible de menacer la viabilité de la balance des paiements courants, se met en branle.

3. Voir Duguay (1994) et Clinton (2000).

4. Le modèle de taux de change utilisé ici est décrit dans Amano et van Norden (1993). La valeur estimée du paramètre provient d'une régression menée sur la période allant du premier trimestre de 1973 au deuxième trimestre de 2000.

Supposons par exemple qu'un choc négatif au chapitre des termes de l'échange frappe le principal produit d'exportation d'un pays, en régime de changes flottants. Le solde de la balance des paiements courants diminuerait alors. Une dévaluation rapporterait certes des devises, mais ces dernières seraient insuffisantes, par hypothèse, pour compenser l'alourdissement du service de la dette. Par conséquent, on observerait une nouvelle baisse du solde de la balance courante. Si le pays avait d'importantes dettes à court terme, la balance courante pourrait faire l'objet d'un troisième choc négatif si la prime de risque exigée sur les emprunts du pays augmentait.

Dans un pays parvenu au point où les dévaluations entraînent une contraction de l'activité, l'économie présente les caractéristiques suivantes : le secteur des biens échangeables est relativement réduit, ou la demande d'importations et d'exportations est relativement insensible aux variations du taux de change; par ailleurs, l'endettement est élevé.

Il est clair que le fait que les avoirs et les engagements soient libellés dans des devises différentes confère une grande fragilité au bilan national et fournit aux autorités une raison de s'opposer aux dévaluations. Cependant, tant que les autorités persistent à vouloir stabiliser le taux de change, les incitations à accroître la dette en dollars demeurent, ce qui aggrave le problème. Cet état de choses est intenable.

Une solution possible, face à ce problème, consisterait en une dollarisation intégrale de l'économie. Cela débarrasserait un pays lourdement endetté d'un dangereux déséquilibre entre ses avoirs et ses engagements. D'autres problèmes persisteraient cependant. D'abord, un choc négatif au chapitre des termes de l'échange amenuiserait le solde des paiements courants. En régime de changes fixes, le service de la dette extérieure n'augmenterait pas. Une dépréciation réelle serait tout de même nécessaire pour rétablir l'équilibre macroéconomique; elle serait obtenue par une diminution des salaires et des prix intérieurs et le maintien de la production au-dessous du potentiel de l'économie. La baisse de la production réduirait encore la capacité du pays d'assurer le service de sa dette en provoquant une hausse du solde de la balance courante par rapport au PIB. Ce solde pourrait être réduit dans un troisième temps si le recul de la production influait sur l'offre globale de manière à diminuer la capacité de produire des biens exportables. Enfin, comme dans le cas du taux de change flottant, les primes de risque pourraient augmenter si le marché s'attend à ce que la période d'ajustement soit longue⁵.

5. Si nous faisons l'hypothèse que le secteur des biens exportables est de petite taille ou peu dynamique, il est raisonnable de supposer que le rétablissement de l'équilibre macroéconomique prendra beaucoup de temps.

Il semble donc que, quand les dévaluations provoquent une contraction de l'économie, la viabilité de la balance courante est compromise aussi bien en régime de changes flottants qu'en régime de dollarisation. L'enseignement à tirer par les autorités est que, dans ce cas, l'endettement est trop élevé et doit être réduit.

Bibliographie

- Amano, R. A., et S. van Norden (1993). « Terms of Trade and Real Exchange Rates: The Canadian Evidence », document de travail n° 93-3, Banque du Canada.
- Clinton, K. (2000). « Commodity Sensitive Currencies », Banque du Canada, photocopie.
- Duguay, P. (1994). « Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33, n° 1, p. 39-61. Paru en français en 1996 sous le titre « Étude empirique du mécanisme de transmission de la politique monétaire au Canada — Une approche globale ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada, p. 99-122.
- Freedman, C. (1996). « Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada, p. 75-89.

Discussion générale

Paul Masson juge rudimentaire la méthode de classification des régimes de politique monétaire et de change qui est retenue par Calvo et Reinhart. Selon lui, il serait plus utile de procéder à un examen approfondi de la situation de chaque pays car on trouverait peut-être ainsi un meilleur système de classification.

Carmen Reinhart répond que leur objectif n'était pas de reclasser les régimes, mais bien de décrire les pratiques des pays à cet égard. Toutefois, elle convient avec Masson qu'il existe toute une gradation des régimes de change.

Michael Devereux souligne que le choix d'un taux de change bilatéral est déterminant et que les dévaluations semblent souvent avoir des effets de contraction du fait que l'analyse omet de tenir compte du choc initial (par exemple une interruption des entrées de capitaux) qui a provoqué à la fois la baisse de la demande et la dépréciation de la devise. Calvo et Reinhart postulent que les variations du taux de change se répercutent intégralement sur les prix intérieurs, mais cette hypothèse est-elle toujours valable? Enfin, Devereux fait remarquer qu'il lui semble plus pertinent de parler d'une « peur de couler » que d'une « peur de flotter ».

Reinhart reconnaît que le choix d'un taux bilatéral tire à conséquence, mais conteste l'assertion selon laquelle leur modèle ne tiendrait pas compte des chocs initiaux.

David Laidler soutient qu'une parité fixe, tout comme une parité à crémaillère, conditionne en définitive le régime de politique monétaire, contrairement à un taux de change flottant. Par conséquent, plutôt que de comparer bêtement les régimes de changes flottants aux régimes de changes fixes, on devrait procéder à une comparaison plus détaillée et plus exhaustive des régimes de politique monétaire.

Linda Goldberg abonde dans le sens de Laidler, mais Reinhart ne partage pas leur avis car elle estime que ces distinctions sont difficiles à établir.

Paul Masson signale que le Fonds monétaire international a établi une nouvelle méthode de classification en vertu de laquelle il demande aux pays de préciser la politique monétaire qui sous-tend leur régime de changes flottants.

Concernant l'étude de Bailliu, Lafrance et Perrault, Michael Bordo propose une autre explication des effets exercés par les taux de change flottants sur la croissance lorsque le degré d'ouverture aux flux de capitaux et le degré de développement du secteur financier atteignent un certain seuil. Par le passé, les pays désireux d'attirer des investissements étrangers rattachaient leur devise à celle d'une économie riche. Aujourd'hui, la plupart des pays industrialisés sont dotés d'un régime de changes flottants. Un pays à marché émergent peut soit arrimer sa monnaie à celle d'un pays industrialisé, auquel cas il doit absorber les chocs découlant de son choix, soit laisser sa devise flotter, si le degré de développement de son secteur financier est suffisamment crédible. Jeannine Bailliu acquiesce, mais elle ajoute qu'elle et les autres auteurs de l'étude ont voulu limiter le nombre de liens de causalité étant donné qu'ils font abstraction des problèmes d'endogénéité.

Selon Nicholas Rowe, le monde serait divisé entre les pays raisonnables et les pays à problèmes (c'est-à-dire ceux qui présentent des taux d'inflation déraisonnablement élevés). Les pays « raisonnables » choisissent soit une parité fixe soit un régime de changes flottants assorti d'un point d'ancrage nominal, tandis que les pays à problèmes ont des régimes de changes flottants dangereusement instables. Rowe croit que les résultats obtenus par Bailliu, Lafrance et Perrault présentent un biais qui désavantage les régimes de changes flottants, du fait que leur étude ne distingue pas ces régimes selon qu'ils sont pratiqués par des pays « raisonnables » ou « déraisonnables ».

Bailliu et Reinhart reconnaissent que cette distinction serait utile. Toutefois, parmi les pays à marché émergent qui appliquent un régime de changes flottants, un petit nombre seulement ont un taux d'inflation raisonnable.

En réponse aux observations de Rowe, Robert Lafrance souligne que la distinction importante est en fait celle qui sépare les pays à forte inflation des pays à faible inflation. Leur modèle pourrait éventuellement tenir compte de cette distinction, mais il fait observer que l'inclusion d'une variable explicative représentant le taux d'inflation n'a pas modifié les résultats de façon sensible.

Charles Freedman mentionne que les données de Calvo et Reinhart attribuent aux autorités monétaires de la Nouvelle-Zélande des interventions qui n'ont, dans les faits, jamais eu lieu. Il rappelle que d'autres facteurs peuvent faire varier les réserves de change.

Au sujet du lien entre les prix des produits de base et les taux de change flottants, Freedman signale que, d'après les recherches empiriques, une baisse de 15 % des prix des produits de base au Canada s'accompagnerait d'une dépréciation d'environ 5 % du taux de change réel. Par conséquent, le régime de changes flottants du Canada amortirait les chocs en favorisant les autres exportations plutôt qu'en protégeant les producteurs de matières premières.

Il fait aussi remarquer que les fluctuations des taux de change ont des effets sur l'économie réelle et l'inflation. En conséquence, une réaction des autorités monétaires peut être justifiée, selon la source de la variation du taux de change. Enfin, même si une banque centrale ne se fixe aucune cible en matière de taux de change, il se peut qu'elle désire éviter toute variation trop brusque et potentiellement déstabilisante du taux de change par une modification de sa politique monétaire. Reinhart dit partager le point de vue de Freedman.

Chris Ragan demande à Reinhart dans quelle mesure il est possible de distinguer la peur du flottement et la peur d'une inflation induite par les variations du taux de change. Il désire aussi savoir si elle et Calvo ont noté une plus grande peur du flottement dans les pays dont le régime de changes flottants ne dispose pas de point d'ancrage nominal crédible.

Reinhart répond que cela paraissait effectivement être le cas, car la peur du flottement est surtout présente dans les pays à marché émergent, dont beaucoup souffrent d'une forte inflation chronique.

