

Le coût de se lier les mains

Atish R. Ghosh, Mahvash S. Qureshi
et Charalambos G. Tsangarides

RÉUNIS à Mexico en novembre 2012, les ministres des finances et gouverneurs de banque centrale des pays du Groupe des vingt ont déclaré que «la lenteur de la croissance mondiale tient en outre à des progrès limités dans le soutien et le rééquilibrage de la demande mondiale... À cet égard, nous réaffirmons notre attachement à un passage plus rapide à des régimes de taux de change davantage déterminés par le marché et à un taux de change flexible reflétant les fondamentaux sous-jacents...»

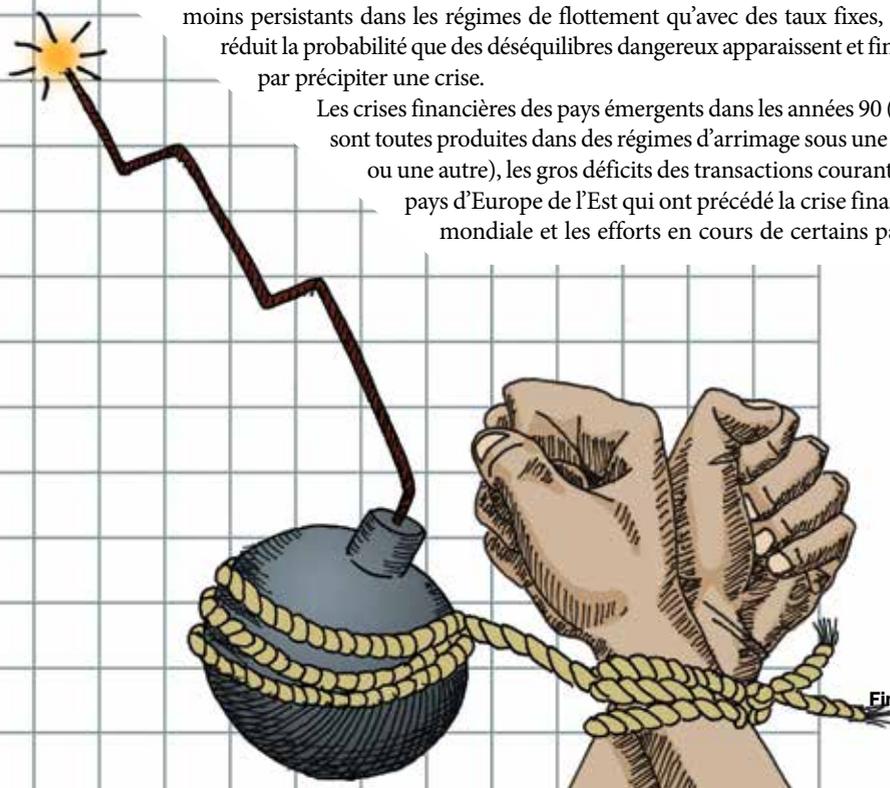
L'importance de la flexibilité du taux de change pour une correction plus facile des déséquilibres des transactions courantes est depuis longtemps au cœur des débats internationaux. Avant la crise financière mondiale, ces débats étaient centrés sur les déséquilibres mondiaux et le rôle des politiques de change de plusieurs grands pays asiatiques et exportateurs de pétrole affichant des excédents extérieurs. Depuis la crise, les défis auxquels sont confrontés nombre de pays émergents et avancés d'Europe ont ravivé l'intérêt pour l'étude du lien entre flexibilité du taux de change et ajustement extérieur — qu'il y ait déficit ou excédent.

Existe-t-il un lien entre la flexibilité du taux de change et l'ajustement extérieur? Dans les beaux jours du système de gestion monétaire de Bretton Woods, l'économiste influent Milton Friedman (1953) soutenait que, lorsque les taux de change sont flexibles, «ils évoluent rapidement, automatiquement et continuellement et tendent ainsi à créer des mouvements correctifs avant que des tensions ne puissent s'accumuler et qu'une crise n'éclate».

En conséquence, dans les pays déficitaires, la monnaie se déprécierait, restaurant la compétitivité et réduisant le déficit; dans les pays excédentaires, la monnaie s'apprécierait, diminuant l'excédent. Par contre, dans un régime de taux de change fixes, l'ajustement dans les pays déficitaires pèserait entièrement sur les prix rigides à la baisse des biens et facteurs, alors que les pays excédentaires n'auraient pas à recourir à un mécanisme d'ajustement. Corollaire direct de cet argument, les déséquilibres extérieurs (excédents ou déficits des transactions courantes) sont moins persistants dans les régimes de flottement qu'avec des taux fixes, ce qui réduit la probabilité que des déséquilibres dangereux apparaissent et finissent par précipiter une crise.

Les crises financières des pays émergents dans les années 90 (qui se sont toutes produites dans des régimes d'arrimage sous une forme ou une autre), les gros déficits des transactions courantes des pays d'Europe de l'Est qui ont précédé la crise financière mondiale et les efforts en cours de certains pays de

L'arrimage du taux de change offre des avantages, mais sans un taux flexible, l'ajustement extérieur peut être difficile



la zone euro tels que la Grèce, le Portugal et l'Espagne sont tous indicatifs d'un ajustement extérieur retardé et plus difficile en régime d'arrimage. En fait, il est frappant de constater que la majorité des accords récemment approuvés par le FMI était en faveur de pays qui avaient un type de régime de taux de change dirigé à la veille de la crise de 2007 (graphique 1).

Cette configuration est celle qui ressort de plusieurs études empiriques du lien étroit entre l'arrimage du taux de change et la vulnérabilité aux crises, les inversions brutales des soldes des transactions courantes et les effondrements de la croissance (voir, par exemple, Milesi-Ferretti et Razin, 1996; Ghosh, Ostry et Qureshi, 2014). On en déduit naturellement que la rigidité du taux de change nominal empêche de procéder en temps opportun à un ajustement extérieur avant l'apparition de gros déséquilibres déclencheurs de crise.

Si cet argument semble convaincant, les preuves formelles que les taux de change fixes empêchent l'ajustement extérieur — et les taux de change flottants le facilitent — sont toutefois étonnamment rares et contradictoires. Par exemple, dans une vaste étude comparative de pays, Chinn et Wei (2013) ne trouvent pas de lien empiriquement étroit ou robuste entre le régime de change et le rythme auquel les déséquilibres des transactions courantes s'inversent. Se concentrant sur les pays de la zone euro, Berka, Devereux et Engel (2012) soutiennent que les variations du taux de change réel au sein de la zone ont été tout au moins aussi compatibles avec un ajustement extérieur efficace que celles observées pour les pays hors zone euro qui ont opté pour le flottement.

À l'opposé, d'autres études — de la zone euro ou de portée plus générale — trouvent des preuves que la flexibilité du taux de change influe bel et bien sur l'ajustement extérieur. Par exemple, pour un groupe de pays d'Europe centrale et orientale, Herrmann (2009) constate que la flexibilité du taux de change accélère sensiblement le rythme d'ajustement du solde des transactions courantes. De même, pour les pays de la zone euro, Berger et Nitsch (2014) trouvent que les déséquilibres commerciaux se sont élargis et sont plus persistants depuis l'introduction de la monnaie commune. Considérant un large groupe de pays avancés, émergents et en développement, Ghosh, Qureshi et Tsangarides (2013) constatent eux aussi que la flexibilité du taux de change est très importante pour l'ajustement extérieur.

On peut dire sans exagérer que la profession est loin de parvenir à un consensus sur le rôle que jouent les taux de change flexibles pour faciliter l'ajustement extérieur.

Ajustement et flexibilité des taux de change

Alors, où réside le problème? Pourquoi les études existantes ne peuvent-elles faire apparaître une relation sans ambiguïté entre la flexibilité des taux de change et la facilité de l'ajustement extérieur? Nous supposons que c'est parce que ces études reposent généralement sur des évaluations agrégées ou composites des régimes de change qui ne différencient pas le degré de flexibilité des taux de change entre les partenaires commerciaux.

Le problème est bien illustré par le cas des États-Unis. Manifestement, le dollar EU flotte, et les classifications des régimes existantes le caractérisent ainsi. Mais son taux de change par rapport à la monnaie de nombre des principaux partenaires commerciaux des États-Unis ne s'ajuste pas librement.

Par exemple, la volatilité du taux de change entre les monnaies des États-Unis et de la Chine, qui représente environ 15 % du com-

merce américain, a été de moins de 0,5 point de pourcentage ces dix dernières années, alors que la volatilité du taux de change du dollar par rapport à la monnaie de certains des autres grands partenaires commerciaux des États-Unis, comme le Canada, l'Allemagne, le Japon et le Mexique, a avoisiné 2½ à 3 points (graphique 2, premier panneau). Si la flexibilité du taux de change joue un rôle important, le comportement de la balance commerciale États-Unis/Chine devrait différer de celui des autres relations bilatérales des États-Unis. Cela semble être le cas : le déficit des États-Unis à l'égard des autres pays a eu tendance à fluctuer, alors que leur déficit à l'égard de la Chine a constamment empiré, ayant quasiment triplé ces dix dernières années (graphique 2, deuxième panneau).

Il y en a d'autres exemples. En particulier, dans les classifications existantes, les pays de la zone euro entrent dans la catégorie des régimes de flottement (même si 60 % de leurs échanges sont intrazone) ou de taux fixe (même si 40 % de leurs échanges ont lieu avec des pays dont la monnaie flotte par rapport à la leur). Les pays dont la monnaie est rattachée à une monnaie d'ancrage sont considérés comme ayant un taux de change fixe, même si la valeur de leur monnaie peut fluctuer par rapport à celle de la monnaie de leurs principaux partenaires commerciaux. Étant donné cette disparité des relations entre divers partenaires commerciaux, il n'est guère surprenant que l'utilisation d'une classification globale et composite des régimes de change donne des résultats trompeurs.

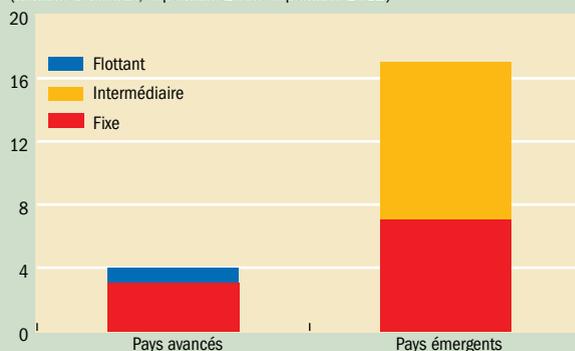
Pour déterminer correctement l'effet des régimes d'arrimage sur l'ajustement extérieur, il est donc nécessaire d'examiner cette relation en recourant aux données sur les partenaires commerciaux dont la monnaie est celle à laquelle la monnaie du pays est effectivement rattachée. À cette fin, nous avons détaillé les relations de change entre partenaires commerciaux pour 181 pays durant 1980–2011 et examiné le lien régime-ajustement extérieur par le biais du prisme des relations bilatérales entre paires de pays.

Graphique 1

Difficulté de l'ajustement

L'ajustement extérieur est le plus difficile dans un régime d'arrimage. La vaste majorité des accords récemment approuvés par le FMI était en faveur de pays qui avaient un régime de taux de change dirigé sous une forme ou une autre avant leur crise.

(nombre d'accords, septembre 2008-septembre 2012)



Sources : FMI, base de données MOAN; Ghosh, Ostry et Qureshi (2014).

Note : À l'exclusion des accords de précaution sans tirages sur les ressources du FMI.

Les accords multiples avec le même pays sur la période sont comptés une seule fois. Le régime de change est celui de 2007. Flottant = flottements indépendants. Fixe = union monétaire, caisse d'émission, dollarisation, rattachement à une monnaie unique. Intermédiaire : rattachement à un panier de monnaies, parités mobiles, bandes horizontales, flottements dirigés.

Notre ensemble de données comprend une classification des régimes de change bilatéraux — *taux fixes, intermédiaires et flottants* — pour chaque pays par rapport à chacun de ses partenaires commerciaux (pour de plus amples détails, voir Ghosh, Qureshi et Tsangarides, à paraître). Pour les régimes de taux de change fixes et intermédiaires (désignés collectivement par «arrimages»), nous avons en outre différencié les relations *directes* et *indirectes* entre paires de pays. Il y a arrimage direct lorsqu'un pays rattache sa monnaie à celle d'un autre pays (monnaie d'ancrage), et arrimage indirect lorsque les pays rattachent leur monnaie à une monnaie d'ancrage commune, ou à des monnaies d'ancrage séparées qui sont elles-mêmes rattachées à une monnaie d'ancrage commune. C'est ainsi que, par exemple, la Lituanie est considérée comme ayant une relation d'ancrage directe avec les pays de la zone euro puisque la monnaie d'ancrage dans son régime de caisse d'émission est l'euro, mais une relation indirecte avec les pays dont la monnaie est elle aussi rattachée à l'euro (par exemple la Bulgarie).

Parmi les diverses relations de change bilatérales que nous avons examinées, la flexibilité du taux de change nominal et réel — à supposer que les prix sont rigides — devrait être plus faible dans les régimes de taux fixes que dans les régimes intermédiaires (et, bien entendu, dans le régime de flottement), car ces derniers impliquent une plus grande variation du taux de change nominal. Parmi les cas d'arrimage direct ou indirect, la flexibilité du taux de change devrait être plus grande dans les régimes d'arrimage indirect (car, par exemple, si le rattachement direct implique la stabilisation de la parité à plus ou moins 1 % près, un arrimage indirect entre les monnaies de deux pays qui sont rattachées à la même monnaie d'ancrage pourrait impliquer une marge de variation de plus ou moins 2 %). Dans l'ensemble, par conséquent, la flexibilité du taux de change devrait être à son minimum lorsqu'un pays *rattache directement* sa monnaie à celle d'un autre pays et à son maximum lorsque les monnaies flottent les unes par rapport aux autres. En fait, il semble en être empiriquement ainsi — le régime de taux fixe avec arrimage direct est celui où la volatilité du taux de change réel (bilatéral) est la plus faible, suivi du régime intermédiaire avec

arrimage direct (graphique 3). La flexibilité du taux de change réel est à son maximum lorsque la monnaie d'un pays flotte par rapport à celle d'un autre.

Si l'hypothèse de Friedman tient, l'ajustement extérieur devrait être plus rapide dans un régime de flottement que dans un régime d'arrimage, et plus accéléré dans un arrimage indirect que dans un arrimage direct (car les arrimages indirects permettent une flexibilité relativement plus grande du taux de change).

Que disent les données?

Combinant les données sur les relations de change bilatérales avec les informations sur les balances commerciales bilatérales, nous avons obtenu des résultats empiriques qui concordent étroitement avec les hypothèses de Friedman. Les déséquilibres commerciaux s'ajustent bien plus lentement dans les régimes d'arrimage, direct ou indirect, que dans les régimes de flottement. Le rythme d'ajustement dans les régimes d'arrimage indirect est toutefois plus rapide que dans les cas d'arrimage direct. Nos résultats révèlent en outre que :

- De très gros déficits et excédents bilatéraux s'ajustent bien plus rapidement que les petits déséquilibres en régime de flottement, alors que cette tendance ne s'observe pas dans les régimes d'arrimage.
- Le sens dans lequel le taux de change évolue en régime de flottement est compatible avec la correction des déséquilibres. Ainsi, le taux de change bilatéral réel se déprécie pour les pays affichant des déficits commerciaux bilatéraux, mais s'apprécie dans le cas des pays excédentaires; ce comportement ne s'observe pas dans les régimes d'arrimage.
- Une plus grande mobilité des capitaux affaiblit la relation entre flexibilité du taux de change et ajustement extérieur puisque les flux de capitaux peuvent entretenir les déséquilibres plus longtemps, même lorsque les taux de change sont flexibles. Cependant, la différence au niveau de la persistance des déséquilibres commerciaux entre les régimes de change reste statistiquement significative même pour les économies plus financièrement ouvertes.

Ces résultats sont confirmés par plusieurs «expériences naturelles» — modifications clairement exogènes du régime de taux de

change entre pays et les changements qui en résultent dans la dynamique de la balance commerciale bilatérale.

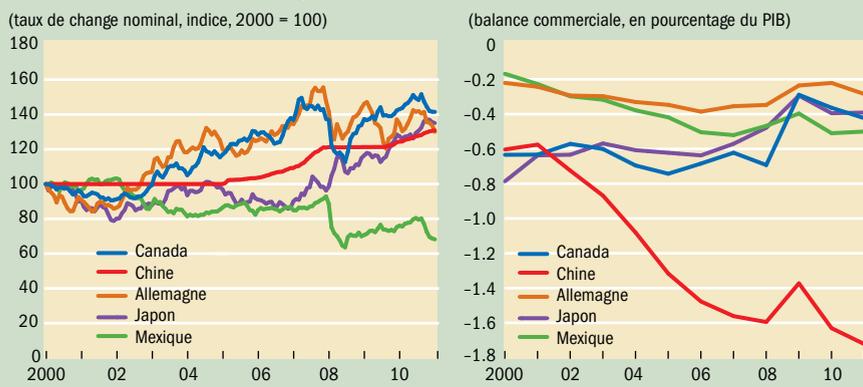
Par exemple, lorsque la France a adopté l'euro en 1999, la monnaie des pays membres de la zone franc CFA a été automatiquement arrimée à celle de tous les pays de la zone euro. Nous constatons que les déséquilibres commerciaux bilatéraux entre les pays de la zone franc CFA et ceux de la zone euro sont devenus depuis lors plus persistants.

De même, depuis que la Lituanie a abandonné le dollar pour adopter l'euro comme monnaie d'ancrage dans son régime de caisse d'émission en 2002, son déséquilibre commercial à l'égard des États-Unis est devenu moins persistant, alors que le déséquilibre de ses échanges avec la zone euro l'a été bien plus. Enfin, même si le passage progressif

Graphique 2

Importance de la flexibilité

La flexibilité des taux de change revêt effectivement de l'importance, comme le montrent les profils d'évolution très différents des taux de change bilatéraux et de la balance commerciale des États-Unis à l'égard de leurs principaux partenaires commerciaux.



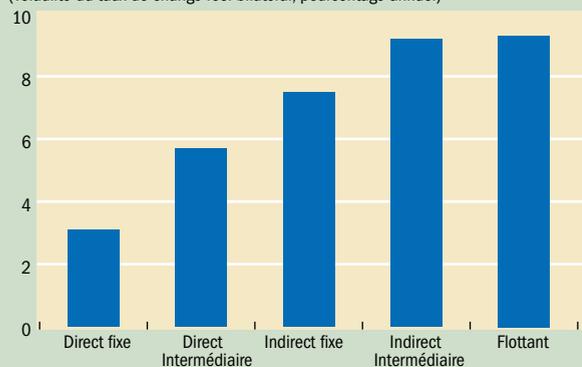
Source : estimations des auteurs fondées sur les bases de données des *Perspectives de l'économie mondiale* et du Système des avis d'information du FMI.

Graphique 3

Limiter ses options

La flexibilité du taux de change est à son minimum lorsqu'un pays rattache directement sa monnaie à celle d'un autre, et à son maximum lorsque les monnaies flottent les unes par rapport aux autres.

(volatilité du taux de change réel bilatéral, pourcentage annuel)



Source : calculs des auteurs.

du Système monétaire/Mécanisme de change européen à l'euro n'a pas entraîné une baisse sensible de la volatilité des taux de change bilatéraux de ces pays, nous avons effectivement trouvé des preuves d'une persistance accrue de leurs déséquilibres commerciaux.

Dans l'ensemble, nos résultats, fondés sur des données de panel ainsi que sur les expériences naturelles, révèlent que les régimes d'arrimage entravent l'ajustement extérieur. Ils mettent en outre en lumière la richesse et la complexité des relations de change entre pays, et il est nécessaire d'en tenir compte dans tout examen de la flexibilité du taux de change et du rythme d'ajustement extérieur. C'est ainsi que, par exemple, même si le dollar EU, le dollar néo-zélandais et l'euro sont tous des monnaies flottantes, il ressort de notre analyse que l'ajustement extérieur sera plus rapide pour la Nouvelle-Zélande que pour les États-Unis, qui peuvent, à leur tour, opérer plus rapidement cet ajustement que les pays de la zone euro. La raison en est que la monnaie d'aucun des principaux partenaires commerciaux de la Nouvelle-Zélande n'est rattachée à la sienne, alors que la monnaie de plusieurs partenaires des États-Unis est rattachée au dollar EU et que, bien entendu, les pays de la zone euro, qui effectuent beaucoup d'échanges entre eux, ont une monnaie commune.

Choix

Dans le cas des pays qui veulent conserver un régime d'arrimage pour des raisons économiques ou politiques, quelles possibilités d'action ont-ils pour opérer un ajustement et préserver la compétitivité?

Lorsque les taux de change nominaux sont fixes, les mouvements des taux de change réels doivent s'accompagner d'une flexibilité des prix. L'essentiel est donc d'éliminer les rigidités structurelles sur les marchés du travail et des produits (par exemple en intensifiant la concurrence et en opérant des réformes budgétaires encourageant le travail) et de mener une politique monétaire et budgétaire prudente pour prévenir une surévaluation du taux de change réel en premier lieu.

Pour les pays qui cherchent d'urgence à restaurer leur compétitivité mais sont confrontés à de gros déséquilibres extérieurs et ont beaucoup de mal à obtenir du financement extérieur, ils ont à choisir entre

une dévaluation «externe» ou «interne». Par dévaluation externe, on entend une modification de la parité de change nominale (par exemple la dévaluation du franc CFA en 1994) qui tente de corriger les prix relatifs des exportations et importations, entraînant une dépréciation immédiate du taux de change réel. La dévaluation interne, quant à elle, a les mêmes effets que la dévaluation du taux de change nominal sur le taux de change réel, mais par le biais d'un recul des prix intérieurs (par exemple la stratégie appliquée par la Lettonie et certains pays de la zone euro durant la récente crise). Il s'agit de modifier la structure fiscale (en faisant porter l'impôt davantage sur la consommation et moins sur le travail, par exemple), ou d'abaisser les coûts de production (par une réduction des salaires, notamment).

La dévaluation externe peut être particulièrement difficile en présence d'effets «de bilan» — des montants élevés de dette en devises détenus par le secteur public ou privé — qui pourraient nuire à la reprise économique et finir par obliger le pays à abandonner le régime d'arrimage. Enfin, l'ajustement extérieur par dévaluation interne est susceptible d'être lent et douloureux, en particulier si le secteur privé est très endetté et se heurte à des contraintes financières.

Dans l'un ou l'autre cas, le choix est difficile. Il exige du pays qu'il évalue dans le détail les avantages, les risques et les options avant de se lier les mains dans un régime d'arrimage du taux de change. ■

Atish R. Ghosh est sous-directeur, Mahvash S. Qureshi est économiste et Charalambos Tsangarides est économiste principal au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Berger, Helge, and Volker Nitsch, 2014, "Wearing Corset, Losing Shape: The Euro's Effect on Trade Imbalances," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 36, No. 1, p. 136–55.
- Berka, Martin, Michael Devereux, and Charles Engel, 2012, "Real Exchange Rate Adjustment In and Out of the Eurozone," *American Economic Review*, Vol. 102, No. 3, p. 179–85.
- Chinn, Menzie, and Shang-jin Wei, 2013, "A Faith-based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?" *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 1, p. 168–84.
- Friedman, Milton, 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates," in his *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press), p. 159–203.
- Ghosh, Atish R, Mahvash S. Qureshi, and Charalambos Tsangarides, 2013, "Is the Exchange Rate Regime Really Irrelevant for External Adjustment?" *Economics Letters*, Vol. 118, No. 1, p. 104–09.
- , à paraître, "Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2014, "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment," *IMF Working Paper 14/11* (Washington: International Monetary Fund).
- Herrmann, Sabine, 2009, "Do We Really Know That Flexible Exchange Rates Facilitate Current Account Adjustment? Some New Empirical Evidence for CEE Countries," *Deutsche Bundesbank Research Centre Discussion Paper Series 1, Economic Studies No. 22/2009* (Frankfurt).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Assaf Razin, 1996, "Sustainability of Persistent Current Account Deficits," *NBER Working Paper 5467* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).