



Master : Echanges Internationaux et Organisation Mondiale du Commerce (OMC)

La politique de change

Les crises de change.

Encadré par : Mr. S. Dkhissi

Préparé par : Kaoutar El Badaoui

Loubna Elyadary

Maha Benali

Manal Toufik

Saloua Shaimi

Sommaire :

Sommaire :	2
Introduction :	3
Section 1 : Les types des crises de change.....	5
Définition de la crise.....	5
Qu'est ce qu'une crise de change :.....	5
1- Les modèles théoriques et empiriques sur les types des crises de changes :.....	7
1-1 Les modèles théoriques :.....	7
1-2 Les travaux empiriques :.....	7
2- Les méthodologies utilisées pour cerner les catégories des crises :.....	9
2-1 Anatomie des crises de changes :.....	10
Les donnés :.....	10
Section 2 : les caractéristiques des différentes crises de change :.....	12
1- La crise du système monétaire européen (S.M.E.) :.....	12
1-1 Les asymétries lors de la crise du SME :.....	12
1-2 Les faiblesses de la coopération :.....	14
2- La crise de change des pays émergents de l'été 1997 :.....	14
2-1 Les régimes de change sont-ils en cause ?.....	14
3- La crise argentine de 1998-2000 :.....	16
Section 3 : Elaboration d'un système préventif de crise de change :.....	18
CONCLUSION.....	23
Bibliographie :.....	24

Introduction :

Les années 90 auront vu se multiplier les crises de change, constituées de brusques variations des taux de change, accompagnées de pertes massives de réserves en devises et se traduisant par une forte dévaluation ou par le flottement d'une monnaie, en situation d'ancrage, ou bien par une dépréciation violente et subite en situation de flottement impur.

On a pu l'observer parmi les pays européens tout d'abord, au début de la décennie, puis au sein des pays émergents. Citons la crise du mécanisme de change européen en 1992-93, la crise mexicaine de 1994-95, la crise asiatique prenant naissance en Thaïlande, en 1997, puis les alertes touchant par la suite la Russie en mai-août 1998, le Brésil de novembre 1998 à janvier 1999, la Turquie en 2001 et tout récemment l'Argentine.

Cette recrudescence des crises financières internationales au cours de la dernière décennie s'inscrit dans une tendance longue. En effet, selon plusieurs analyses récentes (Bordo, Eichengreen, Klingebiel and Martinez-Peria, 2001 ; Eichengreen and Bordo, 2001 ; Eichengreen, 2001), la fréquence des crises financières serait deux fois plus élevée depuis 1973 qu'elle ne l'était au cours de l'après-guerre ou de la période de l'étalon-or classique, après 1880.

Si Bordo ou Eichengreen considèrent que les crises contemporaines ne sont pas plus sévères, en termes de pertes cumulées d'output, certaines analyses du FMI (1998) livrent un diagnostic plus inquiétant : les crises de change des années 90 créeraient des déficits cumulés d'output, relativement au trend, de 4 à 7%, et les crises jumelles, combinant crises bancaires et crises de change, susciteraient des pertes de production de l'ordre de 15%. L'ampleur de ces chocs s'explique par la taille des reflux de capitaux. Lors de la crise asiatique de 1997, les sorties nettes de capitaux provenant des cinq pays les plus touchés, en l'occurrence la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines et la Corée, ont ainsi dépassé en quelques mois les 100 milliards de dollars, soit environ 10% de leur PIB agrégé (Pesenti and Tille, 2000). Quant à la récurrence des crises, depuis dix ans, elle est évidemment indissociable de la nouvelle configuration financière internationale dans laquelle se sont insérés les pays émergents : évolution explosive des entrées de capitaux vers l'Asie ou l'Amérique latine, libéralisation financière, tentatives d'ancrage des taux de change...

Dans ce contexte, et surtout en réponse aux deux crises majeures qui ont touché l'Europe, en 1992-93, et l'Asie du Sud-Est, en 1997, la littérature consacrée aux crises de change est rapidement devenue considérable, tant sur le plan de la modélisation théorique

qu'en ce qui concerne l'estimation économétrique des facteurs ou des indicateurs de crises (*warning signals*).

De façon générale, puisque les modèles de crises de change traitent des situations dans lesquelles une attaque spéculative provoque une dévaluation, en changes fixes, ou une forte dépréciation du taux de change, en changes flexibles impurs, malgré les interventions massives des banques centrales, il était naturel d'associer ces crises aux déséquilibres de balances des paiements et à la situation macro-économique d'un pays donné. Mais la prévalence récente des crises jumelles, qui associent des turbulences sur le marché des changes et des défaillances parmi les institutions bancaires ou financières, a provoqué une réorientation des analyses.

Les crises de change ne sauraient seulement s'interpréter comme la sanction d'une situation macro-économique insoutenable. Elles peuvent également être associées aux fragilités de caractère microéconomique apparaissant au sein des systèmes bancaires ou financiers. On a donc assisté à une floraison de modèles de crises, surtout depuis 1998, suscitant de nouvelles typologies.

Mais les modèles de crise se différencient aussi en réponse à de profondes divergences théoriques, non seulement du point de vue des spécifications adoptées quant au comportement des investisseurs internationaux ou s'agissant des théories sous-jacentes de la détermination des taux de change, mais aussi selon que l'on conserve un cadre d'analyse macro-économique ou bien que l'on adopte une modélisation de l'imperfection des marchés financiers et des crises systémiques qui provoquent la contagion globale d'un choc financier local.

Section 1 : Les types des crises de change.

- **Définition de la crise.**

D'après les règles de l'étymologie le mot crise réuni les sens de « décision » et « jugement » ; En grec, «la crise », est un verdict, une décision, entre deux alternatives et choix possibles. Une crise renvoie donc à une prise de décision, une démarche pour s'en sortir. La

crise est une situation inaccoutumée et insolite distinguée par son caractère instable. C'est un concept de troubles, de situations de déséquilibre profond, puis de désordres graves (Sociaux, économique, politique, géopolitique, climatique¹...) qui sollicite une gouvernance spécifique pour revenir au mode usuel de vie : gestion de crise². Emanant du champ médical, le concept de "Crise", est également très utilisé aux domaines économiques et financiers. Il n'y a pas une ultime définition du mot "Crise", mais on a recueilli quelques unes dans le sens économique du terme :

Selon le Fond Monétaire International: "*Est appelée crise toute période consécutive de trois trimestres à croissance négative (ou décroissance)*". Cette définition est celle d'une crise conjoncturelle³, par contre une crise structurelle⁴ c'est : *une longue période de croissance sens économique du terme : lente, où l'on ne parvient pas à faire redémarrer le « moteur » économique.*

Les crises sont définies comme des événements dont la probabilité d'occurrence est faible mais dont les conséquences sont potentiellement très importantes pour la survie de l'organisation (Reilly, 1993 ; Mitroff, Pau chant et Shrivastava, 1988, Weik 1988)⁵.

- **Qu'est ce qu'une crise de change :**

Dans un premier temps, il faut déterminer les caractéristiques d'une véritable crise, qu'elle soit cambiaire, bancaire, ou relève de ces deux domaines. Par exemple, si l'on définit une crise de change comme un accès de baisse accusée d'une monnaie, on exclut les cas dans lesquels la monnaie subit de fortes pressions, mais est défendue avec succès par les autorités, qui augmentent les taux d'intérêt, ou bien interviennent sur le marché des changes (ou encore combinent ces deux mesures).

Ainsi, la définition d'une crise de change fait intervenir généralement des indices (qui peuvent varier selon les chercheurs) pondérant les variations respectives du taux de change, des réserves en devises et, le cas échéant, des taux d'intérêt à court terme. Il est toutefois possible qu'elle n'englobe pas toutes les situations de crise dans la mesure où, on l'a vu

¹ WIKIPEDIA.

² [Tiré de : *gestion de crise - la réponse de l'entreprise* de Simone Eiken & Olivier Velin, EFE, 2006.]

³ Relatif à la conjoncture, c'est-à-dire à la situation du moment

⁴ Relatif aux structures, à une structure : inhérent au mode d'organisation d'un système, d'une société.

⁵ La gestion de crise Par Christophe Roux-Dufort : page 18.

plusieurs fois, un pays confronté à des tensions sur le marché des changes peut réagir en instituant le contrôle des mouvements de capitaux.

Il est encore plus malaisé de quantifier les tensions du système bancaire que celles du marché des changes. La fragilisation des banques s'exprime généralement par la dégradation de la qualité des actifs.

Or les données relatives aux actifs improductifs ne sont pas toujours fiables et récentes. Même pour évaluer indirectement la qualité de ceux-ci, il faut disposer de renseignements sur les faillites, sur les engagements des intermédiaires financiers à l'égard des différents secteurs et sur l'évolution des prix de l'immobilier et d'autres actifs, renseignements généralement difficiles à obtenir dans beaucoup de pays en développement ou en transition. Comme en général on ne dispose pas des données nécessaires à cette évaluation, la détermination de la date des crises bancaires doit se fonder sur des événements tels que les fermetures de banques et les aides accordées par l'État pour soutenir ou racheter des institutions financières.

Depuis longtemps, le monde fait face à des crises internationales à répétition. Des crises caractérisent par des attaques spécialistes contre la monnaie nationale ce qui a donné naissance à plusieurs théories qui tentent d'expliquer ces attaques.

Ces théories peuvent être classés en trois catégories nommés « génération de modèles », la première génération de modèle de crise de change s'intéresse aux causes fiscale et monétaire des crises explosés les année 60 70 dont le but d'expliquer les crises touchant l'Amérique Latine à cet époque , deuxième génération de crise avait pour but d'expliquer les crises du « système monétaire européen » (SME) des début des années 90. Et avec la crise mexicaine de 94 et asiatique de 97 une troisième génération de modèle de crises a vu le jour, l'accent a été mis ici sur l'éclatement excessive au niveau du prêt international ainsi que sur les bulles touchant les prix des actifs. Malgré l'abondance des modèles théoriques ceux empiriques ont échoué à dégager clairement ces différents types de crise de changes.

1- Les modèles théoriques et empiriques sur les types des crises de changes :

1-1 Les modèles théoriques :

Les premiers travaux tentant d'expliquer l'occurrence des crises ont été développées par KRUGMAN en 79, selon KRUGMAN des programmes économiques mis en place par les autorités publiques qui sont incompatibles avec un régime de changes fixe représentant la cause essentielle du déclenchement des crises de la balance de paiements. Les années 80 ont connu d'autres tentatives d'expliquer l'origine de ces crises et qu'ils ont donné des résultats différents : les crises se déclenchent du fait que les pays se trouvent à la merci du marché de capitaux, ainsi, si les investisseurs perdent confiance dans un pays ou un marché, ce dernier ne bénéficiera ni d'un point de fond, qui donne comme résultats que c'est la perception des investisseurs par rapport aux pays hôtes qui s'avère déterminant et non pas le degré de compatibilité de ses programmes économiques (FLOOD, GARBER, OBSTFELD).

La crise asiatique et celle mexicaine ont remis en cause les deux générations précédentes et donné naissance à une troisième génération puisque ces crises présentaient des faits nouveaux.

Une autre catégorie qui remet en cause les mouvements internationaux des capitaux et qui suggère une autre source d'instabilité potentielle : les renversements soudains générés essentiellement par des variations des taux d'intérêt des pays industrialisés, s'avère plus persistant et plus sévère quand les pays emprunteurs sont émergents, lourdement endettés avec une part élevée de dette à court terme, cette situation déclenche ainsi des dépréciations tragiques de la monnaie nationale.

Une autre catégorie peut être citée : les crises de la dette souveraine.

1-2 Les travaux empiriques :

Sachs, Tornell et Velasco (1996) ont testé l'hypothèse selon laquelle les pays touchés par la crise mexicaine, dite « Tequila », avaient un ratio « dette à court terme / total des flux de capitaux » plus élevé que les autres pays non touchés. Les auteurs ont présenté un modèle simple identifiant trois facteurs qui déterminent si un pays est plus vulnérable ou pas à une crise financière : une appréciation élevée du taux de change réel, une explosion des prêts récents et un niveau bas des réserves de change. L'hypothèse posée au début n'a pas été toutefois confirmée.

Dans une tentative de diagnostic de la crise du sud-est asiatique, Radelet et Sachs (1998) ont trouvé que le ratio « dette à court terme⁶ / Réserves de change » aide à prévoir les grands renversements des flux de capitaux. Idem pour Rodrick et Velasco (1999) dont l'analyse empirique a révélé qu'une plus grande exposition à court terme est associée à des crises plus sévères quand il y a reflux des capitaux.

Frankel et Rose (1996) ont examiné la composition et le niveau de la dette ainsi qu'une variété de facteurs macro-économiques. Ils ont conclu que les crises de change ont lieu quand la croissance de la production est faible, que la croissance du crédit domestique est élevée, que le niveau des taux d'intérêt étrangers est élevé et que le ratio IDE/dette est faible.

Dans une étude visant les pays à revenu faible et intermédiaire, Milesi-Ferretti et Razin (1998) ont trouvé que les facteurs domestiques (tels que des réserves de change faibles) tout comme les facteurs externes (telle qu'une détérioration des termes de l'échange) sont capables de déclencher des crises de change. Les auteurs n'ont trouvé aucun effet de la liquidité sur ces crises. Toutefois, lorsque l'échantillon est élargi de façon à inclure les récentes crises, les variables de liquidité deviennent significatives (Berg et Patillo (1999), et Bussière et Mulder (1999)). Outre ce résultat, Bussière et Mulder ont conclu, dans une étude visant à cerner les variables responsables des crises de 1994 (Mexique), de 1997 (Asie) et de 1998 (Russie), que ces variables concordent avec celles utilisées par le FMI pour la construction des « Signaux d'Alerte Avancée » et que la présence d'un programme du FMI réduit significativement la profondeur des crises.

Detragiache et Spilimbergo (2001) ont trouvé que moins les pays étaient liquides, plus le défaut sur sa dette extérieure est élevé. En effet, pour un niveau donné de dette extérieure, la probabilité d'une crise augmente avec la proportion de la dette à court terme et du service de dette échu, et diminue avec les réserves de change.

Eichengreen, Rose et Wyplosz (1994) ont présenté une analyse empirique des attaques spéculatives sur les taux de change fixes et ont conclu qu'il était impossible de rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle il y avait peu de différences significatives dans le comportement des variables macro-économiques en périodes de crises et lors des périodes « tranquilles ».

⁶

Kaminsky et Reinhart (1999) ont analysé les liens qui pourraient exister entre les crises bancaires et les crises de change. Elles ont trouvé que des problèmes perturbant le secteur bancaire précèdent en général une crise de change, cette dernière aggrave davantage la crise bancaire créant un cercle vicieux. Par ailleurs, il ressort que la libéralisation financière précède souvent les crises bancaires.

En 1998, Kaminsky, Reinhart et Lizondo ont tenté d'expliquer les crises de change empiriquement, afin de proposer un Système d'Alerte Avancée. Il s'agit d'observer l'évolution d'indicateurs qui tendent à montrer un comportement inhabituel pendant les périodes précédant une crise. En effet, lorsqu'un indicateur dépasse une certaine valeur « seuil », ceci est interprété comme signal alarmant qu'une crise de change pourrait avoir lieu dans les 24 prochains mois. Les variables à surveiller par les auteurs sont les exportations, la déviation du taux de change de sa moyenne, le ratio M2/ réserves de change, la production et les cours boursiers.

2- Les méthodologies utilisées pour cerner les catégories des crises :

Une nouvelle méthode, initiée par Kaminsky en 2006⁷, qui remet en question les modèles économétriques utilisées pour cerner les variables ayant un effet significatif sur le déclenchement des crises, ou ceux visant à prévoir les crises. Il s'agit de la méthode dite « Classification and Regression Tree » (CART).

L'idée de base est la suivante : Il existe une littérature théorique abondante en matière de crises. Près de tous les auteurs confortent l'idée selon laquelle il existe trois générations de modèles de crises de change. En explorant la littérature empirique, il s'avère que ces études utilisent 2 types de techniques économétriques : paramétriques et non paramétriques. Le problème avec ces techniques est que, dans tous les cas, les chercheurs imposent la même forme fonctionnelle à toutes les observations (modèles « one size fits all ») : dans le cas où des indicateurs s'avèrent non liés à toutes les crises (non significatives), ils ont souvent tendance à les écarter, même si elles sont pertinentes pour une sous- classe d'observations. Il ressort ainsi clairement que la nature des crises avait entre temps changé.

7

Malheureusement, il s'avère que ces recherches empiriques, même si elles réussissent en général à cerner les variables pertinentes lors d'une crise, ont toutes échoué à identifier la nature changeante des crises et à prévoir les crises appartenant à une seule génération.

En effet, afin de tester, empiriquement, si la nature des crises a changé ou pas, il conviendrait mieux d'utiliser une variété d'indicateurs macro-économiques et financiers, proposés par la littérature, ainsi qu'une variante à régime multiple pour les approches d'Alerte Avancée, permettant d'identifier d'une manière endogène l'existence de différents types de crises.

2.1 Anatomie des crises de changes :

- **Les données :**

Le choix des variables est basé sur la littérature théorique et empirique relative aux crises de change. Il est à noter que ces variables ont été regroupées sur la base des symptômes sur lesquels chaque génération de modèles met l'accent (Kaminsky, 2006).

Ainsi, la première génération de modèles des crises de change met l'accent sur l'incompatibilité des politiques macroéconomiques expansionnistes avec la stabilité d'un régime de change fixe. Ainsi, les déficits budgétaires et une politique monétaire expansionniste peuvent bien représenter ces modèles. Les deux indicateurs ainsi utilisés sont le déficit budgétaire/PIB et l'excès de la balance de monnaie réelle (résidu d'une équation de demande de monnaie).

La deuxième génération des modèles des crises insiste sur les problèmes du compte courant, notamment une appréciation réelle du taux de change, générant des pertes de compétitivité et une récession. Les indicateurs reflétant cette génération sont ainsi : les exportations, les importations, le taux de change réel (déviation par rapport à la moyenne) et les taux d'intérêt réels domestiques.

La troisième génération s'intéresse notamment aux excès financiers. Ils ont ainsi utilisé cinq indicateurs : M2/Réserves de change, le multiplicateur de M2, les dépôts bancaires, les indices boursiers et un indice des crises bancaires. Les crises de dette souveraine sont caractérisées par un endettement trop lourd, notamment à court terme. Pour cerner ce type de crises, ils ont utilisé deux ratios : dette extérieure/exportations et dette extérieure à court terme/réserves de change. Enfin, l'approche des « sudden stops » met l'accent sur les

renversements des flux de capitaux internationaux, représentés ici par des hausses spectaculaires des taux d'intérêt étrangers et des baisses des réserves de change des banques centrales domestiques.

Pour classer les mois considérés comme crises, ils se sont basés sur la littérature qui suggère d'utiliser un indice de pression sur les changes. Le tableau récapitule les dates des crises recensées (250 mois classés comme crise).

Résultats de la classification :

- Crises avec Déficits Budgétaires (1^{ère} génération de modèles).
- Crises avec problèmes du compte courant (2^{ème} génération de modèles).
- Crises d'excès financiers (3^{ème} génération de modèles).
- Crises avec Problèmes de Dette Souveraine.
- Crises dues aux « Sudden Stops ».
- Crises auto- réalisatrices (qui ne montrent aucun signe de vulnérabilité).

Section 2 : les caractéristiques des différentes crises de change :

1- La crise du système monétaire européen (S.M.E.) :

1.1 Les asymétries lors de la crise du SME :

La situation économique européenne du début des années 1990 s'est chargée de rappeler les limites du régime de changes instauré par le SME. Même si les crises de change de 1992-93 s'expliquent partiellement par des mécanismes d'anticipations auto réalisatrices du marché favorisés par la libéralisation des mouvements des capitaux au sein de la Communauté, il est certain qu'un certain nombre de facteurs fondamentaux d'asymétrie ont été à l'œuvre depuis le début des années 1990, et ont fourni aux marchés de bonnes raisons de douter de la solidité des parités. Une simple observation des évolutions du PIB dans les principaux pays européens témoigne d'un fort décalage des conjonctures qui s'amorça en 1990.

La raison majeure de ce décalage résidait dans l'unification allemande, qui a engendré un choc réel asymétrique pour toute l'Europe qui n'a pu être amorti en raison de la politique suivie par la Bundesbank.

Depuis la seconde moitié des années 1980, la priorité donnée à la lutte contre l'inflation poussait les pays participants au SME à ancrer leur monnaie de façon rigide au mark allemand. Cette pratique a transformé le SME en un système monétaire régional asymétrique dans lequel la Bundesbank défendait la parité du mark face au dollar et laissait aux autres pays européens le soin de défendre leur parité face au mark.

Avant même que la réunification ait fait sentir ses effets, les situations de l'Italie et du Royaume-Uni se dégradent déjà dangereusement : le maintien d'un différentiel d'inflation positif avec l'Allemagne assorti de changes rigides appréciait le taux de change réel de la lire et de la livre vis-à-vis du mark, réduisant la compétitivité à l'exportation de ces deux pays et dégradant leur balance courante.

Le Royaume-Uni souffrait également d'un facteur récessif supplémentaire : la baisse de la demande intérieure globale qui s'amorce en 1989. La déréglementation bancaire britannique du milieu des années 1980 a créé une forte concurrence des établissements de crédit. Bénéfique à la croissance des années 1986-88, la progression de la consommation a aussi favorisé le surendettement des ménages britanniques. Dès la fin 1988, les craintes d'un ralentissement de la croissance les poussent à réduire drastiquement leurs dépenses pour faire face aux remboursements des prêts.

Normalement, la réunification aurait dû appeler une appréciation réelle du mark. Celle-ci pouvait être obtenue facilement par une appréciation nominale de la monnaie allemande, ou par un relâchement provisoire de la lutte contre l'inflation en Allemagne ou, inversement, une moindre inflation dans les autres pays membres du SME. Or, la politique de la Bundesbank a consisté à resserrer sa politique monétaire pour lutter contre l'inflation, alors même que la conjoncture du reste de l'Europe nécessitait une détente sur les taux d'intérêt et une dépréciation réelle des devises face au mark pour restaurer la compétitivité. Cette erreur de politique économique s'est payée dans toute l'Europe par une désinflation assortie d'une récession et de chômage. Par des attaques spéculatives, le marché va déprécier ou tenter de

déprécier les monnaies autres que le mark et réaliser ce que l'Allemagne se refusait de faire. Ces attaques poussent l'Italie et le Royaume-Uni à sortir du SME dès septembre 1992, et entraînent au cours de l'année 1993 les dévaluations de la peseta espagnole, de l'escudo portugais et de la punt irlandaise. Seule l'instauration de bandes larges de fluctuation ($\pm 15\%$) mis fin à la pression des marchés.

La rigidité des salaires réels en Europe avait fini par faire douter de la capacité des dévaluations à modifier le taux de change réel. Tel était du moins le fait stylisé que beaucoup d'économistes avaient retenu des nombreuses études sur ce sujet effectuée au cours des années 1970 et 1980. Il en résultait naturellement que le coût de la renonciation à l'instrument taux de change était considéré comme mineur. Les dévaluations du début des années 1990 semblent en passe de démentir cette vérité reçue. Avec l'Italie par exemple, la dévaluation nominale s'est bien traduite par une dévaluation réelle, une restauration de la balance courante et une relance de la croissance, sans pour autant engendrer une forte poussée inflationniste (ce qui peut s'expliquer par l'ajustement budgétaire et la désindexation des salaires).

1.2 Les faiblesses de la coopération :

Les récessions qui se sont succédé dans les pays industrialisés au début des années 1990 combinèrent à des degrés divers trois facteurs de ralentissement :

- Le retournement du cycle d'investissement après le boom des années 1985-89.
- L'éclatement des bulles financière et immobilière.
- Le resserrement des politiques monétaires en réaction à l'accélération de l'inflation.

Si les deux premiers facteurs ont fortement contribué à la récession dans les pays anglo-saxons et au Japon, le facteur dominant de la récession en Europe continentale a été le resserrement des politiques monétaires et la hausse des taux d'intérêt. La réaction des politiques monétaires à l'accélération de l'inflation entraîna une progression continue des taux courts de 1988 à 1990. A partir de 1990, les politiques monétaires ont profondément divergé. La baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en réaction au ralentissement de l'activité puis à la récession, a ramené les taux courts à leur plus bas niveau depuis la Seconde Guerre mondiale. La même stratégie a prévalu au Japon à partir du milieu de l'année 1991, lorsque la croissance a commencé à s'essouffler.

Les pays européens, qui étaient tous engagés dans une politique d'ancrage au mark ont suivi au contraire la hausse des taux allemands, avec un différentiel de taux croissant lorsque les marchés prirent conscience de l'impraticabilité des politiques monétaires restrictives dans un contexte de ralentissement économique. Au début des années 1990, les pays européens menèrent à nouveau une politique analogue à celle du début des années 1980, avec la combinaison d'une politique monétaire restrictive et des restrictions budgétaires pour endiguer le déficit public. Le résultat a abouti à la stagnation de la croissance jusqu'au milieu des années 1990.

2- La crise de change des pays émergents de l'été 1997 :

- **Les régimes de change sont-ils en cause ?**

Cette sensibilité des économies émergentes aux mouvements des devises fortes pose directement le problème de la pertinence des politiques de change. Dans le cadre d'une politique monétaire axée sur le maintien de la compétitivité extérieure, on aurait naturellement assisté à une dépréciation vis-à-vis du dollar, limitant les répercussions de la hausse vis-à-vis du yen et du mark.

Or cela n'a pas été le cas. Plus que le régime de change à proprement parler, cette situation révèle donc les contradictions qui sont apparues entre les différents objectifs des politiques monétaires.

L'une des principales caractéristiques communes de ces pays est qu'en raison de leur faible endettement, l'ajustement extérieur (c'est-à-dire la nécessité de dégager un surplus d'épargne destiné au service de la dette) ne fait pas partie des objectifs de la politique monétaire. De même, la relative stabilité monétaire libère la Banque centrale d'objectifs fortement déflationnistes.

La politique monétaire est donc a priori vouée, par les moyens traditionnels de maniement des taux d'intérêt mis à sa disposition, à encourager la croissance, tout en assurant la poursuite du ralentissement de l'inflation.

L'objectif de soutien à la croissance est particulièrement présent en Asie, tandis qu'il est mis en balance, en Europe de l'est, avec celui de la réduction progressive du rythme d'inflation.

La stabilité des économies encourage la libéralisation des flux de capitaux, considérée par ailleurs comme une condition préalable au financement de la croissance par des flux de capitaux privés. Le régime de change adopté répond alors à une double contrainte : il doit à la fois comporter une certaine marge de flexibilité et assurer le maintien de la compétitivité extérieure.

L'ensemble des économies dont les monnaies ont été attaquées s'inscrivaient, avant la crise de change, dans une configuration de flottement contrôlé, associé à une large liberté de circulation des capitaux.

Généralement, et au moins officiellement, le système reposait sur la définition d'un taux objectif sur la base d'un panier de devises, encadré d'une marge de fluctuation plus ou moins large. Dans le cas de l'Indonésie et de la Pologne, il intègre un mécanisme de parité glissante (crawling peg) compensant l'effet de l'inflation sur le taux de change réel.

Compte tenu des objectifs initiaux des politiques monétaires, ces régimes n'étaient pas inadaptés. Mais, dans un contexte de forte dépendance aux capitaux spéculatifs, il est cependant devenu impossible d'effectuer l'ajustement commandé par la dégradation de la compétitivité (modification des poids dans le panier ou dévaluation). Ce qui, dans un autre régime de change se serait traduit par la dépréciation des devises (flottement), s'est traduit ici, comme dans un régime de change fixe, par des attaques spéculatives. Signalons à cet égard que la dégradation modérée de la situation du Mexique depuis 1996 (appréciation du change, retournement du solde courant) démontre que, même dans une situation de flottement, les pressions à l'appréciation liée à l'afflux des capitaux peuvent se poursuivre indépendamment du solde courant.

3- La crise argentine de 1998-2000 :

Le cas de l'Argentine est important, puisque c'est un des pays à avoir choisi un *currency board* (**caisse d'émission monétaire**) vis-à-vis du dollar. Le système est différent de celui des pays émergents d'Asie qui avaient simplement opté pour un ancrage sur le dollar,

sans règle particulière en ce qui concerne la politique monétaire : on a ici un lien rigide préannoncé entre les taux d'intérêt et le niveau de change en particulier.

Si le *currency board* était crédible et fournissait les résultats attendus, les taux d'intérêt sur le peso argentin seraient exactement égaux aux taux sur le dollar, ce qui n'est pas du tout le cas. Pourquoi le *currency board* de l'Argentine n'est-il pas crédible ?

- Le partenaire commercial principal de l'Argentine, le Brésil, a connu en 1998 une dévaluation de 80 % de sa monnaie, le real, par rapport au dollar. En conséquence, les exportations de l'Argentine se sont effondrées.
- La plupart des agents économiques en Argentine ont un passif (une dette) en devises, essentiellement en dollars ; un actif ou des revenus en pesos argentins. Cela implique qu'une dévaluation du peso, c'est-à-dire la sortie du *currency board*, ruinerait les emprunteurs, et devrait absolument être accompagnée d'une remise de dette, interne et externe (l'Argentine avait, à la fin de l'année 2000, une dette extérieure considérable de 160 milliards de dollars).

Cela montre qu'un *currency board* ne peut être appliqué qu'à des pays dont l'essentiel des relations commerciales s'effectuent avec le pays de la monnaie d'ancrage. Le Mexique, dont 87 % des exportations vont vers les États-Unis, pourrait avoir une monnaie rigidement liée au dollar, pas l'Argentine si le real brésilien flotte. Certains ont avancé que l'Argentine aurait dû choisir la « dollarisation », c'est-à-dire prendre le dollar comme monnaie, au lieu d'adopter le *currency board*.

Une dollarisation irréversible aurait-elle évité que les taux d'intérêt soient si élevés ? Ce n'est pas sûr. L'écart de taux entre l'Argentine et les États-Unis est lié au risque de défaut des emprunteurs, pas au risque de change sur le peso. La dollarisation n'aurait pas évité la perte de compétitivité, donc l'apparition du risque de défaut.

L'analyse de ces trois crises (S.M.E. en 1992-1993, pays émergents d'Asie en 1997-1998, Argentine en 1998-2000) révèle des erreurs de gestion économique (surinvestissement, mauvaise supervision des banques, excès d'endettement), mais surtout montre que le choix des changes fixes ne peut se faire qu'entre des pays qui connaissent à peu près la même inflation, qui n'ont pas d'échanges commerciaux importants avec des pays utilisant une autre

devise et que la fixité n'est pas une politique tenable de désinflation. Cela pousserait le plus souvent vers la seconde « solution en coin » du F.M.I., la flexibilité pure, à condition de ne pas oublier que celle-ci d'une part engendre une excessive volatilité à court terme de la parité, d'autre part peut aussi impliquer des déviations continues par rapport à une parité économiquement raisonnable.

Section 3 : Elaboration d'un système préventif de crise de change :

Les leçons tirées des crises de change des années 90 ont conduit à un large consensus parmi les économistes, relayés par les institutions internationales, selon lequel les marchés émergents sont désormais confrontés à un choix binaire du point de vue de leur régime de change entre la flexibilité pure ou l'ancrage dur. A l'origine de ce consensus en faveur de ces solutions extrêmes se trouve le degré d'intégration croissante des pays émergents aux marchés financiers internationaux.

Autrement dit, le fondement principal du consensus actuel en faveur des solutions en coins réside dans le triangle d'incompatibilité.

Compte tenu du rôle de l'ouverture financière internationale qui rend les régimes intermédiaires plus fragiles, le régime de change dans les marchés émergents devrait s'articuler autour de deux pivots :

D'une part, la mise en oeuvre d'une ancre nominale strictement domestique sous la forme d'une cible d'inflation. Celle-ci devrait être associée à un régime de change intermédiaire à bandes larges destinées à limiter la volatilité des taux de change et à surveiller les conséquences inflationnistes des variations du change. En effet, le taux de change affecte l'inflation par deux canaux :

- Indirectement, par le fait que le taux de change réel affecte le prix relatif entre les biens domestiques et étrangers, ce qui, à son tour, affecte à la fois la demande domestique et étrangère pour les biens domestiques. Ce canal exerce ainsi une influence sur la demande agrégée traditionnellement affectée par la politique monétaire ;
- Directement, dans la mesure où le taux de change exerce une influence, d'une part, sur les prix en monnaie domestique des biens importés entrant dans le calcul des prix à la consommation (inflation importée) et d'autre part, *via le passthrough*, sur l'ensemble des prix domestiques.

Autrement dit, toute politique visant à contrôler à court terme l'inflation doit aussi contrôler le taux de change. Dans le cadre d'un arbitrage entre stabilité de l'inflation et stabilité du produit, la prise en compte du taux de change est un élément déterminant de l'efficacité de la politique monétaire. Ball (2000) souligne ainsi qu'une politique de cible stricte d'inflation, c'est-à-dire ne prenant en compte que l'inflation dans la fonction objectif des autorités, conduit en fait à un accroissement de la volatilité du produit. Cette volatilité accrue est liée à la vitesse de transmission des impulsions de la politique monétaire à l'inflation. Plus précisément, deux canaux peuvent être distingués : d'une part, le canal allant des variations du taux d'intérêt vers celles du produit et *in fine* de l'inflation et, d'autre part, le canal allant des variations du taux d'intérêt vers celles du taux de change, puis celles des prix importés et en fin de compte de l'inflation. Le premier canal exerce une influence sur les prix au bout de deux périodes (soit deux ans empiriquement), le second les modifie au bout d'une période (soit un an).

Autrement dit, dans un contexte où la banque centrale ne vise qu'un objectif strict d'inflation, elle sera incitée à agir fortement sur le taux de change afin d'atteindre la cible d'inflation. A cette fin, elle sera conduite à faire varier amplement le taux d'intérêt avec comme conséquence un accroissement de la volatilité du produit. En outre, Ho et McCauley (2003) ont montré qu'une des raisons de l'inefficacité de la politique de cible d'inflation dans les marchés émergents par rapport aux pays développés ayant adopté cette stratégie tient à l'instabilité du taux de change dans le premier groupe de pays. Il apparaît ainsi primordial de prendre en compte le taux de change dans la politique monétaire.

Le déroulement de la crise du S.M.E. est riche d'enseignements que l'on retrouve dans le modèle théorique dit de « crise des balances des paiements » :

- La crise a lieu bien avant le moment où la perte de compétitivité viderait les réserves de change – ce sont les sorties de capitaux qui vident les réserves ; les marchés financiers anticipent les difficultés futures liées à la perte de compétitivité ;
- La fixité des changes n'assure pas une désinflation suffisamment rapide pour éviter cette perte de compétitivité : l'inertie de l'inflation (et des anticipations d'inflation) est telle qu'il faut d'abord réduire l'inflation avant de bloquer la parité nominale ;
- Le fonctionnement très asymétrique du système (la charge de la stabilisation de la lire reposait essentiellement sur la Banque d'Italie) implique, comme on l'a vu, son instabilité.

L'enseignement essentiel des crises du S.M.E. de 1992-1993 est donc que la fixité du taux de change nominal n'est pas une arme efficace pour lutter contre l'inflation.

Il faut aussi noter que, dans certains cas (celui de la France en particulier), la crise de 1992-1993 n'était pas liée à une perte de compétitivité ou à une dégradation anticipée de la balance commerciale. Il y a probablement eu un mimétisme de la part des spéculateurs, mais aussi, ce qui est beaucoup plus intéressant, un doute grandissant quant à la soutenabilité de la politique monétaire (en changes fixes) : pour qu'une politique monétaire soit crédible, il faut non seulement qu'elle n'entraîne pas de pertes de réserves de change, mais aussi qu'elle n'implique pas de coûts économiques insupportables : croissance faible à cause des taux d'intérêt trop élevés, hausse du chômage.

Après la réunification allemande, la politique monétaire des autres pays européens a suivi celle de l'Allemagne ; elle est devenue beaucoup plus restrictive que ne le justifiait leur propre situation interne. Les marchés ont jugé que cette restriction monétaire allait être rejetée à terme, même dans le cas de pays comme la France qui ne rencontraient pas de problème de compétitivité. Une autre des leçons de la crise du S.M.E. est donc la nécessité, pour la politique monétaire qui maintient les changes fixes, d'être acceptable sur les plans économique et social.

L'incapacité des nations européennes à mettre en oeuvre des politiques de relance pour sortir rapidement des récessions est inhérente à un ensemble de nations indépendantes, mais fortement interdépendantes. L'intégration des marchés de biens et de capitaux, ne rend pas impuissante les politiques économiques, mais elle crée une profonde asymétrie entre les différentes politiques. En l'absence de coordination, les politiques de flexibilité et de compétitivité par les coûts, qui sont d'autant plus efficaces qu'elles sont menées à l'échelle nationale, sont toujours développées de façon excessive.

Au contraire, les politiques de relance de la demande, ou les politiques d'offre favorisant le développement de technologies nouvelles, qui bénéficient à tous alors que leur coût en est supporté par les seuls pays qui les conduisent, sont systématiquement sous-utilisées. Ce biais restrictif des politiques européennes est en partie le coût de la non-Europe politique. Les économies européennes sont presque aussi interdépendantes que le sont les Etats américains, mais il manque les institutions fédérales et démocratiques qui permettraient de gérer l'espace économique de la Communauté.

Ce déficit de coopération a été particulièrement visible au début des années 1990 avec la réunification allemande et la crise du SME. La récession de 1993 en Europe continentale fut le résultat d'une gestion particulièrement inefficace des politiques économiques face au choc asymétrique de la réunification allemande. Comme il a été vu précédemment, au début des années 1990, les partenaires de l'Allemagne étaient confrontés à un ralentissement de l'activité économique, alors que l'Allemagne connaissait une surchauffe que la Bundesbank combattait par une politique monétaire fortement restrictive. Face à des conjonctures aussi opposées, il n'y avait que deux politiques possibles. La première consistait à reconnaître le caractère asymétrique du choc et à accepter une divergence des politiques monétaires entre l'Allemagne et ses partenaires, qui impliquait une réévaluation transitoire du mark. La seconde politique était une gestion totalement coopérative de la réunification. Elle impliquait une participation des partenaires de l'Allemagne aux coûts budgétaires de la réunification en contrepartie d'une politique monétaire adaptée à la situation de l'ensemble des pays du SME. Pour avoir voulu maintenir des parités fixes sans disposer de la solidarité d'une union monétaire, les nations d'Europe continentale ont transformé un choc potentiellement expansionniste en récession.

C'est aussi parce que l'Europe ne disposait pas des institutions politiques adaptées à une économie européanisée qu'elle a été incapable de retrouver la croissance après la récession de

1993. Tous les pays d'Europe continentale étaient confrontés, comme les Etats-Unis deux ans plus tôt, à la nécessité de réduire simultanément les déficits publics et le chômage. La politique qui était adaptée à cette situation était la même que celle qui fut appliquée aux Etats-Unis : commencer par l'expansion monétaire en maintenant de très bas taux d'intérêt à court terme, puis mettre en oeuvre les restrictions budgétaires lorsque la croissance était repartie. Mais pour pouvoir mener une telle politique en Europe, il aurait fallu réunir trois conditions qui n'ont pratiquement jamais été satisfaites, même isolément, dans le passé. Premièrement, pratiquer une expansion monétaire concertée, ce qui ne s'est réalisé qu'une seule fois au cours des vingt dernières années, lorsque les banques centrales ont craint une crise systémique à la suite du krach boursier de 1987. Deuxièmement, coordonner les politiques budgétaires autrement que par l'application mécanique de critères de convergence, ce qui ne s'est jamais fait en Europe. Troisièmement, oser coordonner les politiques monétaires avec les politiques budgétaires pour engager l'expansion monétaire avant les restrictions budgétaires.

Faute d'un gouvernement européen suffisamment crédible pour que les banques centrales acceptent d'initier la reprise les nations européennes se sont engagées, une fois de plus, dans la course à la dépression. Les banques centrales attendant la réduction des déficits avant de desserrer leur politique monétaire, la baisse des taux d'intérêt n'a fait qu'accompagner le ralentissement de l'activité sans compenser l'effet restrictif des politiques budgétaires. Il ne faut pas chercher plus loin les raisons de la reprise avortée de 1994-1995 en Europe continentale. C'est ainsi qu'un policy mix relativement aisé à mettre en oeuvre aux Etats-Unis fut inaccessible aux gouvernements et aux banques centrales indépendantes.

CONCLUSION

Ce que l'expérience des crises de change, au cours de la dernière décennie, a clairement démontré, c'est que les critères de choix d'un régime de change ne se limitaient pas aux variables issues de la théorie des zones monétaires optimales (mobilité des facteurs, flexibilité du salaire réel, diversification de l'output ou du commerce international...) et exigeaient désormais la prise en compte de la dimension macro financière.

Si la crédibilité d'un ancrage ou d'un régime intermédiaire de type zone-cible dépend de la vulnérabilité à une crise de change systémique, on voit mal comment les gouvernements pourraient négliger leur prise en compte dans leur choix d'un régime de change. Cela semble tout autant s'imposer à *froid*, au moment, par exemple, de la définition d'une stratégie de développement ou d'ajustement macro-économique à long terme incluant le choix d'un régime de change et les modalités de libéralisation du compte de capital, qu'à *chaud*, en présence d'une crise de change, lorsqu'il s'agit de définir les conditions de sortie du régime prévalant jusqu'alors.

Mais les études économétriques consacrées aux déterminants des régimes de change *de facto*, et qui intègrent certains critères macro financiers, ont débouché, à ce jour, sur des résultats instables ou discordants. Tout ce que l'on a appris, en définitive, c'est que les régimes de change intermédiaires, pour des pays émergents pleinement insérés dans la globalisation financière, ont toutes chances de rester prédominants, simplement parce que les *solutions en coin*, à long terme, ne sont ni optimales, ni crédibles : la flexibilité des taux de change multiplie à l'excès les risques de change ou les tensions inflationnistes, ce qui décourage les investisseurs internationaux; quant aux *ancrages durs*, ils ne semblent pas durablement soutenables, l'exemple de l'Argentine vient dramatiquement de nous le rappeler.

Bibliographie :

- Régimes et crises de change : Examen de la vulnérabilité des économies émergentes à la contagion internationale : MOHAMMED Z. ABDELOUAHAB : écosphère, texte n16.
- Les crises de change dans les pays émergents : BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – N° 74 – FÉVRIER 2000.
- Crises de change et indicateurs de vulnérabilité - le cas des pays émergents d'Amérique latine et d'Asie : André CARTAPANIS, Vincent DROPSY & Sophie MAMETZ (CEFI, Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II) (California State University) juin 1998.
- La coordination des spéculateurs lors d'une crise de change : impact de la structure d'information - Un essai d'Analyse sur les conséquences en termes de Politique Economique - Camille Cornand – Résumé de la thèse. Prix de thèse de l'Association Française de Sciences Economiques 2005.
- Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ? André Cartapanis, Économie internationale 97 (2004), p. 5-48.
- Article Sophie Brana et Dalila Chenaf-Nicet: L'Actualité économique, vol. 77, n° 4, 2001, p. 569-592. : Indicateurs avancés de crise de change: un examen critique : <http://id.erudit.org/iderudit/602365ar>.