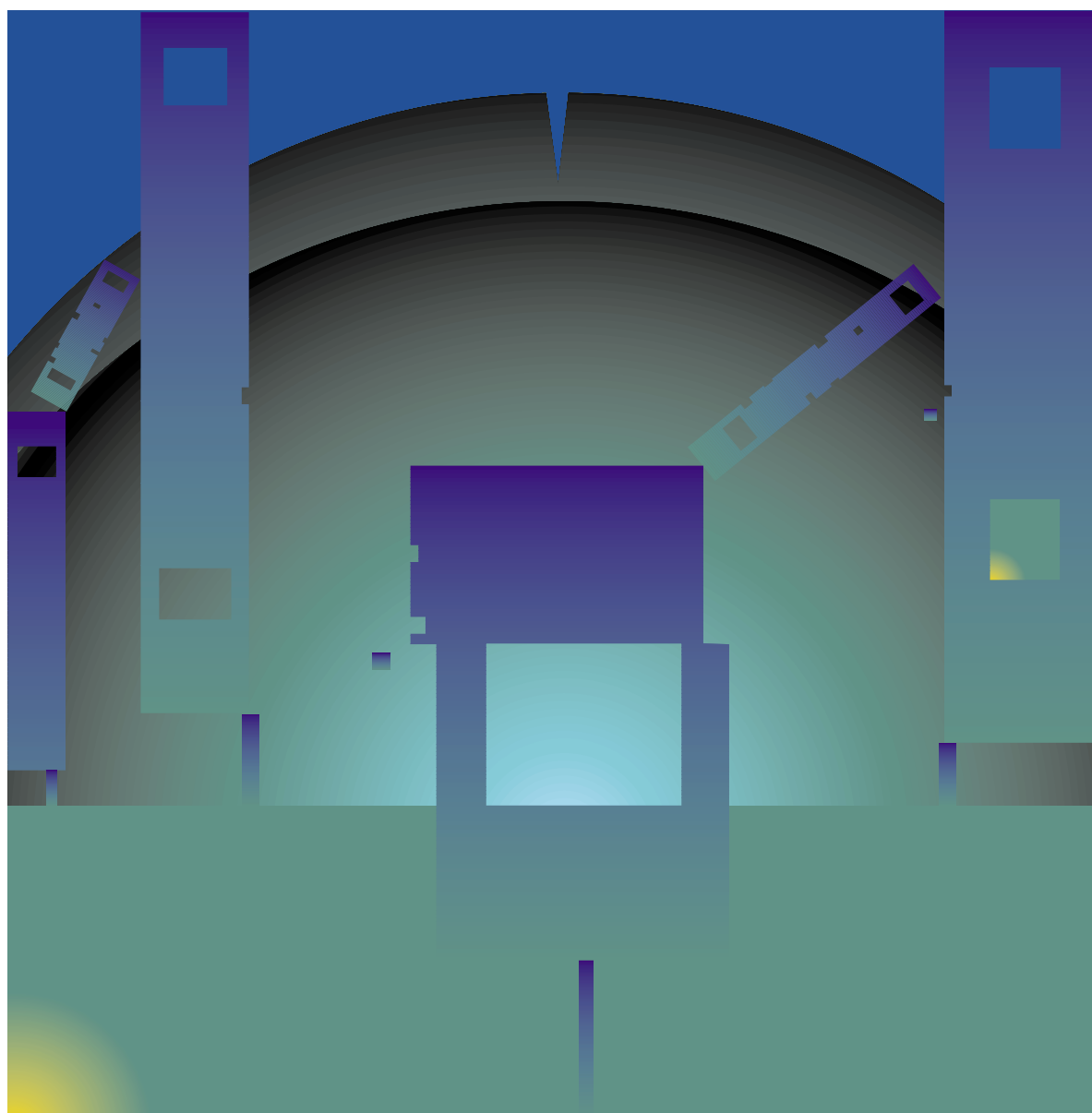


CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT

RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2001



NATIONS UNIES



RÉGIMES DE TAUX DE CHANGE ET POSSIBILITÉS DE COOPÉRATION RÉGIONALE

A. Introduction

Les régimes de taux de change des pays en développement et en transition ont attiré beaucoup d'attention dans le récent débat sur la réforme de l'architecture financière internationale, en raison de leur influence sur la vulnérabilité extérieure et les crises financières et monétaires. Dans les pays qui sont étroitement intégrés dans le marché financier mondial, les régimes de parités ajustables sont de plus en plus considérés comme des causes majeures des cycles de surchauffe et de crise. C'est pourquoi on conseille généralement à ces pays d'adopter soit un régime de taux de change flottant, soit de s'engager de façon crédible à défendre une parité fixe en mettant en place un système de caisse d'émission ou en adoptant comme monnaie nationale une des monnaies de réserve (dollarisation); en d'autres termes, on préconise qu'ils adoptent une solution extrême plutôt qu'un régime intermédiaire de parités ajustables¹. On estime que près des deux tiers des pays émergents avaient un régime intermédiaire en 1991, mais en 1999 cette proportion est tombée à 42%, les autres 58% appliquent soit un régime de parité fixe soit un régime de flottement plus ou moins intégral (Fischer, 2001, fig. 2). Toutefois, si de nombreux pays ayant subi une crise financière durant la dernière décennie ont ensuite opté pour un régime de parité flottante, l'aggravation de la volatilité associée à ce régime est devenue préoccupante. C'est pourquoi les pays en transition et en développement semblent de plus en plus tentés par des régimes de parité fixe. De plus, dans un système financier mondial de plus en plus intégré, certains observateurs s'interrogent sur la nécessité de conserver autant de monnaies indépendantes (Hausmann, 1999).

Pour les pays émergents, les régimes de parités ajustables posent des problèmes, si la liberté des

mouvements de capitaux est garantie, car ils peuvent provoquer des cycles de surchauffe et une surévaluation excessive de la monnaie. Toutefois, ni le flottement intégral ni la parité fixe ne sont des solutions viables. La surévaluation ou la sous-évaluation de la monnaie et la forte volatilité du taux de change associés aux régimes de flottement peuvent avoir de graves répercussions sur un petit pays en développement dont l'économie est ouverte et qui a un stock relativement important de dette extérieure libellée en monnaies de réserve. Toutefois, pour la plupart des pays en développement et en transition, le fait de rattacher leur monnaie à une monnaie de réserve et d'abandonner toute autonomie en matière de politique monétaire peut impliquer un sacrifice considérable en termes de croissance, d'emploi et de compétitivité internationale, dont le coût est largement supérieur aux avantages que ce régime pourrait apporter en stabilisant les prix et le taux de change. On retrouve ces conclusions dans un document sur les régimes de taux de change des pays émergents établi conjointement par les Ministères des finances français et japonais à l'occasion de la Réunion des Ministres des finances d'Europe et d'Asie tenue à Kobe (Japon) en janvier 2001 :

Rien ne garantit qu'un mécanisme de caisse d'émission permette d'éviter les inconvénients des régimes de parité fixe... Les régimes de flottement intégral de la monnaie ont aussi leurs inconvénients : volatilité excessive et spéculation. (Ministry of finance, Japan, 2001 : 3-4)

Si l'on accepte cette recommandation, il se pourrait que des pays en développement dont le commerce extérieur a une structure similaire se retrouvent dans des situations complètement différentes en matière de taux de change, certains

optant pour le flottement et d'autres pour une parité fixe par rapport au dollar, même s'il y a d'importants courants d'échange entre eux. Par conséquent, leurs monnaies respectives flotteraient l'une par rapport à l'autre et leur taux de change bilatéral serait très influencé par les variations du cours du dollar par rapport aux autres monnaies. Vu les excès et l'instabilité qui caractérisent le marché monétaire, cela entraînerait des modifications aberrantes et inattendues de la compétitivité entre les pays en développement. Lorsqu'il y a un important commerce bilatéral, comme entre le Brésil et l'Argentine, ces modifications peuvent avoir de fortes répercussions sur l'économie des pays concernés et susciter des tensions dans leurs relations commerciales. En bref, les régimes de taux de change extrêmes risquent de déboucher sur une situation incohérente pour les pays en développement considérés dans leur ensemble.

La question essentielle est de savoir s'il peut exister un régime de taux de change satisfaisant pour les pays en développement et en transition étroitement intégrés dans le marché financier mondial alors que les principales monnaies de réserve sont très volatiles et peuvent être durablement surévaluées ou sous-évaluées, et que l'ampleur et la soudaineté des mouvements de capitaux internationaux peuvent rapidement déborder les autorités nationales et limiter considérablement leur marge de manœuvre. Peut-on s'attendre à ce que ces pays règlent leurs problèmes de taux de change de façon unilatérale alors que l'ampleur, le sens et les conditions des flux de capitaux sont très influencés par les politiques appliquées dans les pays dont la monnaie est une monnaie de réserve, tandis que les marchés financiers et monétaires internationaux se caractérisent par des comportements spéculatifs et grégaires ? Il est vrai qu'un certain contrôle des mouvements de capitaux pourrait aider les pays en développement et en transition à gérer leur taux de change. D'ailleurs, quelques pays, comme la Chine, ont réussi jusqu'à

présent à appliquer un régime de parité ajustable sans trop de problèmes. Toutefois, plusieurs pays émergents ont déjà opté pour une intégration étroite dans le système financier mondial et ne veulent pas contrôler les mouvements de capitaux. De plus, il serait très difficile à un pays isolé de résister à cette forte tendance à libéraliser les mouvements de capitaux, en particulier s'il a des liens étroits avec le marché international par le biais des investissements directs et des échanges commerciaux.

La question essentielle est de savoir s'il peut exister un régime de taux de change satisfaisant pour les pays en développement et en transition étroitement intégrés dans le marché financier mondial, alors que les principales monnaies de réserve sont très volatiles.

Tout cela implique que c'est à l'échelon mondial qu'il faudrait rechercher une solution, mais les chances d'y parvenir sont maigres étant donné l'attitude des grandes puissances en ce qui concerne les taux de change. Comme on ne peut pas s'attendre à ce qu'un système mondial de taux de change stables soit mis en place dans un proche avenir, il faut se

demander si l'on pourrait trouver des solutions à l'échelon régional. A cet égard, les efforts déployés par l'Europe depuis la fin du système de Bretton Woods pour mettre en place des mécanismes visant à stabiliser les taux de change intrarégionaux et, en fin de compte, établir une union monétaire, peuvent être instructifs pour les régions en développement, en particulier l'Asie de l'Est et l'Amérique du Sud. Les arrangements régionaux en matière de taux de change et la coopération monétaire entre pays en développement pourraient apporter certains avantages, mais ils ne règlent pas le problème du régime de taux de change à adopter et de sa stabilisation par rapport aux trois grandes monnaies de réserve. Même s'ils parviennent à une plus grande intégration, les pays en développement ne peuvent pas négliger la question de leur taux de change par rapport à ces monnaies. Il apparaît donc que des arrangements régionaux réunissant des pays en développement ne pourraient garantir une certaine stabilité et éviter des crises coûteuses qu'à condition que des pays dont la monnaie est une monnaie de réserve y soient associés ou qu'un régime commun de contrôle des capitaux soit mis en place.

B. Régimes de taux de change

1. Parités ajustables

Il est établi depuis longtemps qu'un pays résolu à garantir la liberté des mouvements de capitaux (ou incapable de contrôler efficacement ces mouvements) ne peut pas à la fois fixer son taux de change (à une valeur précise ou dans une fourchette étroite) et avoir une politique monétaire indépendante. Tôt ou tard, il se retrouvera dans des situations inextricables qui le contraindront à abandonner l'un de ces deux objectifs. Une des solutions consisterait à fixer définitivement la parité, en mettant en place une caisse d'émission ou en adoptant la dollarisation, au détriment de l'autonomie monétaire. L'autre serait d'adopter un flottement intégral du taux de change, si bien que la politique monétaire n'aurait plus à se soucier de défendre telle ou telle parité. On considère que l'effondrement du système de parités ajustables de Bretton Woods, la crise de 1992-1993 du Mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) et les récentes crises des pays émergents sont dus au fait qu'on ne peut pas simultanément libéraliser le compte de capital, avoir un objectif de taux de change et mener une politique monétaire indépendante.

Le système de Bretton Woods s'appliquait dans un cadre caractérisé par un contrôle général des mouvements internationaux de capitaux. Toutefois, des contradictions entre la structure des taux de change et la politique économique de plusieurs grands pays ont provoqué d'importants déséquilibres des paiements, ce qui incitait les détenteurs de capitaux à contourner le contrôle pour placer leurs fonds à l'étranger. Cela a fini par entraîner l'effondrement du système et l'adoption généralisée de taux de change flottants. Dans le cas du SME, les parités ajustables étaient considérées comme une étape vers l'union monétaire (parité fixe) et s'accompagnaient d'une importante coopération monétaire intrarégionale, mais les contradictions entre la situation macroéconomique et la structure des taux de change ont fini par provoquer une crise et le démantèlement du mécanisme de change en 1992-1993. L'adoption d'un régime de parités ajustables est aussi considérée comme une des causes fondamentales des récentes crises financières qu'ont

subies des pays émergents comme le Mexique, la Thaïlande, l'Indonésie, la République de Corée, la Fédération de Russie et le Brésil. Le fait que par la suite ces pays aient adopté un régime de taux de change flottants confirmerait que les parités ajustables ne sont pas viables pour des pays très intégrés dans le système financier mondial.

La contribution des régimes de parités ajustables à la fragilité extérieure et au déclenchement de crises financières dans les pays émergents est bien établie². Dans la plupart des pays émergents, les taux d'intérêt nominaux sont plus élevés que dans les pays industriels, ce qui est dû en grande partie au fait que leur taux d'inflation est aussi plus élevé. Cette situation offre des possibilités d'arbitrage aux investisseurs et créanciers internationaux et incite les entreprises à réduire leurs coûts financiers en empruntant à l'étranger. D'autre part, du fait qu'ils offrent une garantie implicite aux créanciers et aux débiteurs internationaux, les régimes de parités ajustables peuvent encourager à emprunter et à prêter de façon imprudente. On ne tient pas compte du risque de dépréciation de la monnaie en raison de la stabilité du taux de change nominal et de la confiance créée par la libéralisation rapide de l'économie. La crédibilité de la défense de la parité et les possibilités d'arbitrage augmentent lorsque le pays applique une politique monétaire rigoureuse pour maîtriser l'inflation ou prévenir la surchauffe de l'économie.

Toutefois, si le taux de change nominal est fixé et que le taux d'inflation est plus élevé que dans le pays de référence, cela entraîne une appréciation de la monnaie en termes réels et une aggravation du déficit courant. Si le pays tolère une forte augmentation du déficit et des engagements extérieurs, le risque monétaire s'accroîtra rapidement. Comme les autorités ne se sont pas fermement engagées à défendre la parité, l'aggravation de la situation économique finit par susciter des anticipations de dévaluation et encourage la fuite des capitaux. Cela provoque une crise de liquidités et force les autorités monétaires à durcir encore la politique monétaire. Tôt ou tard, la parité fixe est abandonnée et le cours de la monnaie tombe en chute libre, tandis que les taux d'intérêt augmentent, ce qui cause une grave crise économique.

Malgré ce risque, de nombreux pays où l'inflation est relativement élevée ont opté pour une politique de maîtrise de l'inflation fondée sur la stabilisation du taux de change par rapport à une monnaie de réserve considérée comme solide. Cela vaut non seulement pour les petits pays d'Europe à l'économie ouverte, comme l'Autriche, les Pays-Bas et la Suisse, mais aussi pour des pays plus grands comme l'Italie, qui a dû faire face à plusieurs attaques spéculatives et a connu des perturbations importantes dues au processus de convergence vers les taux d'intérêt de ses principaux partenaires commerciaux de l'UE. De nombreux pays en développement, notamment en Amérique latine, ont aussi eu recours à un régime de parités ajustables pour maîtriser l'inflation. Il s'est révélé difficile de réajuster ces parités sans causer trop de perturbations, mais il convient de relever que

Les programmes de stabilisation fondés sur la défense d'un taux de change sont souvent lancés sans qu'on ait suffisamment tenu compte des problèmes que pourrait poser l'appréciation de la monnaie en termes réels et préparé une stratégie de sortie.

ces pays ont réussi à éviter une reprise de l'inflation après la crise, malgré une importante dévaluation. Par exemple, après avoir lancé un plan de stabilisation fondé sur ce principe (*Plano Real*) en 1994, le Brésil a réussi à faire tomber son taux d'inflation de plus de 1000% à moins de 10% en 1998. Malgré plusieurs ajustements du taux de change et un déclin relativement rapide de l'inflation, la monnaie brésilienne s'était appréciée d'environ 20% à la fin du processus de désinflation. Toutefois, il n'a pas été possible d'adapter le taux de change à cette nouvelle situation et le Brésil a subi plusieurs attaques spéculatives à la fin de 1998, dues en partie à l'onde de choc de la crise russe. Cela a entraîné une chute brutale de la valeur du real par rapport au dollar, mais le taux d'inflation, après avoir monté dans un premier temps, s'est stabilisé à un niveau assez bas (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1999*, première partie, chap. III, sect. B).

En général, lorsqu'un pays opte pour un programme de stabilisation fondé sur la défense d'un taux de change, il est inévitable que sa monnaie s'apprécie en termes réels en raison de la viscosité des prix intérieurs. En fait, c'est justement cela en partie qui permet de maîtriser l'inflation, car l'ouverture au commerce extérieur, qui entraîne une baisse des prix à l'importation et une intensification de la concurrence à l'exportation, aide à discipliner les producteurs nationaux et à modérer les revendications salariales. Toutefois, ces programmes sont souvent lancés sans qu'on ait suffisamment tenu compte des problèmes que pourrait poser l'appréciation de la monnaie en termes réels et préparé une stratégie de sortie (c'est-à-dire déterminé à quel moment et de quelle façon il conviendra de modifier la parité et/ou le régime de change). Du

point de vue économique, il peut paraître simple de rétablir la compétitivité internationale par une dévaluation, mais cette solution peut créer des difficultés politiques qu'on tend à sous-estimer. Souvent, les gouvernements ne veulent pas abandonner la parité fixe et dévaluer alors qu'ils ont dû faire des efforts considérables pour convaincre la population que la parité fixe lui avait fait plus de bien que de mal. En outre, ils craignent une perte de confiance des marchés et une inversion brutale des flux de capitaux, suivies d'un effondrement du taux de change.

Vu le comportement grégaire des investisseurs et créanciers internationaux, cette crainte d'un atterrissage en catastrophe n'est pas toujours injustifiée, même si, comme nous l'avons vu plus haut, une forte dévaluation a rarement pour effet d'attiser l'inflation. Il est délicat d'annoncer à l'avance la stratégie de sortie, car il n'est pas toujours facile de prévoir combien de temps il faudra pour que l'inflation diminue. Le programme de stabilisation appliqué par la Turquie en décembre 1999 comportait une telle stratégie. Toutefois, l'objectif d'inflation n'a pas été atteint et, après une série de crises économiques et politiques, le gouvernement a été obligé d'abandonner la parité fixe et de laisser flotter la livre avant la date annoncée (voir chap. II, encadré 2.1). En Europe, les mécanismes institutionnels prévus dans le cadre du SME, selon lesquels les pays de référence devaient aider les autres pays en cas de difficulté, ont permis à plusieurs reprises d'ajuster les taux de change sans déstabilisation ni contagion (voir plus loin). Toutefois, il est difficile à des pays émergents de reproduire de tels mécanismes lorsqu'ils décident unilatéralement de fixer leur taux de change. L'appui des institutions internationales de financement pourrait faciliter le retour à la normale, mais les résultats obtenus jusqu'à présent ne sont pas très encourageants³.

Les régimes de parités ajustables ne sont pas employés uniquement pour lutter contre l'inflation. En Asie de l'Est par exemple, la stabilité du taux de change était un élément important de la stratégie de développement tirée par l'exportation appliquée par différents pays et devait favoriser la division du travail à l'échelle régionale en fonction du niveau de développement des pays. Comme une grande partie des produits exportés par la région étaient facturés en dollars, les taux de change nominaux, sans être absolument fixes, avaient généralement été stabilisés dans une fourchette de fluctuation d'environ 10% par rapport au dollar depuis la fin des années 80. L'inflation étant modérée, dans la plupart des pays de la région l'appréciation de la monnaie a été limitée ou

négligeable. La conjugaison d'un taux de change nominal stable, d'une croissance économique rapide et d'un taux d'intérêt nominal relativement élevé a suscité la confiance et attiré des investisseurs et créanciers internationaux. Toutefois, cela a entraîné l'accumulation d'un risque de change considérable et aggravé la fragilité financière extérieure, jusqu'au jour où les capitaux ont pris la fuite, phénomène qui a touché tous les pays de la région. Même l'Indonésie n'a pas pu ajuster son taux de change sans perturbation majeure, alors que sa situation macroéconomique était saine et que le gouvernement n'a pas hésité à élargir la fourchette de fluctuation de la monnaie pour éviter la contagion spéculative (*Rapport sur le commerce et le développement 1998*, première partie, chap. III ; Akyüz, 2000).

L'une des solutions consisterait à contrôler les mouvements de capitaux tout en appliquant un régime de taux de change ajustables. Les impôts et les ratios de réserve visant les capitaux étrangers, qui ont pour objectif d'éliminer les possibilités d'arbitrage à court terme, peuvent aider à préserver l'autonomie monétaire et permettent de fixer le taux de change à un niveau assez élevé sans que cela attire des capitaux spéculatifs et crée un risque de change excessif. Toutefois, tant que l'inflation reste forte, on ne peut pas éviter une appréciation de la monnaie, ce qui est particulièrement dangereux lorsque le régime de change est employé à des fins de désinflation. Quoi qu'il en soit, la grande majorité des pays en développement n'ont pas voulu limiter l'afflux de capitaux spéculatifs durant la phase d'expansion, pour les mêmes raisons qu'ils n'ont pas voulu abandonner la parité fixe après avoir réussi à maîtriser l'inflation. Comme nous le verrons au chapitre prochain, ils sont encore moins enclins à contrôler les sorties de capitaux pour stabiliser le taux de change et protéger leur politique monétaire contre les pressions qui s'exercent sur le marché des changes en période d'attaques spéculatives et de crises.

2. Le flottement

Les régimes de flottement sont-ils une solution viable pour les pays en développement et en transition ? Ces pays peuvent-ils vraiment laisser la valeur extérieure de leur monnaie à la merci des caprices des mouvements internationaux de capitaux et mettre leur politique monétaire uniquement au service d'objectifs intérieurs tels que la stabilité des prix ou le plein emploi ? Dans quelle mesure la

volatilité excessive et la surévaluation ou la sous-évaluation qui sont indissociables du flottement de la monnaie ne risquent-elles pas de compromettre la réalisation de ces objectifs ?

Un tel régime, quel que soient ses avantages, est particulièrement mal adapté aux pays en développement et en transition, ainsi qu'aux petits pays industriels, pour plusieurs raisons. Ces pays sont très tributaires du commerce extérieur, et leurs échanges sont généralement facturés en devises étrangères. En moyenne, la part du commerce international dans leur PIB est deux fois plus élevée qu'aux Etats-Unis, dans l'UE ou au Japon, si bien que les effets des variations des taux de change sur leur situation économique et notamment sur les prix, la production et l'emploi sont plus

prononcés. En outre, leur dette extérieure est plus importante et une grande proportion de cette dette est libellée en devises. Par conséquent, une forte baisse de leur taux de change a tendance à créer des difficultés de service de la dette et des problèmes de liquidités et d'insolvabilité. Au contraire, un pays comme les Etats-Unis peut emprunter dans sa propre monnaie, si bien que ce sont les créanciers qui assument le risque de change⁴.

On soutient aussi que la plupart des pays en développement et en transition n'ont pas d'institutions crédibles, ce qui en soi est une cause de volatilité du marché et du taux de change et aurait amené la plupart des pays émergents à se méfier d'un régime de taux de change flottants. Par conséquent, bon nombre de ces pays, qui prétendent laisser flotter leur monnaie, appliquent en fait un régime intermédiaire et modifient leurs taux d'intérêt ou interviennent sur le marché des changes pour influencer le taux de change. Cela signifie qu'il serait faux d'affirmer que les pays émergents ont eu tendance à abandonner les régimes de parités ajustables (Calvo and Reinhart, 2000 ; Fischer, 2001 ; Reinhart, 2000).

L'histoire des grands pays industriels qui ont adopté des régimes de taux de change flottants entre les guerres mondiales et depuis l'effondrement du système de Bretton Woods donne à penser qu'on ne peut pas imputer la volatilité et les excès du marché des changes uniquement à l'absence d'institutions crédibles. Au contraire, il s'agit là de caractéristiques systémiques d'un marché des changes sur lesquelles les mouvements de capitaux spéculatifs à court terme ont une influence prépondérante. Ainsi, la situation de la France dans les années 20 est très bien décrite dans un rapport établi par la Société des Nations en 1944 :

La grande majorité des pays en développement n'ont pas voulu limiter l'afflux de capitaux spéculatifs durant la phase d'expansion.

Les risques inhérents à de telles variations cumulatives et autoentretenues dans un régime de taux de change flottants sont bien illustrés par la situation de la France entre 1922 et 1926. Dans un pareil régime, les taux de change sont inévitablement très instables et des facteurs psychologiques peuvent parfois avoir une influence prépondérante. Les économistes français ont été si impressionnés par ce fait qu'ils ont élaboré une théorie « psychologique » des fluctuations des taux de change, soulignant que le taux de change restait indéterminé tant que son niveau était influencé par un marché dominé par des anticipations spéculatives...

Les brutales variations du cours du franc français entre 1922 et 1926 et divers autres épisodes similaires qu'ont subis d'autres monnaies dans les années 30 montrent non seulement qu'il est difficile de préserver une certaine stabilité d'un taux de change flottant, mais aussi qu'il peut être très difficile à la balance commerciale des pays concernés de s'adapter à ces brutales variations. (League of Nations, 1944 : 118, 119)

Analysant les mêmes situations en 1937, von Hayek ne se contentait pas d'expliquer les variations des taux de change par les flux de capitaux à court terme et soutenait que les régimes de taux de change flottants encourageaient ces mouvements spéculatifs :

C'est parce que les mouvements de capitaux à court terme sont dus fréquemment non à une variation de la demande de capitaux destinés à l'investissement mais à une variation de la demande de liquidités qu'ils ont une si mauvaise réputation, en tant que cause de perturbation monétaire. Cette réputation n'est pas entièrement injustifiée... Je ne vois pas en quoi un régime de taux de change variables devrait entraîner une réduction du volume des flux de capitaux à court terme, bien au contraire. Dès qu'il apparaît probable que le cours va varier dans un proche avenir, les détenteurs de capitaux auraient un motif puissant de déplacer leurs fonds du pays dont la monnaie risque de baisser vers ceux dont la monnaie a des chances de monter... Cela signifie que si la cause première est déjà un mouvement de capitaux à court terme, la volatilité des taux de change aura tendance à en multiplier l'ampleur et pourrait transformer ce qui aurait été un inconvénient mineur en une perturbation majeure. (von Hayek, 1937 : 62-64)

Comme nous l'avons vu en détail dans de précédents rapports de la CNUCED, depuis le

démantèlement du système de Bretton Woods, la volatilité et la surévaluation ou la sous-évaluation durables caractérisent aussi les principales monnaies de réserve⁵. Malgré une nette convergence des taux d'inflation et des coûts unitaires de la main-d'œuvre au cours de la dernière décennie, les taux de change des monnaies du G-3 sont restés caractérisés par de fortes variations et des périodes durables de surévaluation ou de sous-évaluation. Cela a causé de graves difficultés aux pays en développement pour ce qui est de la gestion de leur monnaie et de leur dette extérieure et a souvent été une des causes majeures des grandes crises des pays émer-

gents. Toutefois, les grands pays industriels négligent généralement ce problème et donnent la priorité à des objectifs intérieurs, notamment la lutte contre l'inflation. Il est rare que les Etats-Unis et le Japon, par exemple, qui sont attachés à la liberté des taux de change, interviennent sur les marchés des changes et coordonnent leurs politiques lorsque l'instabilité et le niveau inadapté des monnaies menacent sérieusement leurs perspectives économiques : ils l'ont fait une première fois dans la deuxième moitié des années 80, pour faire baisser et stabiliser le taux de change du dollar en raison des pressions protectionnistes liées à l'importance du déséquilibre commercial, et à nouveau au milieu des années 90 lorsque le yen est monté à un niveau sans précédent par rapport au dollar.

On conseille aux pays en développement d'adopter un régime de taux de change flottants au motif que l'incertitude qui en résulterait éliminerait les garanties implicites et inciterait les créanciers et les débiteurs à la prudence.

Toutefois, l'expérience a montré que le risque de crise est tout aussi grand en régime de taux de change flottants qu'en régime de parités ajustables (Banque mondiale, 1998). Lorsque les mouvements de capitaux sont libres, les taux de change nominaux n'évoluent pas automatiquement de façon à compenser les écarts de taux d'inflation (en d'autres termes, la parité de pouvoir d'achat n'est pas préservée), alors que l'adaptation des taux d'intérêt au

taux d'inflation est très rapide. Par conséquent, les monnaies des pays à forte inflation ont tendance à s'apprécier à court terme. Avec un régime de parités ajustables, les capitaux excédentaires (c'est-à-dire les flux de capitaux supérieurs à ce qui est nécessaire

L'histoire des grands pays industriels qui ont adopté des régimes de taux de change flottants donne à penser qu'on ne peut pas imputer la volatilité et les excès du marché des changes uniquement à l'absence d'institutions crédibles.

Malgré une nette convergence des taux d'inflation et des coûts unitaires de la main-d'œuvre au cours de la dernière décennie, les taux de change des monnaies du G-3 sont restés caractérisés par de fortes variations et des périodes durables de surévaluation ou de sous-évaluation.

pour financer le compte courant) attirés par les possibilités d'arbitrage viennent gonfler les réserves internationales et, en régime de taux flottants, ils entraînent une appréciation du taux de change nominal, ce qui a tendance à attirer encore plus de capitaux étrangers et à aggraver la perte de compétitivité due à l'inflation. Plus la monnaie s'apprécie, plus le risque de change augmente, mais les investisseurs et spéculateurs oublient ce risque lorsqu'ils suivent leur instinct grégaire. Par exemple, si les pays d'Asie de l'Est avaient laissé flotter leurs monnaies au début des années 90, lorsque les entrées de capitaux étaient supérieures aux besoins de financement du compte courant, cela aurait entraîné une appréciation de leurs monnaies et une aggravation du déficit de leurs paiements. En fait, au début des années 90, lorsque les capitaux étrangers ont afflué, la plupart ont choisi d'intervenir sur le marché pour empêcher leur monnaie de s'apprécier (*Rapport sur le commerce et le développement 1998*, encadré 2).

Depuis la dernière guerre mondiale, le nombre de pays émergents qui ont adopté un régime de taux de change flottant est assez limité et il s'agit généralement de pays qui venaient de subir une crise financière. Néanmoins, ces cas présentent un certain nombre de caractéristiques qui amènent à douter de la validité de cette option. En Amérique latine par exemple, les taux d'intérêt nationaux ont été plus volatils et plus sensibles aux variations des taux des Etats-Unis dans les pays ayant un taux de change flottant que dans ceux qui avaient un régime de parité fixe ou ajustable, ce qui signifie que ces pays avaient en fait moins d'autonomie pour la conduite de leur politique monétaire et que leur système financier était plus vulnérable (Hausmann, 1999). Les régimes de flottement paraissent amplifier les cycles conjoncturels puisque les taux d'intérêt ont tendance à monter en période de récession. En outre, ils entraînent une contraction du marché financier et obligent à payer des taux d'intérêt élevés car il devient plus risqué de détenir des avoirs libellés dans la monnaie nationale.

3. Parités fixes

Il semble donc que les pays émergents ayant libéré les mouvements de capitaux ne peuvent pas obtenir une stabilité économique et financière durable

en optant pour un régime de taux de change flottant ou de parités ajustables. Il leur reste comme solutions la parité fixe, les systèmes de caisse d'émission ou la dollarisation pure et simple. A la fin des années 90, les monnaies de 45 pays membres du FMI avaient une parité fixe; dans 37 de ces pays (y compris les 11 pays de la zone euro) il n'y avait même pas de monnaie libératoire indépendante et les autres (notamment l'Argentine, Hong-Kong (Chine) et des pays en transition comme la Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie) avaient une caisse d'émission (Fischer, 2001). Sauf dans le cas des membres de l'UEM, la plupart des pays ou territoires n'ayant pas de monnaie indépendante étaient petits. Plus récemment, l'Equateur et El Salvador ont adopté le dollar comme monnaie nationale et le Guatemala s'apprête à faire de même.

Ces solutions sont jugées particulièrement adaptées aux pays qui ont un long passé de perturbations monétaires, d'inflation et de laxisme budgétaire (c'est-à-dire là où l'on se méfie particulièrement d'une politique monétaire discrétionnaire) (Eichengreen, 1999 : 109). Elles impliquent la suppression de la Banque centrale et l'abandon d'une politique monétaire autonome, ainsi que de la fonction de prêteur de dernier recours. Le taux de change nominal n'a plus aucun rôle en tant que moyen d'ajustement et tous les objectifs de la politique économique sont subordonnés à l'impératif du maintien du taux de change nominal fixe ou de la dollarisation. Ces contraintes sont justement ce qui garantit la crédibilité nécessaire pour qu'une telle solution réussisse, puisqu'elles impliquent que le gouvernement est prêt à se soumettre à une discipline extérieure, notamment à celle exercée par une banque centrale étrangère ayant une politique monétaire crédible. Les avantages attendus sur le plan économique sont une faible inflation, un taux d'intérêt peu élevé et stable, une réduction du coût des emprunts extérieurs et, en cas de dollarisation, la possibilité d'emprunter à l'étranger dans la monnaie employée dans le pays (même si ce n'est pas la monnaie nationale). De plus, on pense que la dollarisation devrait approfondir le secteur financier et permettre d'emprunter à plus long terme. La dollarisation a souvent la faveur des entreprises privées dans les pays émergents car elle réduit l'incertitude et le coût des transactions.

Certains de ces avantages peuvent être importants. Pour un petit pays dont l'économie est

Le risque de crise est tout aussi grand en régime de taux de change flottants qu'en régime de parités ajustables.

Le taux de change nominal n'a plus aucun rôle en tant que moyen d'ajustement et tous les objectifs de la politique économique sont subordonnés à l'impératif du maintien du taux de change nominal fixe ou de la dollarisation.

étroitement liée à celle d'un grand pays dont la monnaie est une monnaie de réserve, ils peuvent même compenser l'impossibilité de modifier les taux d'intérêt ou le taux de change en réponse à des chocs extérieurs et intérieurs et pour gérer la conjoncture, ainsi que la perte du seigneurage. Cependant, pour la plupart des pays en développement, la caisse d'émission ou la dollarisation ne sont pas des solutions viables à long terme, même si elles peuvent aider à rétablir rapidement la crédibilité après une longue période de troubles monétaires, de laxisme budgétaire et d'inflation. Un rattachement unilatéral à l'une des grandes monnaies de réserve est particulièrement gênant du fait que ces monnaies sont sujettes à des variations importantes et imprévisibles⁶.

Une parité fixe ne met pas l'économie à l'abri des chocs financiers et réels extérieurs, pas plus que ne le faisait l'étalon or. A moins que le pays de référence ne subisse des chocs très similaires et n'y réponde d'une façon qui convienne également à la situation du pays qui a rattaché sa monnaie, le renoncement à une politique monétaire indépendante et la nécessité de défendre une parité fixe peuvent être très coûteux en termes de production et d'emploi. Pour des raisons structurelles et institutionnelles évidentes, un groupe composé de pays en développement et de pays industriels ne peut pas constituer une zone monétaire optimale et ces pays sont souvent exposés à des chocs asymétriques, en particulier dans le cas des pays en développement très tributaires des exportations de produits primaires. De plus, en l'absence d'une intégration économique étroite, il est peu probable que la conjoncture des deux pays soit synchronisée, si bien que la politique monétaire menée par le pays de référence risque de ne pas être adaptée à l'autre pays. Ainsi, un pays ayant rattaché sa monnaie à une monnaie de réserve risque de devoir augmenter ses taux d'intérêt et de voir sa monnaie s'apprécier alors que son économie est déjà en récession et perd de sa compétitivité, comme cela s'est produit en Argentine ces deux dernières années (voir chap. II, encadré 2.2).

On soutient parfois que l'asymétrie des chocs et le manque de synchronisation de la conjoncture ne posent pas de problème tant que les salaires et les prix sont assez souples. A cet égard, la pensée orthodoxe en matière de politique de taux de change est assez contradictoire, car un des arguments initiaux en faveur du flottement des monnaies était que justement la viscosité des prix et des salaires empêchait l'économie de s'adapter rapidement aux chocs externes et internes sans sacrifices en termes de croissance et d'emploi (Friedman, 1953). Même

lorsque les prix et les salaires sont relativement souples, le processus d'ajustement peut être très coûteux car il n'est pas instantané. Si le taux de change est bloqué, le seul moyen de corriger l'appréciation de la monnaie en termes réels est de réduire les salaires nominaux, mais il est impossible de le faire sans réduire en même temps la demande globale et aggraver le chômage.

Un régime de caisse d'émission ne réduit le risque de crise des paiements qu'en aggravant le risque de la crise bancaire, et le coût de la défense d'une parité fixe peut être encore plus élevé que le coût de l'effondrement d'un système de parités ajustables.

De plus, pour les raisons décrites par Keynes il y a plus de 60 ans, cette réduction des salaires nominaux réduit à son tour la demande globale et accentue les pressions déflationnistes si elle se traduit par une baisse des salaires en termes réels. Il sera donc très difficile de rétablir la compétitivité sans une déflation. Les mesures d'austérité budgétaire visant à réduire le déficit extérieur ne peuvent qu'aggraver

encore la crise, si bien qu'on aboutit à une situation absurde d'inversion des causes et des effets, décrite par Robert McKinnon il y a près de 40 ans (McKinnon, 1963 : 720). Il est étonnant que l'argument le plus important avancé en faveur des taux de change flottants, à savoir la viscosité des prix et des salaires nominaux, soit oublié par les partisans du système de caisse d'émission ou de la dollarisation.

En outre, la caisse d'émission ne garantit pas que les taux d'intérêt resteront au même niveau que dans le pays de la monnaie de référence. Si l'économie perd de sa compétitivité et accumule d'importants déficits des paiements, la contraction des réserves entraîne une contraction de la liquidité qui fait monter les taux d'intérêt et déstabilise le système bancaire. Certains auteurs soutiennent même qu'un régime de caisse d'émission ne réduit le risque de crise des paiements qu'en aggravant le risque de la crise bancaire (Chang and Velasco, 1998). De plus, les investisseurs internationaux n'ont pas nécessairement une confiance absolue et peuvent exiger une prime de risque importante, comme on l'a constaté dans la plupart des pays à régime de caisse d'émission ces dernières années. Il peut y avoir des attaques spéculatives contre la monnaie même avec un tel régime, comme avec tout autre régime de taux de change, et le coût de la défense d'une parité fixe peut être encore plus élevé que le coût de l'effondrement d'un système de parités ajustables. Par exemple, en termes d'emploi et de production, l'Argentine et Hong-Kong (Chine) ont perdu autant ou plus que les pays voisins dont le taux de change a brutalement baissé durant les récentes crises. Pour une économie dont le secteur financier est ouvert, les différents régimes se distinguent moins par leur aptitude à protéger l'économie réelle que par la façon dont celle-ci est endommagée

Autrefois, le démantèlement des caisses d'émission se faisait généralement dans le cadre de la décolonisation, et la monnaie de référence antérieure était souvent la livre sterling. Contrairement à leurs homologues contemporains, les anciennes caisses d'émission n'avaient pas été instituées pour rétablir la crédibilité: elles avaient été imposées par la puissance coloniale pour renforcer les relations commerciales avec ses colonies. En principe, la caisse d'émission permet une dévaluation, voire un flottement intégral, puisqu'il existe toujours une monnaie nationale,

contrairement à ce qui se passe avec la dollarisation. Toutefois, aucune des caisses d'émission contemporaines n'a de stratégie de sortie connue et, en fait, la divulgation d'une telle stratégie lui ôterait toute efficacité. C'est pourquoi il est probablement impossible d'abandonner un régime de caisse d'émission sans perturbation majeure, en particulier lorsque son coût économique nécessiterait justement qu'on l'abandonne. Et si le régime donne satisfaction, pourquoi l'abandonner?

C. Arrangements régionaux : le cas de l'Europe

Comme les pays en développement n'ont pas pu trouver de solution unilatérale au problème de la gestion de leur monnaie et de la prévention des crises financières, et que les grandes puissances ne souhaitent pas vraiment réformer l'architecture financière internationale, on s'intéresse de plus en plus aux solutions régionales (Chang, 2000 ; Mistry, 1999 ; Park and Wang, 2000). A cet égard, l'exemple qui retient le plus l'attention est celui de la coopération monétaire et des mécanismes de gestion des taux de change mis en œuvre en Europe après l'abandon du système de Bretton Woods, qui ont débouché sur une union monétaire à la fin des années 90.

Au début des années 70, la première réponse de l'Europe au démantèlement du système de Bretton Woods a été la mise en place du "serpent", conçu pour stabiliser les taux de change intra-européens à l'intérieur de marges de fluctuation relativement étroites, dans un environnement extrêmement instable. Ensuite, les pays membres de la Communauté économique européenne (CEE) ont créé le SME en 1979 et, finalement, introduit l'euro et créé l'Union monétaire européenne (UME) en 1999⁷. Il a donc fallu une trentaine d'années pour passer d'un système de parités ajustables à un système de parités fixes.

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, les pays européens ont pu éviter d'importer

l'inflation des Etats-Unis en laissant leurs monnaies s'apprécier par rapport au dollar, et le fait de laisser le marché fixer le taux de change par rapport au dollar était jugé compatible avec l'objectif de stabilisation de la valeur interne des monnaies européennes. Toutefois, comme l'intégration régionale était assez forte, un libre flottement des monnaies européennes les unes par rapport aux autres menaçait de déstabiliser et de perturber le commerce et l'allocation des ressources entre les pays de la région, en particulier dans le cas des petits pays dont l'économie était très ouverte. Ils ont donc considéré qu'une stabilisation des taux de change intrarégionaux, qui collectivement seraient libres de varier par rapport au dollar, serait une solution appropriée, puisque le commerce de l'ensemble de la région avec le reste du monde était relativement modeste.

L'intégration régionale et la coopération monétaire ont été conçues dans le but de faire de l'Europe une grande zone économique, comme celle des Etats-Unis, peu tributaire du commerce avec le reste du monde.

Chaque pays a pris unilatéralement la décision de s'associer à ce dispositif, c'est-à-dire de se lier les mains en matière monétaire, mais le système qui en est résulté impliquait des engagements multilatéraux à l'échelon régional. Comme le deutsche mark avait été la monnaie européenne la plus stable après la guerre et que l'Allemagne était le poids lourd

Les petits pays européens ont certes sacrifié une partie de leur autonomie monétaire mais leur position sur le marché des changes s'est considérablement renforcée et ils sont devenus moins dépendants des institutions financières internationales.

économique de la région, sa monnaie est naturellement devenue le point de référence de nombreux pays européens après le démantèlement du système de Bretton Woods. Etant donné que les pays participants souhaitaient une plus grande intégration, l'Allemagne n'a pas seulement fourni la monnaie de référence ; elle a aussi aidé les autres pays à assurer la stabilité du mécanisme, par des moyens tels que des interventions sur le marché des changes et la fourniture de financements en dernier recours, même si ce dernier rôle n'a jamais été explicite. Quant aux petits pays, ils ont certes sacrifié une partie de leur autonomie monétaire mais leur position sur le marché des changes s'est considérablement renforcée et ils sont devenus moins dépendants des institutions financières internationales.

Dans le processus qui devait conduire à l'établissement d'une monnaie commune, le régime de parités ajustables présentait une différence essentielle par rapport à la situation des pays émergents ces dernières années, du fait que le pays de référence partageait avec les autres pays l'objectif de convergence monétaire et de stabilité intérieure et extérieure des taux de change. En outre, le système était conçu pour réduire la tentation de spéculer, qui aurait pu résulter des écarts d'inflation et de taux d'intérêt, au moyen de fourchettes de fluctuation autour de la grille de parités. Il établissait des obligations d'intervention symétrique et d'octroi de crédits à court terme illimités entre les banques centrales afin d'éviter que les taux de change bilatéraux ne sortent de la fourchette. En outre, il mettait à la disposition des pays membres divers types de soutien de la balance des paiements pour leur permettre de faire face à des situations susceptibles de perturber le marché des changes tout en empêchant le taux de change de leur monnaie de sortir de la fourchette⁸. De plus, il prévoyait des modalités précises pour l'ajustement des fourchettes de fluctuation, et des modalités particulières de participation au mécanisme de change pour les pays les moins avancés (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne), notamment une compensation budgétaire considérable, qui ont beaucoup aidé à obtenir la convergence monétaire et budgétaire souhaitée et à respecter les critères de stabilité de l'UEM.

Ce dispositif a été complété par un régime communautaire des mouvements de capitaux qui, jusqu'à l'adoption de la directive de 1988, autorisait les gouvernements à restreindre dans une certaine mesure différentes catégories de transactions, tout en prévoyant quelques obligations de libéralisation qui étaient moins contraignantes pour les opérations à court terme susceptibles d'avoir un caractère

spéculatif. La directive de 1988 a supprimé les restrictions visant les mouvements de capitaux entre résidents des pays de la Communauté, tout en préservant le droit de contrôler les mouvements à court terme en période de tension financière⁹. En outre, les pays de la Communauté devaient s'efforcer de libéraliser au même degré les mouvements de capitaux avec des pays tiers. Toutefois, ils conservaient le droit de prendre des mesures pour lutter contre les mouvements de capitaux spéculatifs. Depuis l'adoption de la monnaie unique, ces mesures ne peuvent plus être prises qu'à l'égard des capitaux provenant de pays tiers ou destinés à des pays tiers.

Malgré la création d'institutions visant à faciliter le fonctionnement du mécanisme de change et l'intégration, l'union monétaire ne s'est pas faite sans difficulté et elle a souvent été perturbée par des chocs ou des erreurs politiques. Dans certains cas, les perturbations ont été très similaires aux crises monétaires subies par des pays émergents qui avaient un régime de parités ajustables. Comme dans ces derniers pays, les écarts de taux d'inflation ont parfois provoqué des tensions : l'inflation était assez prononcée en Italie (puis au Royaume-Uni), moyenne en France et plutôt faible en Allemagne et en Autriche. Par conséquent, les pays à forte inflation devaient ajuster leurs taux de change de temps à autre jusqu'à ce que leur taux d'inflation converge avec celui du pays de référence. A plusieurs reprises, les écarts d'inflation se sont accentués sous l'effet de chocs internes ou externes qui ont mis à l'épreuve la résistance du système et l'attachement des pays participants à la stabilité intérieure et extérieure. Le premier de ces chocs, survenu peu après l'effondrement du système de Bretton Woods, a été la

hausse du prix du pétrole. Au Royaume-Uni et en Italie, le coût unitaire du travail a augmenté beaucoup plus vite et l'inflation a persisté plus longtemps qu'en France, en Autriche et en Allemagne (graphique 5.1). Il a donc fallu ajuster les taux de change.

Toutefois, cet ajustement ne s'est pas toujours fait en douceur. Les événements qui ont débouché sur la crise du SME en 1992-1993 sont instructifs et montrent comment

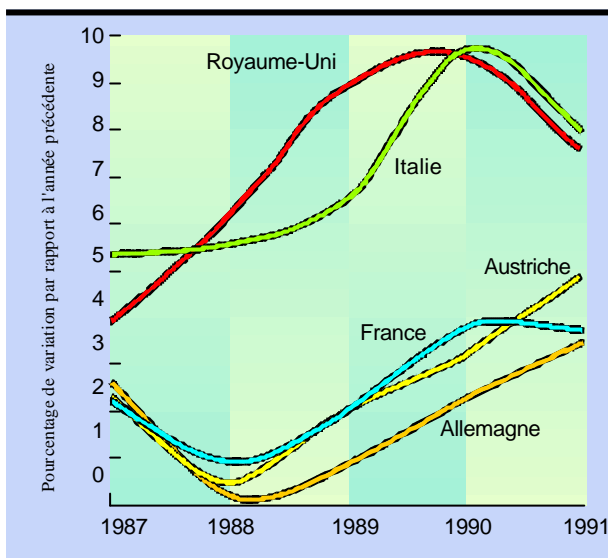
des dispositifs monétaires régionaux, même appuyés par des institutions solides, peuvent s'effondrer lorsque les taux de change sont incompatibles avec l'inflation et le niveau des taux d'intérêt. La crise a eu son origine en 1987, lorsqu'en réponse au crash boursier mondial, les banques centrales des États-Unis et d'Europe ont considérablement abaissé leurs taux d'intérêt. Cela a entraîné une forte stimulation, avec un certain décalage, si bien qu'en Europe le taux

Le régime de parités ajustables a été complété par un régime communautaire des mouvements de capitaux qui, jusqu'à l'adoption de la directive de 1988, autorisait les gouvernements à restreindre dans une certaine mesure différentes catégories de transactions.

Graphique 5.1

COÛT UNITAIRE DU TRAVAIL DANS DIFFÉRENTS PAYS EUROPÉENS APRÈS UNE CONTRACTION DE L'OFFRE, 1972-1976

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

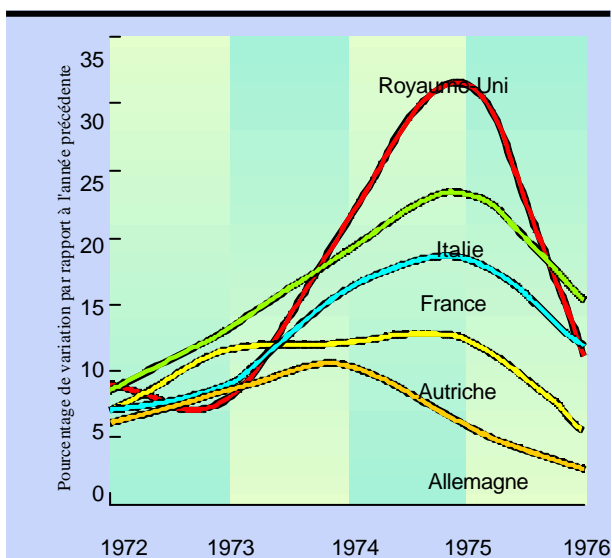


Source : Base de données Ameco, Commission européenne, 2000.

Graphique 5.2

COÛT UNITAIRE DU TRAVAIL APRÈS UNE VARIATION POSITIVE DE LA DEMANDE, 1987-1991

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)



Source : Voir graphique 5.1.

de croissance a atteint ou dépassé 4%, le Royaume-Uni prenant la tête à la fin des années 80 et l'Allemagne au début des années 90 (dans le cas de l'Allemagne, cela a aussi été dû aux effets de la réunification). Toutefois, cette accélération de la croissance s'est accompagnée d'une plus grande divergence des taux d'inflation ; le coût unitaire de la main-d'œuvre a considérablement augmenté en Italie et au Royaume-Uni alors qu'il restait plus stable en Allemagne et en France (graphique 5.2). Malgré cela, le taux de change nominal de la lire par rapport au deutsche mark est resté à peu près inchangé entre 1987 et 1992, ce qui impliquait une appréciation de 23% en termes réels. Dans le cas du Royaume-Uni, qui s'était associé au mécanisme de taux de change en 1990 avec une monnaie déjà surévaluée, l'appréciation a été encore plus prononcée. Dans ces deux pays, la perte de compétitivité s'est traduite par une brutale détérioration du solde des opérations courantes. Jusqu'à la crise, les déficits courants de ces pays ont été financés par un afflux de capitaux extérieurs, provenant notamment d'Allemagne, attirés par des écarts de taux d'intérêt considérables. On peut donc dire que la crise du SME, qui a forcé l'Italie et le Royaume-Uni à abandonner le mécanisme de change et à dévaluer leurs monnaies en septembre 1992, était à bien des égards similaire à celle des pays émergents. Pour ces deux pays, l'ajustement des taux nominaux était certainement préférable à une défense des parités qui aurait exigé une déflation pour rétablir leur compétitivité. En revanche, comme nous l'avons vu dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1993* (deuxième partie, chap. I, sect. B), dans le cas de l'attaque spéculative contre le franc français, on ne peut pas dire que c'est le marché qui a fini par imposer sa discipline, car en fait, fondamentalement, l'économie française était aussi solide que l'économie allemande.

Le cas de l'Europe montre que, à l'instar des régimes de parités fixes ou ajustables adoptés unilatéralement, les arrangements monétaires régionaux, même s'ils sont appuyés par des institutions appropriées, peuvent échouer si les autorités ne prennent pas les mesures nécessaires pour que les taux de change soient conformes à la situation réelle de l'économie de chaque membre. De plus, s'il est vrai que dans les arrangements régionaux l'hégémonie du pays de référence est contre-balançée par des obligations qui n'existent pas dans les autres situations, cela n'empêche pas que la politique appliquée par le pays de référence puisse être trop restrictive pour les autres membres. En fait, le resserrement excessif de la politique monétaire de l'Allemagne semble avoir contribué aux attaques spéculatives qui ont visé le franc français durant la crise du SME.

Avec l'instauration d'une monnaie unique, les petits pays membres du système devraient avoir un peu plus d'influence sur la politique monétaire commune. De plus, l'intégration commerciale peut être un facteur de stabilité et de convergence, puisque les pays dont l'économie est en expansion peuvent absorber la production de ceux qui subissent une récession. Les chocs asymétriques et les différences structurelles peuvent toujours entraîner des divergences importantes entre les résultats économiques

des pays selon leur niveau de développement, mais il n'est plus inévitable que ces divergences causent un sérieux dilemme si les pays sont prêts à employer les différents instruments qui restent à leur disposition. Toutefois, dans certaines circonstances, les contraintes imposées en matière de politique budgétaire par le Pacte pour la stabilité et la croissance pourraient faire obstacle à la réduction des écarts économiques intrarégionaux.

D. Le choix des pays en développement : dollarisation ou régionalisation ?

Malgré les revers de 1992 et 1993 et les défauts de conception des politiques et des mécanismes institutionnels qui ont limité la marge de manœuvre des autorités, la coopération monétaire en Europe a réussi à stabiliser les taux de change intrarégionaux, à éviter la contagion financière et résister aux fluctuations par rapport au dollar et au yen. Dans quelle mesure les pays en développement peuvent-ils s'inspirer de cet exemple pour se défendre collectivement contre l'instabilité systémique ? Ces pays peuvent-ils établir des arrangements régionaux sans la participation des trois grands et s'engager dans un processus similaire à celui de l'Europe, passant d'un système de marges de fluctuation garanties au niveau régional à une union monétaire ? Pourraient-ils même passer directement à l'union monétaire en adoptant une monnaie régionale ?

La crise asiatique a suscité beaucoup d'intérêt pour les arrangements monétaires et la coopération à l'échelon régional dans les pays en développement. Ainsi, à l'occasion des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale de 1997, peu après la crise, il a été proposé de créer un Fonds monétaire asiatique. En mai 2000, les pays membres de l'Association des nations d'Asie du Sud-Est (ANASE), la Chine, le Japon et la République de Corée ont lancé une initiative prévoyant des swaps et des accords de rachat (encadré 5.1). Plus récemment, le document franco-japonais mentionné à la section A ci-dessus (Ministry of finance, Japan, 2001 : 5-6) préconisait un renforcement de la coopération régionale en Asie de l'Est, s'inspirant du cas de l'Europe :

Le renforcement de la coopération régionale est un moyen de garantir à la fois stabilité et flexibilité... Le processus de création de l'Union monétaire européenne donne un bon exemple de la façon dont on peut réaliser cette intégration... A cet égard, on a pris le 6 mai 2000 à Chiang Mai une initiative importante pour créer un arrangement financier régional visant à compléter les mécanismes internationaux existants... Il convient d'intégrer la coopération régionale dans le système monétaire et financier global.

L'idée de créer des monnaies régionales, par opposition à la dollarisation, a aussi suscité de l'intérêt en Amérique latine. Le Président de la Banque interaméricaine de développement a récemment déclaré que :

La question (de la dollarisation) est très controversée ; elle a ses partisans et ses détracteurs, mais quoi qu'il en soit, nous pensons que dans la plupart des pays la situation n'y est pas propice... En revanche, les principales conditions requises pour qu'on puisse envisager la création de monnaies régionales sont réunies. (Reproduit dans *SUNS*, 11 janvier 2000)

La création de monnaies régionales pour des groupes de pays en développement pourrait apporter des avantages considérables, similaires à ceux qu'on attend de la création de l'euro. Elle peut réduire les coûts de transaction dans la région en éliminant notamment les commissions de change sur les transactions liées au commerce et à l'investissement intrarégionaux. On estime que cela devrait faire augmenter le PIB de la zone euro d'environ 0,5%. De plus, l'adoption de l'euro devrait stimuler le

COOPÉRATION MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE RÉGIONALE ENTRE PAYS EN DÉVELOPPEMENT

Il existe aujourd'hui peu d'arrangements de coopération financière et monétaire régionale entre pays en développement, à l'exception de ceux d'Asie de l'Est qui sont décrits à l'encadré 5.2. Ceux qui existent prennent diverses formes : mise en commun des réserves de change comme dans le cas du Fonds de réserve des pays andins et du Fonds monétaire arabe, rattachement à une monnaie de référence (zone monétaire du rand) et création d'une monnaie régionale (Union monétaire des Caraïbes orientales). La Communauté financière africaine (CFA) a aussi une monnaie commune, mais présente ceci d'unique qu'elle comporte un accord de coopération en matière de politique monétaire et de politique de taux de change entre ses membres et un grand pays européen.

Le *Fonds de réserve des pays andins* a été créé en 1976 par les membres de la Communauté des pays andins (Bolivie, Colombie, Equateur, Pérou et Venezuela), avec un capital souscrit de 2 milliards de dollars. Il fournit une aide financière à ses membres sous forme de prêts ou de garanties, à des fins de soutien de la balance des paiements, de prêts à court terme (liquidités), de prêts d'urgence, de prêts à l'appui de la restructuration de la dette extérieure publique et de crédits à l'exportation. Ses conditions sont moins rigoureuses que celles du FMI. En outre, il a pour objectif de contribuer à l'harmonisation des politiques de taux de change et des politiques monétaires et financières des pays membres. Il est donc censé promouvoir la stabilité financière et économique de la région et le processus d'intégration de l'Amérique latine¹.

Le *Fonds monétaire arabe* a été créé en 1976, avec une structure similaire à celle du FMI, et il regroupe tous les membres de la Ligue des Etats arabes (sauf les Comores). Son capital souscrit est de 326 500 dinars comptables, ce qui représente environ 1,3 milliard de dollars. Il a pour objectif de promouvoir la stabilité des taux de change entre les monnaies des pays arabes et d'assurer leur convertibilité mutuelle, et il fournit un appui financier aux membres qui ont des difficultés de balance des paiements. Il est aussi censé contribuer à la coopération des membres en matière de politique monétaire et à la coordination de leurs politiques face aux problèmes financiers et économiques internationaux. Son but ultime est de promouvoir la création d'une monnaie commune.

Dans la *Zone monétaire du rand*, le Lesotho et le Swaziland, dont l'économie est très liée à celle de l'Afrique du Sud, ont fixé la valeur de leur monnaie par rapport au rand sud-africain, sans coordination officielle des politiques monétaires.

L'*Union monétaire des Caraïbes orientales* est un système monétaire fondé sur une monnaie commune des membres de l'Organisation des Etats des Caraïbes orientales, qui réunit des petits pays en développement insulaires². Le dollar des Caraïbes orientales a une parité fixe par rapport au dollar des Etats-Unis, mais contrairement à ce que fait la France avec le franc CFA (voir plus loin), les Etats-Unis ne jouent pas de rôle actif dans la gestion de la parité.

La création de la *Communauté financière africaine* remonte à 1948, mais les accords qui régissent actuellement le fonctionnement de la zone CFA ont été signés en 1973. Il y a deux groupes régionaux, possédant chacun sa propre banque centrale : l'Union économique et monétaire ouest-africaine et l'Union économique et monétaire de l'Afrique centrale³. Les 14 pays concernés ont une monnaie commune, le franc CFA, qui n'est pas traité sur le marché des changes, mais peut être converti en francs français à parité fixe. Les mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone CFA sont libres, de même qu'entre les pays de la CFA et la France, et les réserves des membres sont mises en commun. Le Trésor français garantit la convertibilité du franc CFA en francs français à parité fixe et joue le rôle de prêteur en dernier recours. En contre-partie, il y a un mécanisme qui limite l'indépendance des deux banques centrales régionales et le Trésor français peut influencer sur la politique monétaire de la zone et sur la détermination du taux de change par rapport au franc français.

Les deux banques centrales régionales ont un compte auprès du Trésor français, sur lequel elles doivent déposer 65% de leurs réserves de change, mais bénéficient d'une possibilité de découvert (au

taux d'intérêt du marché) en principe illimitée. Elles doivent respecter deux règles conçues pour limiter l'offre de francs CFA : i) leurs engagements à vue doivent être couverts par une contre-partie en devises d'au moins 20% et ii) elles ne peuvent pas prêter aux Etats membres plus de 20% de leurs recettes publiques de l'année précédente. La France siège au Conseil d'administration des deux banques centrales⁴. Apparemment, ce dispositif a aidé les pays membres de la CFA à avoir un taux d'inflation nettement inférieur à la moyenne de l'Afrique et, entre 1975 et 1985, leur revenu par habitant a aussi augmenté plus vite que la moyenne. Toutefois, en raison de chocs extérieurs et d'une détérioration de la situation macroéconomique (Hadjimichael and Galy, 1997), il a été mis à rude épreuve à partir de 1985. Les pays membres de la CFA ont subi une forte détérioration de leurs termes de l'échange car les cours mondiaux de certains de leurs principaux produits d'exportation (cacao, café, coton et pétrole) ont chuté et le franc français s'est notablement apprécié par rapport au dollar après l'Accord du Plaza de 1985. En conséquence, le taux de change effectif nominal du franc CFA a augmenté de près de 7% par an entre 1986 et 1993. Les exportations de la zone ont perdu leur compétitivité sur le marché mondial car il s'est révélé impossible de contenir les prix intérieurs ; le déficit courant et le déficit budgétaire de la zone ont augmenté de 6,5% du PIB, et plusieurs pays ont largement dépassé la limite de 20% fixée pour la monétisation de la dette publique.

En 1994, on a décidé de modifier la parité du franc CFA qui est passée de 50 à 100 francs CFA pour 1 franc français (voir aussi *Rapport sur le commerce et le développement 1995*, chap. I, encadré 1 ; Clément, 1996). C'était la première dévaluation du franc CFA depuis 1948, et il n'y en a pas eu d'autre depuis, mais elle a montré la vulnérabilité du dispositif, due notamment à l'absence d'un mécanisme qui permettrait un ajustement progressif des taux nominaux en fonction de l'évolution de la situation macroéconomique et de la balance des paiements. La probabilité de divergence entre la situation macroéconomique de pays en développement tributaires de l'exportation de produits primaires et celle du pays développé dont la monnaie sert de référence est assez grande étant donné que leur réaction à des chocs extérieurs est très différente.

La stabilité et le niveau du taux de change du franc CFA par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux et des concurrents des pays de la zone ont une influence considérable sur leur situation économique globale. Premièrement, le commerce extérieur représente une très grande proportion du PIB dans ces pays. Deuxièmement, le commerce intra-CFA ne représente en moyenne que 8% du commerce total des membres⁵. Troisièmement, en raison de différences structurelles, les pays de la CFA et ceux de l'UE ne constituent pas une zone monétaire optimale. Bien que le commerce avec l'UE représente la moitié du commerce total des pays CFA, la structure de leurs importations et de leurs exportations est très différente et les pays CFA sont en concurrence avec des pays tiers pour leurs exportations de produits primaires tant sur le marché de l'UE que dans le reste du monde. Par conséquent, une politique consistant à bloquer le taux de change par rapport au franc français (puis par rapport à l'euro) tout en le laissant varier librement par rapport aux autres monnaies, même si elle apporte une certaine discipline monétaire et une certaine protection contre les attaques spéculatives, crée des problèmes de compétitivité.

¹ Pour plus de précisions, voir FLAR (2000).

² Les Etats membres sont Antigua et Barbuda, la Dominique, Grenade, Montserrat, Saint-Kitts-et-Nevis, Sainte-Lucie, Saint-Vincent et les Grenadines. Les Iles Vierges britanniques et Anguilla sont membres associés.

³ L'Union économique et monétaire ouest-africaine regroupe le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale regroupe le Cameroun, la République centrafricaine, le Tchad, le Congo, la Guinée équatoriale et le Gabon. Ces deux groupes ont des monnaies distinctes, mais comme celles-ci ont la même parité par rapport au franc français, elles sont régies dans le même cadre. En outre, comme les mouvements de capitaux entre les deux zones sont libres, on peut considérer que la zone du franc CFA est une zone monétaire unique. Les Comores ont un dispositif similaire mais conservent leur propre banque centrale.

⁴ Pour un exposé détaillé des aspects institutionnels de la CFA, voir Banque de France (1997).

⁵ La part du commerce intra-CFA va de 1,5% du commerce total au Congo à 23,2% au Mali. En revanche, les liens avec l'Europe sont très étroits : 50% des exportations et 66% des importations dans le cas de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale et 49,3 et 46,3% respectivement dans le cas de l'Union économique et monétaire ouest-africaine.

commerce intrarégional, principalement en induisant un détournement du commerce avec le reste du monde (*Rapport sur le commerce et le développement 1999*, première partie, chap. III). Enfin, une banque centrale supranationale peut limiter l'influence de politiques nationales populistes sur la conduite des affaires monétaires, tout en restant comptable devant les pays membres. Contrairement à la dollarisation, une telle solution évite aux pays concernés de perdre l'avantage du seigneurage (Sachs and Larrain, 1999 : 89).

La mise en place d'arrangements régionaux, et notamment la création de monnaies régionales, réunissant des pays en développement aurait aussi pour avantage de réduire le risque de décalage conjoncturel

et de chocs asymétriques dans la mesure où les institutions et les structures économiques des pays concernés sont similaires. En d'autres termes, il est probable qu'un groupe ne comptant que des pays en développement sera plus proche d'une zone monétaire optimale que si des pays développés en font partie.

Toutefois, si l'on veut appliquer l'exemple de l'Europe aux pays en développement, il faut tenir compte des différences. La situation de l'Europe a montré que les petites économies très ouvertes ayant des liens commerciaux étroits à l'échelon régional peuvent créer et préserver un système de taux de change stables par rapport à une monnaie de réserve tant qu'il y a des lignes directrices claires en ce qui concerne le maintien et l'ajustement des fourchettes de fluctuation, la répartition des responsabilités et le rôle des institutions et des politiques d'accompagnement. Ces mécanismes peuvent fonctionner assez longtemps sans grandes perturbations et ils aident à approfondir l'intégration (encadré 5.2). Toutefois, dans le cas de pays plus grands et de poids économique similaire, la mise en place et la préservation d'un tel système pourraient poser des problèmes considérables, en particulier si le groupe ne contient pas de pays dont la monnaie est une monnaie de réserve.

C'est pourquoi, à moins de s'organiser autour d'un pays dont la monnaie est une monnaie de réserve, des pays en développement de taille comparable pourraient avoir du mal à former un groupe capable de créer et de défendre une grille de taux de change similaire au mécanisme de change européen et à faire en sorte que les politiques monétaires et financières appliquées par chacun des pays soient compatibles entre elles et avec la stabilité des taux de change. De plus, si aucun des grands pays dont la monnaie est une monnaie de réserve n'est associé au système, il pourrait être difficile de mettre

en place des mécanismes efficaces pour se défendre contre les attaques spéculatives visant les différentes monnaies du groupe. Dans ces conditions, le passage direct à l'union monétaire, avec l'adoption d'une monnaie régionale, pourrait paraître préférable, mais il poserait les mêmes problèmes concrets que la mise en place d'un mécanisme de taux de change. Pour que les pays en développement réussissent à former des groupes monétaires régionaux capables d'accroître la stabilité des taux de change et la stabilité financière, il est indispensable de tenir compte de ces difficultés et de mettre en place des mécanismes appropriés pour les surmonter.

L'absence d'une monnaie de réserve dans un arrangement régional pose aussi un problème de crédibilité. Il peut être

particulièrement difficile à des pays ayant un long passé de désordre monétaire et d'inflation de former une union monétaire crédible sans y associer un grand pays dont la monnaie est une monnaie de réserve et qui a une solide réputation de discipline et de stabilité monétaire. A cet égard, il est évident que l'Amérique latine est en moins bonne posture que l'Asie de l'Est.

De façon plus fondamentale, pour les pays en développement, la gestion du taux de change par rapport aux trois grandes monnaies de réserve est une tâche extrêmement ardue, qu'elle se fasse dans le cadre d'une union monétaire ou d'un mécanisme type SME. Ils ne peuvent pas laisser leurs monnaies flotter librement par rapport aux autres monnaies du monde, même si l'intégration régionale est très poussée. Par exemple, en Asie de l'Est, le commerce intrarégional (ANASE, nouveaux pays industriels et Chine) est important et ne cesse de croître, mais il ne représente encore que moins de la moitié du commerce total (*Rapport sur le commerce et le développement 1996*, deuxième partie, chap. I, sect. E), contre deux tiers dans l'UE. Rapporté au PIB, le commerce des pays en développement d'Asie de l'Est avec le reste du monde est deux fois plus important que celui des Etats-Unis, de l'UE ou du Japon. Par conséquent, le taux de change de leurs monnaies par rapport à celles des trois grands peut avoir une influence considérable sur leur situation économique. En outre, les arrangements régionaux ne les protégeraient pas contre les chocs financiers, puisqu'ils ont presque tous une lourde dette extérieure libellée dans une monnaie de réserve.

En raison de ces différents facteurs, il n'est pas souhaitable que les pays en développement laissent leurs monnaies flotter par rapport à celles des trois grands et il faut donc se demander quel régime de taux de change ils doivent adopter au niveau régional. L'une des options consiste à établir une parité

*Les pays en développement
peuvent-ils établir des
arrangements régionaux sans la
participation des trois grands et
s'engager dans un processus
similaire à celui de l'Europe ?*

Encadré 5.2**L'INITIATIVE DE CHIANG MAI**

Avant même la crise financière de 1997, l'Asie de l'Est manifestait un intérêt croissant pour la coordination des politiques et la coopération monétaire à l'échelon régional. Divers accords d'échange et de rachat avaient été adoptés et ces initiatives se sont multipliées durant la crise mexicaine au milieu des années 90. Toutefois, elles n'ont pas préparé la région à faire face aux crises monétaires de 1997 et 1998.

Dans une déclaration conjointe sur la coopération en Asie de l'Est, publiée au Sommet « ANASE plus 3 » (c'est-à-dire les 10 membres de l'ANASE plus la Chine, le Japon et la République de Corée) en novembre 1999, il a été convenu de renforcer la concertation, la coordination et la collaboration pour les questions financières, monétaires et budgétaires d'intérêt commun (Ministry of Finance, Japan, 2000a : 8). En mai 2000, les Ministres des finances de la région ont lancé l'initiative dite de Chiang Mai, visant à établir des réseaux de coopération financière à plusieurs niveaux pour accompagner l'interdépendance économique croissante des pays d'Asie et pour essayer d'éviter que des chocs financiers se propagent à l'ensemble de la région¹. Cette initiative prévoit d'employer le cadre constitué par l'ANASE et les trois autres pays pour améliorer l'échange d'informations sur les flux de capitaux et de créer un observatoire économique et financier régional. Le cœur de l'initiative est un mécanisme financier qui renforcerait le soutien intrarégional pour lutter contre les attaques spéculatives. Ce mécanisme, qui s'appuie sur l'ancien Arrangement de crédit réciproque de l'ANASE (ASA), est censé compléter les autres mécanismes existants de coopération financière internationale. Il devrait aussi contribuer à la stabilité des taux de change dans la région.

L'ancien ASA, qui remonte à 1977, réunissait cinq pays seulement (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande). Les fonds engagés étaient de 200 millions de dollars, ce qui est négligeable comparé aux 17 milliards de dollars de réserve de change que les cinq pays concernés ont perdus entre juin et août 1997.

Le nouveau dispositif prévu par l'Initiative de Chiang Mai englobe le Brunéi-Darussalam et prévoit une intégration progressive des quatre autres pays de l'ANASE (Cambodge, République démocratique populaire lao, Myanmar et Vietnam). Son élément le plus important est qu'il comporte des accords bilatéraux de crédit réciproque et de rachat entre les pays de l'ANASE et la Chine, le Japon et la République de Corée. Le montant disponible serait de 1 milliard de dollars. Toutefois, il est probable que les engagements des trois pays non membres de l'ANASE en matière de crédits réciproques bilatéraux dépasseront sensiblement ce montant ; ils seront déterminés par le niveau de leurs réserves de change et les montants des accords antérieurs conclus entre le Japon et la République de Corée (5 milliards de dollars) d'une part et entre le Japon et la Malaisie (2,5 milliards de dollars) d'autre part. Les conditions de tirage et plusieurs aspects techniques doivent encore être réglés au moyen de négociations entre les pays concernés, mais il semble que le recours aux arrangements bilatéraux sera en principe subordonné à un appui du FMI (Ministry of Finance, Japan, 2000b).

¹ Pour plus de renseignements sur cette initiative, voir Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of Thailand (2000) ; Ministry of Finance, Japan (2000a et 2000b) ; "Asia finance: Central banks swap notes", *The Economist*, 16 mai 2000.

ajustable par rapport à un panier composé des trois grandes monnaies de réserve, avec une fourchette de fluctuation¹⁰. Le document franco-japonais précité suggère qu'un tel régime intermédiaire pourrait ouvrir la voie à une union monétaire :

Une solution envisageable pour de nombreux pays émergents consisterait à adopter un régime de taux de change à parités ajustables, avec une fourchette de fluctuation implicite ou explicite autour d'un taux central déterminé par rapport à un panier de devises... Un tel régime peut être accompagné, pendant un certain temps et dans certaines circonstances, par des mesures visant à empêcher un afflux excessif de capitaux. (Ministry of finance, Japan, 2001 : 3-4)

Les auteurs de ce document soutiennent qu'un groupe de pays ayant des liens financiers et commerciaux étroits devrait adopter un mécanisme qui fasse automatiquement varier les taux de change de la région dans le même sens et dans des proportions similaires. Cela impliquerait une grille de parités fixe pour les monnaies des membres, comme dans le SME. Toutefois, comme l'a montré l'expérience de l'Europe, il restera nécessaire d'ajuster de temps à autre les parités, par exemple en raison d'écarts d'inflation. Un tel régime, appliqué collectivement, devra peut-être être complété par un système collectif de contrôle des mouvements de capitaux. Pour les raisons déjà exposées, le contrôle des mouvements de capitaux (dans les deux sens) peut être plus facile lorsque les pays agissent collectivement. Dans un tel dispositif, les mouvements de capitaux intrarégionaux pourraient être libres, comme dans l'UEM, tandis que les mouvements de capitaux provenant de pays non membres ou à destination de pays non membres seraient contrôlés, comme dans les premiers temps du SME, de façon à limiter les mouvements à court terme susceptibles de déstabiliser le système.

Tout dispositif monétaire régional doit être complété par des mécanismes de soutien de la monnaie régionale ou des monnaies des pays membres pour éviter que les taux de change sortent des fourchettes de fluctuation et pour décourager les attaques spéculatives. Depuis la crise de l'Asie de l'Est, on a avancé plusieurs propositions concernant la création de mécanismes régionaux d'intervention sur les marchés des changes et de fourniture de liquidités internationales aux pays victimes d'une

fuite des capitaux. La proposition, faite en 1997, de créer un mécanisme asiatique disposant de 100 milliards de dollars a été rapidement combattue par le Trésor des Etats-Unis et le FMI, qui craignaient que cela ne réduise le rôle et le pouvoir de ce dernier et ne rende encore plus difficile l'obtention de l'approbation par le Congrès de la contribution des Etats-Unis à la dernière augmentation des quotes-parts du FMI (Mistry, 1999 : 108)¹¹. Une autre proposition consisterait à mettre en commun les réserves nationales pour défendre les monnaies contre les attaques spéculatives et fournir des liquidités internationales, sans imposer aux pays visés les conditions rigoureuses généralement imposées par les institutions internationales de finan-

cement. Par exemple, à la veille de la crise thaïlandaise de 1997, les réserves nettes de tous les pays d'Asie de l'Est, y compris le Japon, dépassaient 500 milliards de dollars et en 2000 elles atteignaient environ 800 milliards de dollars (Park et Wang, 2000). La mise en commun des réserves pourrait être complétée par des accords régionaux d'emprunt entre les banques centrales de la région, inspirés des accords généraux d'emprunt (AGE) du FMI, comme l'a récemment proposé Singapour.

Des arrangements tels que la mise en commun des réserves nationales ou des mécanismes d'échange entre banques centrales peuvent certainement beaucoup contribuer à stabiliser les taux de change, même lorsqu'ils n'associent que des pays en développement. Toutefois, il est probable qu'ils seront plus efficaces pour limiter la volatilité à court terme et répondre à des attaques spéculatives isolées que pour éviter les crises systémiques. Vu le comportement grégaire des investisseurs

et des spéculateurs, et la rapidité et l'ampleur de la contagion, il pourrait être impossible de préserver un dispositif de ce type en temps de crise uniquement en puisant dans les réserves nationales des membres s'il n'y a pas de possibilité de faire appel à un prêteur en dernier recours à l'échelon régional. De plus, il serait très coûteux de conserver des réserves internationales considérables à cet effet pour se prémunir contre les paniques financières. Comme nous le verrons au prochain chapitre, il serait peut-être plus judicieux de recourir à des moratoires unilatéraux et à des mesures de contrôle des changes et des mouvements de capitaux en cas d'attaques spéculatives.

Pour les pays en développement, la gestion du taux de change par rapport aux trois grandes monnaies de réserve est une tâche extrêmement ardue, qu'elle se fasse dans le cadre d'une union monétaire ou d'un mécanisme type SME.

Tout dispositif monétaire régional doit être complété par des mécanismes de soutien de la monnaie régionale pour éviter que les taux de change sortent des fourchettes de fluctuation et pour décourager les attaques spéculatives.

Dans un monde caractérisé par une instabilité financière systémique globale, tout arrangement régional conçu pour stabiliser les taux de change et éviter les crises, et mieux les gérer si elles se produisent quand-même, doit être complété par d'autres mécanismes visant à renforcer la surveillance régionale, à améliorer l'information et à donner une alerte rapide. Des réformes nationales resteraient nécessaires dans bon nombre des domaines examinés au chapitre précédent pour donner à la coopération régionale des bases solides. De même que des mesures internes, si elles ne sont pas complétées par des arrangements mondiaux, ne suffiront jamais à assurer une plus grande stabilité financière, des arrangements régionaux risquent de ne pas réussir si les pays concernés n'appliquent pas des politiques judicieuses et n'ont pas des institutions nationales solides.

Comme l'a montré le cas de l'Europe, la mise en place d'une union monétaire peut être un processus long et ardu, qui exige une volonté politique forte et une "culture de l'intégration régionale". Dans ces conditions, les initiatives et propositions récentes, si modestes soient-elles, sont les bienvenues.

Comme l'a montré le cas de l'Europe, la mise en place d'une union monétaire peut être un processus long et ardu, qui exige une volonté politique forte et une "culture de l'intégration régionale". Des arrangements régionaux liant plusieurs monnaies nationales dans une grille de taux de change peuvent rencontrer de sérieuses difficultés même lorsque les institutions nécessaires existent. Il ne sera pas facile aux pays en développement de reproduire le modèle européen, avec ou sans l'aide des trois grands. Toutefois, la menace de crises financières virulentes et l'absence de progrès réels dans la réforme de l'architecture financière internationale ont créé un sentiment d'urgence

dans les pays émergents, notamment en Asie de l'Est, qui jugent nécessaire de se doter de mécanismes de défense collectifs à l'échelon régional. Dans ces conditions, les initiatives et propositions récentes, si modestes soient-elles, sont les bienvenues.

Notes

1. Par exemple, dans son rapport, la Commission consultative sur les établissements financiers internationaux créée par les Etats-Unis (ce rapport est généralement appelé « *Rapport Meltzer* »), recommande que les pays évitent les parités ajustables. Le FMI, dans le cadre de ses consultations sur les politiques à mener, devrait recommander soit une parité absolument fixe (caisse d'émission ou dollarisation), soit un régime de flottement intégral (IFIC, 2000 : 8). Un ancien Secrétaire au Trésor des Etats-Unis a exprimé une opinion similaire : « Dans le cas des pays ayant accès au marché international des capitaux, il faut de plus en plus éviter les régimes intermédiaires de parités ajustables au profit de deux options extrêmes, le flottement intégral ou une parité fixe, éventuellement appuyée par l'engagement de renoncer à avoir une politique monétaire indépendante » (Summers, 2000 : 8).
2. Pour une description de ce processus avant l'expansion récente des flux de capitaux vers les pays émergents, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1991* (deuxième partie, chap. III, sect. F) ; *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (première partie, chap. III, sect. B) ; et *Rapport sur le commerce et le développement 1999* (deuxième partie, chap. VI).
3. Par exemple, le programme convenu en 1998 par le Brésil avec le FMI prévoyait un abandon de la parité fixe au moyen d'une série de dévaluations progressives en 1999, ainsi qu'un financement d'urgence, mais cela n'a pas empêché la crise.
4. Cette impossibilité pour un pays d'emprunter dans sa propre monnaie a été qualifiée de « péché originel » (Hausmann, 1999 ; Eichengreen and Hausmann, 1999). Son corollaire est que, par définition, l'exposition extérieure globale du pays ne peut pas être couverte contre les variations de change. Supposer qu'il soit possible de la couvrir revient à considérer que ce pays pourrait emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie mais décide de ne pas le faire, alors qu'en fait il n'y a tout simplement pas de marché qui le lui permettrait (Eichengreen and Hausmann, 1999 : 25).
5. Pour une analyse de la situation des années 80 à cet égard, voir Secrétariat de la CNUCED (1987) ;

- Akyüz and Dell (1987) ; et *Rapport sur le commerce et le développement 1990* (deuxième partie, chap.I). Pour une analyse des situations plus récentes, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1993* (deuxième partie, chap. I), *Rapport sur le commerce et le développement 1994* (deuxième partie, chap. II), *Rapport sur le commerce et le développement 1995* (deuxième partie, chap. I), *Rapport sur le commerce et le développement 1996* (deuxième partie, chap. I) et *Rapport sur le commerce et le développement 1999* (chap. III).
6. Pour une analyse des coûts et avantages de la parité fixe et du flottement, voir Hausmann (1999) et Sachs and Larrain (1999).
 7. La première grande initiative politique en faveur d'une union monétaire européenne a été prise en 1969 avec l'adoption du Rapport Werner, qui proposait plusieurs étapes : premièrement, une réduction des marges de fluctuation entre les monnaies des Etats membres de la Communauté ; deuxièmement, la libération complète des mouvements de capitaux et l'intégration des marchés financiers ; troisièmement, une fixation irrévocable des taux de change entre les différentes monnaies. En 1971, tentant pour la première fois de créer une zone de stabilité monétaire, la CEE a cherché à limiter la marge de fluctuation entre les monnaies européennes, mais en gardant une certaine souplesse (le serpent). Le serpent n'a pas survécu longtemps à l'effondrement du système de Bretton Woods mais a été ressuscité en 1972 sous l'appellation de « serpent dans un tunnel », système qui réduisait les marges de fluctuation entre les monnaies de la Communauté (serpent), à l'intérieur de marges plus larges de fluctuation entre ces monnaies et le dollar (tunnel). Durant la crise monétaire qui a accompagné la crise pétrolière de 1973, ce mécanisme a montré ses limites et différents pays l'ont quitté, jusqu'à la création du SME en 1979. Le Royaume-Uni était membre du SME mais n'a participé au mécanisme de change qu'à partir de 1990. Pour une histoire de l'intégration monétaire européenne et une description du fonctionnement du SME, voir Bofinger and Flassbeck (2000).
 8. Pour une analyse utile des mécanismes de soutien des paiements externes dans la CEE, voir Edwards (1985 : 326-346). Dans le cadre de la création de l'Union économique et monétaire, le Fonds européen de coopération monétaire, organisme qui administrait les facilités à court terme au titre du soutien financier mutuel, a été liquidé et ses fonctions ont été reprises par l'Institut monétaire européen (IME).
 9. En outre, elle obligeait les pays à prendre les mesures nécessaires pour assurer le bon fonctionnement du système fiscal, du contrôle prudentiel, etc. Pour plus de précisions, voir Akyüz and Cornford (1995).
 10. Ce régime est désigné en anglais par le sigle BBC (basket, band and crawl) (Williamson, 2000).
 11. On trouve aussi dans ce document une analyse détaillée d'autres propositions de dispositifs régionaux.