

**UNIVERSITÉ D'ORAN**  
**Faculté des sciences économiques, des sciences de gestion**  
**et des sciences commerciales**

**Mémoire de Magister ès Sciences économiques**  
**Option : Économie internationale**

**RÉGIMES ET CRISES DE CHANGE : EXAMEN DE LA**  
**VULNÉRABILITÉ DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES**  
**À LA CONTAGION INTERNATIONALE**

**Préparé par:**

M. Mohammed Zine Elabidine  
ABDELOUAHAB

**Sous la direction de:**

M. Abdelkader DERBAL  
Professeur – Université d'Oran

**Soutenu publiquement devant le jury composé de:**

M. Abdelhamid FEKIH, Maître de conférences à l'Université d'Oran (Président)  
M. Abdelkader DERBAL, Professeur à l'Université d'Oran (Rapporteur)  
M. Mohamed ABDALLAHOU, Maître de conférences à l'Université d'Oran (Examineur)  
M. Mohamed KENNICHE, Maître de conférences à l'Université d'Oran (Examineur)  
M. Mohamed BENBOUZIANE, Maître de conférences à l'Université de Tlemcen (Examineur)

**Année universitaire 2007 - 2008**



**UNIVERSITÉ D'ORAN**  
**Faculté des sciences économiques, des sciences de gestion**  
**et des sciences commerciales**

**Mémoire de Magister ès Sciences économiques**  
**Option : Économie internationale**

**RÉGIMES ET CRISES DE CHANGE : EXAMEN DE LA**  
**VULNÉRABILITÉ DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES**  
**À LA CONTAGION INTERNATIONALE**

**Préparé par:**

M. Mohammed Zine Elabidine  
ABDELOUAHAB

**Sous la direction de:**

M. Abdelkader DERBAL  
Professeur – Université d'Oran

**Soutenu publiquement devant le jury composé de:**

M. Abdelhamid FEKIH, Maître de conférences à l'Université d'Oran (Président)  
M. Abdelkader DERBAL, Professeur à l'Université d'Oran (Rapporteur)  
M. Mohamed ABDALLAHOUI, Maître de conférences à l'Université d'Oran (Examineur)  
M. Mohamed KENNICHE, Maître de conférences à l'Université d'Oran (Examineur)  
M. Mohamed BENBOUZIANE, Maître de conférences à l'Université de Tlemcen (Examineur)

**Année universitaire 2007 - 2008**

*A mes parents.*

*A la mémoire de Nadjet Aïssani  
et de Tidjania Bengra.*

Ce travail porte l’empreinte de nombreuses personnes auxquelles je dois mes sincères remerciements. Tout d’abord, je tiens à exprimer toute ma gratitude à l’égard de M. Abdelkader Derbal, Professeur à l’Université d’Oran, pour avoir accepté de diriger ce mémoire, en y dépensant généreusement de son temps et de son attention.

Je suis également très reconnaissant à M. Bachir Boulenouar, Doyen de la Faculté des sciences économiques, M. Abdelhamid Fekih, Vice-Doyen chargé de la post-graduation et M. Bouchama Chouam, Président du conseil scientifique pour leurs disponibilité et conseils. Je tiens de même à remercier M. Mohamed Kenniche et M. Belkacem Zairi de l’Université d’Oran et M. Mohamed Benbouziane de l’Université de Tlemcen pour leurs encouragements et conseils, ainsi que M. Mohamed B. Kefif de l’Université d’Oran pour les stimulantes et combien enrichissantes discussions dont j’ai eu la joie d’avoir avec lui.

Aussi, je ne peux omettre de remercier M. Dominique Plihon de l’Université Paris-Nord 13, et M. Jean-François Ponsot de l’Université Pierre Mendès France-Grenoble 2, pour leurs commentaires et attention lors du Colloque international "*Institutions et croissance économique*", organisé par l’Université d’Oran et le CREAD à Oran, les 12/13 mars.2006.

Il m’est aussi très important d’exprimer ma grande reconnaissance à tous ceux qui ont contribué à ce travail à travers leur aide matérielle, en mettant à ma disposition une documentation le plus souvent non disponible localement. Je citerai en particulier Mansour Djalout (ADI-Gestion et Université de Nice Sophia Antipolis), Bernard Janicot et Tania Felfli (Centre de Documentation Economique et Sociale – CDES), Robert P. Parks et Karim Ouaras (Centre d’Etudes Maghrébines en Algérie – CEMA), la Direction de la communication – Relations avec le public de la Banque de France, Claire Shashi (The Econometric Society et Université de New York), Jenny Henzen (Elsevier), Stephen R. Gracey (Federal Reserve Bank of Cleveland), Patricia Rea (Federal Reserve Bank of San Francisco), ainsi que le personnel de la bibliothèque de la Faculté des sciences économiques de l’Université d’Oran.

Enfin, je ne saurais clore cette liste de remerciements sans avoir une pensée toute particulière pour tous ceux qui ont participé à ma formation, ainsi que d’innombrables collègues et amis de la Faculté des sciences économiques qui ont constamment prodigué leurs encouragements et soutien, chacun à sa manière, notamment Amazigh Aït Ali Yahia, Farid Azzeddine, Houcine Belguendouz, Malika Boucetta, Hicham Ferhat, Touatia Hamou, Mohamed Hammadi, Ahmed Lassas, Khalissa Semaoune, mais aussi d’autres à qui je dois beaucoup plus que de la sympathie.

## Résumé

Les travaux tant théoriques qu'empiriques ayant traité de la typologie des régimes de change accroissant la vulnérabilité des économies (émergentes) aux crises de change par attaques spéculatives, tentent d'expliquer ces crises seulement pour des pays considérés en isolation. La problématique de fragilité des différents types de régimes de change (fixes, intermédiaires et flexibles) a été considérée dans l'hypothèse implicite de déclenchement de crises sous l'effet de facteurs domestiques. Le présent mémoire se propose d'étudier cette question dans un contexte de contagion internationale. Il tente ainsi de répondre à la question suivante : Sous quels types de régimes de change, une économie émergente deviendrait-elle plus vulnérable à une crise de change déclenchée ailleurs (ou par contagion) ? Pour ce faire, il paraît nécessaire d'abord d'endogénéiser la variable "régime de change" dans le processus de contagion en se basant sur l'apport de la littérature en matière de contagion financière. En suite, des éléments de réponse (théorique) à la question posée sont proposés, à partir d'une lecture déductive de la littérature sur les crises de change (domestiques). Enfin, une investigation empirique traite de la fragilité des régimes de change "de facto" de 28 pays émergents durant trois épisodes majeurs de crises de change contagieuses : mexicaine (1994-95), asiatique (1997-98) et russe (1998). Les résultats montrent que les régimes intermédiaires sont les moins fragiles, et que les "solutions en coins" augmentent la probabilité d'être affecté par une crise de change par contagion, avec une plus grande probabilité d'effondrement pour les régimes de fixité. Des tests de robustesse confirment largement ces résultats.

**Classification JEL** : E44 ; F31 ; F33 ; F41 ; G15.

**Mots-clés** : Régimes de change, crise de change, attaques spéculatives, contagion, économies émergentes, mouvements internationaux de capitaux, vulnérabilité.

## ملخص

تطوّرت العديد من الدراسات النظرية و التطبيقية إلى موضوع أنواع أنظمة الصرف التي من شأنها رفع قابلية تأثر الإقتصادات (الناشئة) بالأزمات النقدية الناجمة عن هجمات مضاربية. غير أن جُلّ هذه الدراسات قد اهتمت بشرح دور أنظمة الصرف المختلفة في هذه الأزمات فقط من خلال منظور عزلة بالنسبة للبلدان المعنية بالدراسة. بعبارة أخرى، قد وُضعت إشكالية ضعف مختلف أنواع أنظمة الصرف (ثابتة، نصف ثابتة و مرنة) في إطار فرضية اندلاع الأزمة كنتيجة لظروف محلية. تهتم هذه المذكرة بدراسة الإشكالية المذكورة في مناخ عدوى دولية، بهدف الإجابة على السؤال التالي: تحت أي نوع من أنظمة الصرف يصبح اقتصاد ناشئ أكثر عرضة للعدوى بأزمة نقدية اندلعت في بلد آخر أو لا؟ للإجابة، يتم بدء توضيح إمكانية اعتبار عامل "نظام الصرف" كمتغير داخلي (مفسر) لآلية العدوى، وهذا بالإعتماد على نظريات و نماذج العدوى المالية. ثم في مرحلة ثانية، تُعرض مجموعة نقاط لمحاولة الإجابة (النظرية) على السؤال المطروح، و ذلك من خلال قراءة استقصائية لأدبيات الأزمات النقدية (المحلية). أخيراً، يتم إجراء دراسة تطبيقية حول مدى ضعف أنظمة الصرف المتبعة فعلياً من طرف 28 بلداً ناشئاً خلال ثلاث موجات كبرى لأزمات نقدية مُعدية: المكسيك (1995-94)، آسيا (1998-97) و روسيا (1998). توضيح النتائج أن أنظمة الصرف نصف الثابتة هي الأقل ضعفاً، و أن "الأنظمة الرُكْنِيَّة" ترفع من احتمال التعرض لأزمة نقدية بفعل العدوى، مع احتمال أكبر لانتهيار الأنظمة الثابتة. مجموعة اختبارات تؤكد صلاية هذه النتائج بصورة معتبرة.

**كلمات مفتاحية**: أنظمة الصرف، أزمة نقدية، هجمات مضاربية، عدوى، إقتصادات ناشئة، الحركة الدولية لرؤوس الأموال، قابلية التأثر.

## Abstract

Both theoretical and empirical works on exchange rate regimes (ERRs) increasing vulnerability of (emergent) economies to speculative attacks have focused on the explanation of currency crises only for countries considered in isolation. Implicitly, the debate over different ERRs' (fixed, intermediate, and flexible) fragility assumes domestic crises triggering factors. The purpose of this dissertation is to investigate ERRs' fragility in a context of international contagion. Specifically, it asks which ERRs make emergent economies more vulnerable to contagious currency crises. First, financial contagion literature is used as a theoretical support in order to endogenize "exchange rate regime" variable in contagion process. Next, some (theoretical) elements of answer are given, through a deductive reading of (domestic) currency crises' literature. Finally, an empirical investigation examines data of 28 emergent countries' "de facto" ERRs, during three major episodes of contagious currency crises – Mexico (1994-95), Asia (1997-98), and Russia (1998). Results show that intermediate regimes are the least vulnerable, and that the likelihood of contagion may increase by adopting "corner solutions" – fixed regimes more particularly. Robustness tests confirm widely these results.

**JEL Classification** : E44 ; F31 ; F33 ; F41 ; G15.

**Keywords**: Exchange rate regimes, currency crisis, speculative attacks, contagion, emergent economies, international capital movements, vulnerability.

## SOMMAIRE

INTRODUCTION GÉNÉRALE .....	10
-----------------------------	----

### **CHAPITRE I : INTRODUCTION À L'ÉCONOMIE DES RÉGIMES DE CHANGE**

<b>Introduction .....</b>	<b>20</b>
<b><u>Section 1</u> : Notions et théories du taux de change .....</b>	<b>21</b>
1.1. Notions élémentaires relatives au taux de change.....	21
1.2. Survol des théories du taux de change .....	24
<b><u>Section 2</u> : Cadre institutionnel du taux de change : Régimes et politique de change.....</b>	<b>39</b>
2.1. Les régimes de change.....	39
2.2. La politique de change .....	48
<b><u>Section 3</u> : Évolution des régimes de change à travers l'histoire des SMI depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle.....</b>	<b>57</b>
3.1. Fonctions et caractéristiques d'un SMI.....	57
3.2. Périodes de SMI à changes fixes. ....	59
3.3. Le nouveau SMI.....	63
3.4. Évolution des classifications des régimes de change du FMI.....	68
<b>Conclusion.....</b>	<b>72</b>

### **CHAPITRE II : SUR LES CRISES FINANCIÈRES ET DE CHANGE**

<b>Introduction.....</b>	<b>75</b>
<b><u>Section 1</u> : Anatomie des crises financières domestiques.....</b>	<b>77</b>
1.1. Sur la notion de "crise financière" .....	77
1.2. Mécanismes de déclenchement des crises financières.....	84
1.3. Risque systémique et propagation domestique de la crise financière.....	88
1.4. Liquidité, banques et propagation systémique.....	91

<b><u>Section 2</u> : Crises de change domestiques : Attaques spéculatives et modèles de déclenchement.....</b>	<b>96</b>
2.1. Spéculation et crises de change.....	96
2.2. Modèles d'explication des crises de change par attaques spéculatives dans la littérature économique .....	101
<b><u>Section 3</u> : Dynamique de contagion internationale des crises financières et de change.....</b>	<b>116</b>
3.1. Champ conceptuel.....	116
3.2. Contagion internationale des crises financières et de change : Une revue de la littérature théorique.....	118
3.3. Crises de change contagieuses : Évidences empiriques.....	128
<b>Conclusion.....</b>	<b>133</b>

**CHAPITRE III : RÉGIMES DE CHANGE ET VULNÉRABILITÉ  
AUX CRISES DE CHANGE PAR CONTAGION**

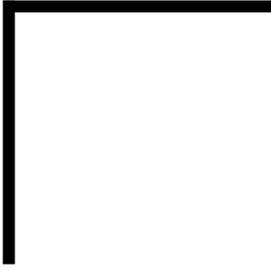
<b>Introduction.....</b>	<b>136</b>
<b><u>Section 1</u> : Efficacité économique et déterminants du choix des régimes de change.</b>	<b>137</b>
1.1. Efficacité macroéconomique des régimes de change polaires .....	137
1.2. Autres avantages (et inconvénients) des régimes polaires.....	146
1.3. Performances macroéconomiques des régimes intermédiaires .....	150
<b><u>Section 2</u> : Régimes de change et vulnérabilité aux crises de change domestiques : L'apport de la littérature... ..</b>	<b>156</b>
2.1. Vulnérabilité des régimes d'ancrage dans la théorie conventionnelle des crises de change .....	156
2.2. Le "bipolarisme" : Nouvelle pensée dominante.....	161
2.3. Critique du "bipolarisme".....	167
<b><u>Section 3</u> : Régimes de change et vulnérabilité à la contagion : Éléments théoriques de réflexion.....</b>	<b>172</b>
3.1. Endogénéisation des régimes de change dans l'explication des crises de change par contagion .....	172
3.2. Typologie des régimes de change vulnérables aux crises de change par contagion.....	180
<b>Conclusion.....</b>	<b>186</b>

## **CHAPITRE IV : ÉVIDENCES EMPIRIQUES**

<b>Introduction.....</b>	<b>189</b>
<b><u>Section 1 : Définition des variables et sources de données.....</u></b>	<b>191</b>
1.1. Groupe des pays inclus dans l'étude.....	191
1.2. Classification des régimes de change.....	195
1.3. Repérage des crises de change par contagion.....	202
<b><u>Section 2 : Analyse statistique et résultats.....</u></b>	<b>205</b>
2.1. Les données.....	205
2.2. Analyse statistique principale.....	209
2.3. Tests de robustesse.....	218
<b>Conclusion.....</b>	<b>224</b>
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</b>	<b>226</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>233</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES.....</b>	<b>249</b>

*La vérité est simple et unique. La réalité est complexe et multiple.*

– Anonyme



# **INTRODUCTION GÉNÉRALE**



L'économie mondiale est actuellement caractérisée par un mouvement de globalisation financière grandissant de manière continue. Cette tendance est stimulée par le développement époustouflant des technologies de l'information et de la communication, dites "TIC". Cependant, ce progrès technique n'est pas le seul facteur influençant la montée en puissance de la globalisation financière. D'autres facteurs y contribuent, dont les plus importants sont définis par ce qui est dit "3D" : déréglementation des flux de capitaux, désintermédiation financière et décloisonnement des marchés (Aubin et Norel [2000]). En effet, une plus grande mobilité internationale des capitaux s'est développée.

La mobilité importante des capitaux à l'échelle internationale présente des avantages favorisant la croissance des économies, tels que l'élargissement du champ des ressources financières au-delà des épargnes nationales, l'amélioration de l'efficacité financière en termes d'allocation de ressources, la baisse des coûts de l'intermédiation par la finance directe et la facilitation des opérations commerciales.

Toutefois, la libéralisation des mouvements de capitaux présente aussi des effets néfastes pour les économies nationales et pour l'économie mondiale dans son ensemble (Cartapanis [1994]). Pour les économies nationales, si les réformes en voie de libéralisation financière ne sont pas précédées avec un préalable de conditions, les résultats en termes de croissance deviennent improbables, voire désastreux (Pradhan et Pill [1997]). De même, Kose et alii [2006] conditionnent les avantages de la libéralisation financière pour la croissance par l'existence de seuils préalables en matière de : qualité des institutions et gouvernance, stabilité macroéconomique, intégration commerciale et développement des marchés financiers. À l'échelle internationale, le plus important des dangers liés à la libéralisation des mouvements de capitaux est l'accroissement du risque systémique synonyme d'instabilité excessive des marchés financiers et des marchés de

change, ainsi que des effets de propagation des turbulences qui en découlent, généralement dites "crises financières et / ou de change internationales" (Aglietta [1998,2000]).

La dernière décennie du XX<sup>e</sup> siècle fut caractérisée par de nombreuses crises financières frappant, dans la plupart du temps, des économies qualifiées "d'émergentes" : Mexique (1994-1995), Asie du sud-est (1997-1998), Russie (1998), Brésil (1999), Turquie (2001) et Argentine (2001-2002). À côté de la mobilité importante des capitaux, d'autres facteurs en commun pour ces crises ont été constatés : la spéculation et la surévaluation des actifs, la violation du principe du "triangle d'incompatibilité" (change fixe, grande mobilité des capitaux et politique monétaire indépendante), la surévaluation des monnaies et les déficits des balances des paiements dus à l'accroissement des dettes extérieures à court terme, etc. (Biacabe [2000]).

Plus particulièrement, les crises de change ont connu une fréquence d'occurrence importante durant ladite période. Une crise de change survient lorsque des attaques spéculatives sur une monnaie se traduisent par une dévaluation dans le cas d'un régime de change fixe (ou une forte dépréciation dans le cas d'un régime de change plus flexible), ou obligent les autorités monétaires à défendre la monnaie en question contre les attaques spéculatives en dépensant d'importants volumes de réserves de change et / ou en augmentant fortement les taux d'intérêt (Aziz et alii [2000]).

Le présent travail s'intéresse au phénomène particulier des crises de change et représente un essai traitant de la question relative à la relation entre régimes et crises de change. La problématique s'articule autour de l'effet (influence) qu'exercent les différents types de régimes de change sur la vulnérabilité des économies émergentes aux crises de change internationales (ou par contagion). Ceci dit, notre étude ne porte pas sur le degré de vulnérabilité causée par un régime de change, entre autres, en matière de déclenchement "originel" de la crise. L'objet d'intérêt du travail, et par conséquent sa question principale, pourraient être formulés de la façon suivante : *Sous quel (s) type (s) de régimes de change une économie émergente devient-elle plus vulnérable à la contagion lors d'une crise de change (par attaques spéculatives) à dimension internationale ?*

L'intérêt que nous portons à cette question s'inspire d'une polémique (ancienne mais perpétuellement renouvelée) faisant le centre du débat sur la politique de change et la stabilité monétaire dans un contexte d'intégration financière internationale. En fait, la

littérature économique traitant de l'influence du choix des régimes de change sur la vulnérabilité aux crises de change (domestiques) donne des réponses ne faisant pas l'objet d'unanimité<sup>1</sup>. Cette littérature se divise en trois groupes de travaux théoriques et / ou empiriques.

Le premier groupe de travaux est défini par ce qui est appelé "théorie conventionnelle des crises de change". Trois générations de modèles se sont succédées pour tenter d'expliquer le déclenchement des crises de change par attaques spéculatives comme conséquence d'adoption de régimes d'ancrage (fixes et intermédiaires). La première génération de modèles, notamment ceux de Krugman [1979] et Flood et Garber [1984], explique la formation des attaques spéculatives débouchant sur des crises de change par l'incohérence entre politiques économiques laxistes et régimes d'ancrage dans un contexte de réserves de change limitées. Les modèles de seconde génération, s'inspirant des travaux d'Obstfeld [1986,1994,1996], soulignent aussi la fragilité des régimes d'ancrage et se focalisent sur le rôle des anticipations auto-réalisatrices qui résultent de la circularité d'influence entre marchés et autorités publiques contraintes à arbitrer entre objectifs de politiques économiques et leurs coûts. Les modèles de troisième génération (Vélasco [1987], Kaminsky et Reinhart [1999], Glick et Hutchison [1999], Calvo et Végh [1999], etc.) traitent des "crises jumelles" et tentent d'expliquer les interdépendances dynamiques entre crises de change et crises bancaires en impliquant un effet catalyseur des régimes d'ancrage.

Le point en commun entre les trois générations de modèles de crises de change par attaques spéculatives réside dans le fait que l'accent est mis sur la fragilité des régimes d'ancrage (fixes et intermédiaires). La théorie conventionnelle mentionne trois facteurs comme sources de fragilité pour ces régimes: surévaluation du taux de change réel, épuisement des réserves de change et incitation à la spéculation.

Le second groupe de travaux reliant régimes et crises de change représente l'opinion des adeptes de la vision "bipolaire" (Obstfeld et Rogoff [1995], Summers [2000], Fischer [2001], etc.). Ce courant explique la vulnérabilité aux crises de change par la fragilité des régimes intermédiaires. Les arguments de base du bipolarisme vont dans le

---

<sup>1</sup> Le qualificatif "domestique" est utilisé ici pour distinguer les crises de change déclenchées sous l'influence de facteurs domestiques de celles causées à la suite du déclenchement d'une crise de change dans un autre pays. C'est autour de ce deuxième type, dit "crises de change par contagion", que s'articule notre travail.

sens d'une insoutenabilité de la classe intermédiaire dans les termes du "triangle d'incompatibilité", et de ses insuffisances en matière de crédibilité vis-à-vis des marchés.

Un troisième groupe d'économistes contestent la vision bipolaire en mettant en valeur des arguments en faveur de la soutenabilité des régimes de change intermédiaires et de leurs performances macroéconomiques, et proposent aussi des combinaisons de solutions intermédiaires à l'instar de Williamson [2000a,2001]. En parallèle, les défenseurs des régimes intermédiaires critiquent la viabilité des arguments avancés en faveur des "solutions en coin" (régimes totalement fixes ou totalement flottant).

Dans ces termes, on constate clairement qu'il n'existe pas de consensus dans la littérature économique sur la question de la typologie des régimes de change accroissant la vulnérabilité des économies de marchés (et plus particulièrement celles qualifiées "d'émergentes") aux crises de change par attaques spéculatives.

En plus de cette absence de consensus intellectuel en matière de fragilité de tel ou tel type de régime de change comme facteur favorisant le déclenchement de crises, la littérature, tant théorique qu'empirique, ne s'est pas (ou que peu) intéressée à la question du degré de responsabilité des régimes de change dans le déclenchement des crises de change par contagion (ou suite à des crises éclatées ailleurs). Masson [1998] fait allusion à ce point lorsqu'il fait remarquer que les modèles de crises de change (notamment ceux de deuxième génération sur lesquels il se focalise) ont été conçus pour expliquer les crises dans des pays considérés en isolation<sup>1</sup>. Autrement dit, les modèles de crises de change dans la théorie conventionnelle ne considèrent pas l'effet de la contagion comme facteur expliquant le déclenchement d'une crise de change dans un pays. De même, le débat autour du bipolarisme ne s'est pas intéressé à relier entre régimes de change et crises de change par contagion.

En parallèle, la littérature traitant des crises financières et de change c'est recentrée sur l'étude des canaux de transmission et de propagation des turbulences financières et de change. Forbes et Rigobon [2001,2002] font une lecture dichotomique des travaux en la matière en distinguant entre ce qu'ils appellent "théories non contingentes aux crises" et "théories contingentes aux crises". Les "théories non contingentes aux crises" considèrent que les crises financières sont transmises soit par chocs communs, en

---

<sup>1</sup> Masson [1998], p. 5.

conséquence aux changements des conditions économiques mondiales (Corsetti et alii [1998], Moreno et Trehan [2000], Frankel et Roubini [2001], etc.), soit par interdépendances fondamentales, définies par les liens commerciaux et financiers entre différentes économies (Eichengreen et alii [1996], Aglietta [1998,2000], Kaminsky et Reinhart [2000], etc.).

Les "théories contingentes aux crises", quant à elles, considèrent que les turbulences transmises à travers les chocs communs et les interdépendances fondamentales ne définissent pas une "vraie contagion". Celle-ci ne peut être due qu'au seul comportement des investisseurs en dehors de tout lien fondamental. Ainsi, la thèse de la panique des investisseurs remplace la thèse de détérioration des fondamentaux. Les travaux de Masson [1998], Edwards [2000], Dornbusch et alii [2000], Forbes et Rigobon [2001,2002], et d'autres, s'inscrivent dans cette optique.

Toutefois, la littérature sur la contagion des crises financières, en général, et des crises de change, en particulier, ne cerne pas le rôle des régimes de change comme facteur favorisant la vulnérabilité à une crise de change éclatée ailleurs (ou par contagion). En d'autres termes, le régime de change n'est pas endogénéisé dans les modèles d'explication des crises contagieuses tant que variable explicative.

Dans cet état de l'art, essayer de présenter les régimes de change comme facteur accroissant plus ou moins la vulnérabilité d'une économie (émergente) à être affectée par une crise de change par contagion paraît fort pertinent, et peut être considéré comme étant une extension de la réflexion autour de la fragilité des régimes de change et leur responsabilité dans le déclenchement des crises domestiques.

Ainsi dit, tenter d'apporter une réponse relative à la typologie des régimes des change vulnérables aux crises de change par contagion exige tout d'abord une endogénéisation du facteur régime de change dans le processus de contagion dans la lumière des théories traitant des crises de change et de la contagion indiquées ci-dessus.

Dans cette logique, l'hypothèse principale guidant notre travail est posée en ce sens que *le type de régime de change adopté par un pays émergent affecte sa vulnérabilité aux crises de change par suite à des crises déclenchées ailleurs*. La question matérialisant la problématique paraît comme continuité logique : *Quel est donc ce (ou ces) régime (s) ?*

Pour répondre à cette question "centrale", on adopte un plan de recherche mettant en valeur trois hypothèses secondaires, exposées selon *une démarche évolutive* pour déboucher sur une tentative de réponse (théorique) à la dite question. Les hypothèses secondaires sont posées d'une manière quelque peu "imbriquée", de sorte que chacune englobe (et repose sur) celle la précédant.

- La première hypothèse secondaire consiste à montrer que *les régimes de change diffèrent en matière de performances macroéconomiques*. Cette hypothèse est entendue comme réponse affirmative à la question qu'on pourrait se poser dans ce contexte, à savoir : Quel est le degré d'influence des différents régimes sur d'autres variables macroéconomiques ?
- La deuxième hypothèse secondaire se présente en ce sens que *cette divergence (de performances macroéconomiques) contribue, du moins partiellement, au fait que les régimes de change influencent le déclenchement des crises de change domestiques*. L'interrogation donnant motif à cette hypothèse est formulée ainsi : Pourquoi, quand et comment les différents types de régimes, à travers leurs performances, entres autres, accroissent la vulnérabilité à une crise domestique ?
- La troisième et dernière hypothèse secondaire admet que *les régimes de change, en raison de leur divergence en termes de performances macroéconomiques et de fragilité dans une logique de déclenchement domestique de crises, influencent fortement le déclenchement des crises de change par contagion*. Cette dernière hypothèse est considérée comme étant la condition logique donnant sens à la question centrale représentant la problématique de l'étude. Elle est considérée entant que réponse affirmative à la question suivante : Étant donné la divergence entre régimes (en termes de performances macroéconomiques et de vulnérabilité au déclenchement domestique), ces derniers sont-ils source de fragilité conduisant à des crises de change par contagion ?

Sur le plan de la recherche théorique, on évoque le fait d'avoir fait recours à une littérature variée et pertinente : variée par rapport aux approches prises en considération relevant de différents courants doctrinaux (hétérodoxes, néoclassiques, etc.), avec une grande attention afin d'éviter toute confusion méthodologique ; et pertinente en termes d'actualité et d'originalité des ressources utilisées.

Sur le plan rédactionnel, le travail se divise en trois chapitres traitant différents aspects théoriques relatifs au sujet, et un quatrième sous forme d'étude empirique. Les développements théoriques sont agencés selon une démarche ayant pour objectif d'apporter, à partir de la littérature en la matière, des éléments de réflexion nous permettant de déboucher sur une tentative de réponse (théorique) à la question centrale posée.

Du fait que l'étude de la vulnérabilité des économies émergentes relie entre deux variables distinctes (régimes de change – crises de change par contagion), on a préféré présenter chacune d'elles dans un chapitre distinct, pour cerner leurs spécificités, en se basant sur l'apport de la littérature en la matière.

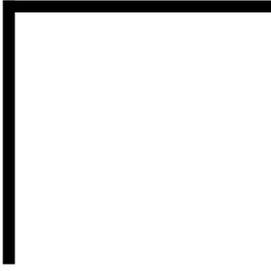
Ainsi, le premier chapitre s'intitule "*Introduction à l'économie des régimes de change*". Il commence par un exposé des théories traitant de la notion centrale dans ce travail, à savoir celle relative au "taux de change". En suite, il passe à l'étude du cadre institutionnel du taux de change pour mettre en valeur la première variable citée plus haut, et qui relève des régimes et de la politique de change. Enfin, le premier chapitre examine, dans une perspective historique, l'évolution des régimes de change à travers celle des systèmes monétaires internationaux (SMI) depuis presque un siècle et demi.

Le second chapitre est présenté sous le titre "*Sur les crises financières et de change*". Il est censé étudier, de prime abord, l'anatomie des crises financières domestiques, pour offrir un cadre théorique au traitement spécifique des modèles de crises de change par attaques spéculatives, dans un contexte de déclenchement à une échelle nationale (domestique). Le chapitre est enfin clôturé par une revue de la littérature sur les crises financières et de change caractérisées par le phénomène de contagion (propagation internationale).

Le troisième chapitre constitue l'aboutissement de notre réflexion sur un plan théorique. Il a pour objectif la présentation argumentée des trois hypothèses secondaires, ainsi que des éléments de réponse (théorique) à la question "centrale" de l'étude. Il est intitulé "*Régimes de change et vulnérabilité aux crises de change par contagion*". Ce chapitre est commencé par l'examen de la question d'efficacité ou de performances macroéconomiques des différents régimes de change. En seconde étape, ces derniers sont analysés du point de vue de leur degré de fragilité (ou de responsabilité) comme l'une des causes principales du déclenchement des crises de change domestiques. Après avoir mis en

place l'enceinte théorique nécessaire pour le traitement de la question "centrale", ce chapitre aboutit, en dernier lieu, à la présentation des éléments de réponse qu'on propose.

Le quatrième chapitre, intitulé "*Évidences empiriques*", consiste en une réponse empirique à la question principale s'interrogeant sur le degré de fragilité des différents types de régimes de change comme source de vulnérabilité aux crises de change par contagion. L'étude empirique porte sur un test, élaboré par nos soins, étudiant la vulnérabilité de l'ensemble des économies émergentes (subdivisé en sous-groupes régionaux), pendant trois épisodes majeurs de crises de change contagieuses: crise mexicaine (1994-1995), crise asiatique (1997-1998) et crise russe (1998). Les sources de données et la méthodologie empirique suivie y sont aussi présentées. Des tests de robustesse des résultats sont effectués pour vérifier la solidité de nos conclusions empiriques. Les résultats obtenus ne font pas l'objet de comparaison directe avec d'autres travaux empiriques, du fait que la littérature en la matière ne s'est que peu, ou qu'indirectement, intéressée à l'objet de la question traitée ici, sauf dans la mesure où nous tentons de situer nos résultats dans la lignée des propos de différents travaux traitant de la question de fragilité des régimes de change comme facteurs de crises de change domestiques.



**Chapitre I**

**INTRODUCTION À L'ÉCONOMIE  
DES RÉGIMES DE CHANGE**



## INTRODUCTION

Le taux de change, variable macroéconomique fondamentale, est au centre des relations économiques entre pays. À travers son influence sur différentes variables (revenu, inflation, taux d'intérêt, masse monétaire, etc.), le taux de change requiert une grande importance dans le cadre de l'élaboration des politiques économiques – moyens d'action sur les équilibres internes et externes. Étant donné cela, la détermination de la valeur du taux de change, selon ses différentes conceptions et son explication à travers différentes théories, a fait l'objet d'un grand intérêt dans la littérature tant théorique qu'empirique en la matière. Dans cet esprit, le présent chapitre est commencé par une première section ayant pour objet le traitement de différentes "*Notions et théories du taux de change*". Cette section, illustrant des aspects théoriques relatifs aux taux de change qui représente la notion centrale du travail n'est, en réalité, qu'une sorte de préambule pour la suite des développements.

Ensuite, on passe, dans une seconde section, à l'étude du "*Cadre institutionnel du taux de change*". L'objectif est de montrer que le taux de change fait l'objet d'une discipline systématique représentée par le "*régime de change*" suivi, et est "géré" (avec plus ou moins de rigueur) dans le cadre de ce qui est appelé "*politique de change*". À vrai dire, c'est cette section qui constitue le point de départ pertinent relatif à la méthodologie globale du présent travail.

Après avoir mis l'accent sur les concepts, les configurations et les procédés des régimes de change, une troisième section aborde ceux-ci dans une perspective historique. L'étude se focalise, alors, sur l' "*Évolution des régimes de change à travers l'histoire des SMI depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle*". Un système monétaire international est, par définition, un ensemble de règles et dispositifs ayant pour fonction l'organisation des relations entre monnaies nationales, et par voie de conséquence, il s'articule autour des régimes de change les régissant ainsi que leurs implications.

## **SECTION 1 : NOTIONS ET THÉORIES DU TAUX DE CHANGE**

Selon différents aspects, la notion de "taux de change" se trouve au centre de plusieurs segments d'économie monétaire et financière relatifs à une économie ouverte. D'abord, sur le plan sémantique, le taux de change s'attache à différents concepts suivant le contexte et l'approche de son utilisation. Ensuite, dans une optique de détermination du taux de change entant que prix, il existe une multitude d'explications théoriques prenant en compte d'autres facteurs liés au fonctionnement de l'économie dans son ensemble, ou inspirés d'ancrages doctrinaux divergents. Enfin, d'un point de vue plus systémique, la notion est plutôt liée aux types de fonctionnement comportant, chacun, règles et mécanismes spécifiques. L'objectif de cette section est de présenter le taux de change selon différents aspects conceptuels et théoriques.

### **1.1. NOTIONS ÉLÉMENTAIRES RELATIVES AU TAUX DE CHANGE**

#### **1.1.1. Définitions**

##### **A- Le change**

Ce concept réfère à l'action par laquelle s'effectue l'échange de monnaies nationales entre elles. Lorsque l'échange a pour objet la monnaie fiduciaire, on parle de "change manuel". Il correspond aux besoins de particuliers et constitue une faible part des montants échangés<sup>1</sup>. La partie majeure des échanges est effectuée en monnaie scripturale où les montants faisant l'objet d'échange sont des avoirs monétaires en comptes bancaires. Ce type de change est dit "change scriptural". Il correspond à des utilisateurs institutionnels (entreprises, banques, etc.).

##### **B- La devise**

Lorsqu'une monnaie faisant partie d'une opération de change est étrangère et ayant la caractéristique de convertibilité, elle est dite "devise". La notion de convertibilité d'une monnaie est relative au degré de son acceptation territoriale dans les échanges. Ce point sera traité avec plus de détails dans la seconde section du présent chapitre.

---

<sup>1</sup> Dans les pays en développement, l'existence de marchés parallèles de change est synonyme d'une importance relative du change manuel en dehors du marché officiel.

### **C- Le taux de change**

Le taux de change désigne le prix relatif d'une monnaie par rapport à une autre. Il peut être défini (ou coté) "au certain", c'est-à-dire une unité de monnaie nationale = (X) unités de monnaie étrangère ; ou "à l'incertain", c'est-à-dire une unité de monnaie étrangère = (Y) unités de monnaie nationale, avec  $X = 1 / Y$ . En général et au long de ce travail, par souci de conformité, on adopte la cotation à l'incertain<sup>1</sup>. Ainsi, l'augmentation du taux de change signifie la dépréciation de la valeur de la monnaie nationale, et qu'un nombre plus important d'unités fait l'équivalent d'une unité de monnaie étrangère.

### **D- Le cours de change**

Le cours fait référence à l'aspect institutionnel et temporel du taux de change. Le cours est déterminé par le marché des changes et / ou la banque centrale du pays (selon le régime de change) à un moment précis. Généralement, dans un régime de change flexible, les cours retenus et communiqués (cours référentiels) sont ceux de la clôture. Ceci dit, les cours auxquels s'effectuent les transactions sont ceux déterminés au moment de la conclusion des contrats.

### **E- La parité**

*Stricto sensu*, la parité est un terme désignant le taux de change appliqué dans un régime de change fixe. Mais, dans un sens plus large, la signification de la parité peut être assimilée à celle du taux de change.

## **1.1.2. Différents concepts liés au taux de change**

### **A- Le taux de change nominal**

#### **A.1- Le taux de change nominal bilatéral**

Il a la signification du taux de change sus mentionnée, c'est-à-dire le taux de change (défini à l'incertain) représentant le prix d'une monnaie étrangère en termes de nombre d'unités de monnaie nationale.

---

<sup>1</sup> La cotation du taux de change à l'incertain est conforme à ce qui est utilisé dans la littérature économique en la matière, ainsi qu'à la pratique courante dans la plupart des pays. Peu de pays, tels que la Grande Bretagne, adoptent une cotation au certain. Depuis la création de l'euro en janvier 1999, ce dernier est lui aussi coté au certain sur les marchés de la zone euro.

### A.2- Le taux de change effectif nominal

C'est une moyenne pondérée des taux de change nominaux bilatéraux d'un pays avec ses partenaires commerciaux. La pondération est généralement définie par la part de chacun des partenaires dans le commerce extérieur du pays considéré. Ce taux constitue un indicateur plus synthétique sous forme d'indice des variations des prix de la monnaie du pays par rapport à un panier composé des monnaies des pays partenaires.

## **B- Le taux de change réel**

### B.1- Le taux de change réel bilatéral

Il représente le taux de change nominal bilatéral entre deux pays corrigé des prix relatifs des biens dans ces pays (Bailliu et King [2005]). Le taux de change est pondéré par le rapport des niveaux d'indices des prix étrangers et nationaux respectivement. L'indice utilisé peut être celui des prix à la consommation (IPC). Le taux de change réel bilatéral constitue dans ce cas une comparaison entre les pouvoirs d'achat des monnaies des deux pays. On utilise aussi l'indice des prix à la production (IPP). Le taux de change réel bilatéral devient dans ce cas un indicateur de compétitivité relative entre les deux économies. D'autres indices aussi, sont utilisés comme coefficients de pondération selon le contexte ou le besoin d'analyse : indice des prix à l'exportation, déflateur du PIB ( PIB nominal / PIB réel ), etc.

### B.2- Le taux de change effectif réel

Ce taux combine les deux aspects : effectif (relatif à la relation avec plusieurs monnaies étrangères) et réel (relatif au rapport des niveaux de prix). C'est un indicateur de la valeur d'une monnaie par rapport à un panier d'autres monnaies. Il peut être interprété aussi comme mesure, dans la même monnaie, du prix relatif entre un pays et une moyenne pondérée de pays avec lesquels sont effectuées des transactions commerciales.

## **C- Le taux de change au comptant et le taux de change à terme**

### C.1- Le taux de change au comptant

C'est un taux appliqué pour des opérations immédiates pour l'échange d'une monnaie contre une autre. La livraison effective (règlement du montant) s'effectue

généralement dans les deux jours ouvrés. Les taux de change au comptant figurent généralement sous forme de : cours d'achat et cours de vente. Le premier doit être toujours inférieur au second pour assurer une marge positive.

### C.2- Le taux de change à terme

Lorsque la date du règlement financier du montant de la transaction de change dépasse les deux jours ouvrés après la date de conclusion du contrat de change (généralement de un jusqu'à six mois, voire une année), l'opération et le taux de change sont dits "à terme". Dans ce cas, le taux est fixé au moment de la conclusion du contrat, et le règlement s'effectue ultérieurement et indépendamment du taux de change au comptant en vigueur le jour du règlement.

## **1.2. SURVOL DES THÉORIES DU TAUX DE CHANGE**

La littérature économique offre un large éventail d'explications des déterminants des taux de change, mais parvient mal à concevoir des modèles de prévision de ceux-ci ainsi que leurs variations dans le temps avec exactitude (Bailliu et King [2005]). Nous allons exposer ici, sommairement, différents modèles et théories de base selon le cadre temporel considéré.

### **1.2.1. Modèles de long terme du taux de change**

#### **A- La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)**

La parité des pouvoirs d'achat (PPA) dont les principes furent énoncés par G. Cassel en 1916, est un équilibre d'arbitrage spatial entre biens semblables dans un contexte de concurrence pure et parfaite dans des marchés de biens et services internationalement intégrés (Dropsy [2002]).

#### **A.1- La PPA absolue**

Le principe de la PPA absolue traduit la "loi du prix unique" qui stipule que chaque marchandise ne peut avoir qu'un seul prix quelque soit la monnaie dans laquelle il est exprimé. Ainsi, la PPA absolue implique qu'à un taux de change donné les prix des biens (échangeables) dans les deux pays soient les mêmes (Barmoullé et Augey [1998]). En ce sens, le taux de change ( $E^{PPA}$ ) est le rapport, par extension, des niveaux généraux

des prix (ou taux d'inflation) domestique et étranger respectivement :  $E^{PPA} = P / P^*$ , avec (P) indiquant le niveau général des prix domestiques, et (P\*) celui du partenaire.

Le pouvoir explicatif de cette théorie est limité du fait qu'elle ne prend pas en compte :

- les barrières protectionnistes et les coûts de transport ;
- les biens non échangeables ;
- les différences de paniers entre pays ;
- et la spécialisation internationale et la différenciation des produits.

### A.2- La PPA relative

Empiriquement, le principe de la PPA absolue n'est pas (ou que rarement) vérifié à cause des limites citées plus haut. Il y a souvent lieu à un écart entre P et  $E^{PPA} P^*$ . La version relative de la PPA suppose, cependant, que cet écart est (à peu près) constant. La PPA relative est obtenue en différenciant la PPA absolue :

$$d(E^{PPA}) = d(P) - d(P^*)$$

On constate à ce stade que ce n'est pas le taux de change qui doit être égal au rapport du niveau absolu des prix domestiques et étrangers, mais plutôt que se sont les variations du taux de change qui soient égales à l'écart entre les variations des prix domestiques et étrangers. Autrement dit, le taux de dépréciation de la monnaie domestique est équivalent au différentiel des taux d'inflation domestique et étranger, et le taux de change réel (abrégié en "TCR" et noté dans les équations "R") est constant, puisque :

$$dR = 0, \text{ avec } R = E / E^{PPA} = E \cdot P^* / P,$$

où (E) est le taux de change nominal.

Le TCR apparaît donc comme une vérification de la PPA. Le TCR, qui exprime la valeur du panier étranger en termes d'un panier domestique identique, permet d'apprécier la valeur du taux de change nominal (E) :

- Si  $R = 1 \Leftrightarrow E = E^{PPA} \Leftrightarrow E$  est à parité de pouvoirs d'achat.
- Si  $R > 1 \Leftrightarrow E > E^{PPA} \Leftrightarrow$  La monnaie nationale est sous-évaluée.
- Si  $R < 1 \Leftrightarrow E < E^{PPA} \Leftrightarrow$  La monnaie nationale est surévaluée.

A.3- L'effet Balassa – Samuelson

L'existence d'hétérogénéités sectorielles (inégalité des prix au sein même d'une économie) contribue aussi au fait que la PPA ne soit pas vérifiée. Les écarts entre prix internes sont causés d'une manière importante par l'existence d'écarts de productivité entre secteurs. Du fait de la concurrence internationale, la productivité croît plus rapidement dans le secteur des biens échangeables que dans celui des biens non échangeables (Takatoshi et alii [1997]).

Le gain de productivité dans le secteur des biens échangeables mène à une augmentation des salaires dans ce secteur, sans pour autant que les prix changent vis-à-vis de l'étranger. Ceci, et par effet de mobilité interne de la main d'œuvre entre autres, pousse les salaires dans le secteur des biens non échangeables vers la hausse, mais sans gain de productivité pour sa part. En effet, le taux de change réel (représenté par le rapport des prix des biens non échangeables sur les prix des biens échangeables) tend à s'apprécier (Dropsy [2002]).

Dans ce qui suit, on démontre l'effet Balassa-Samuelson expliquant l'évolution du TCR (dans le long terme) par la différence relative des productivités.

Soit une économie produisant deux types de biens : échangeables (t) et non échangeables (n). Du moins dans le secteur (t), la PPA est vérifiée sous influence de la concurrence internationale :

$$P^t = E.P^{t*} \quad (1)$$

avec  $(P^t)$  et  $(P^{t*})$  : niveaux des prix dans les secteurs des biens échangeables domestique et dans le reste du monde, respectivement.

S'agissant d'une économie émergente (ou en développement), la productivité du secteur (t), notée  $(\pi^t)$ , est plus faible que celle du reste du monde (pays développés):

$$\pi^t < \pi^{t*} \quad (2)$$

et la productivité du secteur (n), notée  $(\pi^n)$ , y est comparable :

$$\pi^n = \pi^{n*} \quad (3)$$

On retient les salaires réels ( $W / P$ , où  $W$  représente les salaires nominaux) comme mesure de la productivité:

$$\pi^n = W^n / P^n \quad (4) \quad \text{et} \quad \pi^t = W^t / P^t \quad (5)$$

$$\pi^{n*} = W^{n*} / P^{n*} \quad (6) \quad \text{et} \quad \pi^{t*} = W^{t*} / P^{t*} \quad (7)$$

et donc :

$$W^t / (E.W^{t*}) = \pi^t / \pi^{t*} \quad (8)$$

Si du fait de la mobilité de la main d'œuvre, les écarts internes entre salaires nominaux dans les deux secteurs disparaissent :

$$W^t = W^n \quad (9) \quad \text{et} \quad W^{t*} = W^{n*} \quad (10)$$

et qu'on retient le niveau des prix comme moyenne pondérée des deux secteurs :

$$P = (P^t)^\alpha (P^n)^{1-\alpha} \quad (11)$$

$$P^* = (P^{t*})^\alpha (P^{n*})^{1-\alpha} \quad (12), \quad \text{avec} \quad 0 < \alpha < 1$$

alors, on obtient par la combinaison des équations de (8) à (12) :

$$R = E.P^* / P = (\pi^{t*} / \pi^t)^{1-\alpha} \quad (13)$$

De l'équation (13), on constate que le TCR est expliqué par le rapport entre productivités des secteurs des biens échangeables étranger et domestique, respectivement. Ceci signifie que si le rythme de croissance de la productivité du secteur exposé d'un pays est supérieur à celui de son partenaire commercial, il voit donc son TCR s'apprécier, ce qui est synonyme d'une appréciation réelle de sa monnaie.

Dans la pratique, on constate bien que les pays dits "émergents", dont la productivité (générale) a cru pendant une certaine période, ont vu leurs taux de change réels s'apprécier au cours du temps et leurs monnaies devenir surévaluées. D'ailleurs, la surévaluation des monnaies de nombreuses économies émergentes a été considérée comme l'un des principaux facteurs de déclenchement des crises de change par attaques spéculatives survenues au cours des années 1990, comme l'indiquent certaines études telles que Corsetti et alii [1998], FMI [1998b], Kruger et alii [1998], Coudert [2004]<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La relation de causalité entre surévaluation réelle et crises de change par attaques spéculatives est traitée au (Chapitre 3 – Section 2) dans le cadre de l'étude des sources de fragilité des régimes d'ancrage dans la théorie conventionnelle des crises de change.

## B- L'approche monétaire du taux de change

Partant du paradigme monétariste, selon lequel l'action monétaire permet de contrôler la sphère réelle, l'approche monétaire en matière de détermination du taux de change met en relation celui-ci avec l'équilibre du marché de la monnaie. La vision monétariste du taux de change se différencie totalement des analyses le mettant en relation directe avec l'économie réelle (Chesnais [1996]).

Les monétaristes mettent l'accent sur le rôle central de la demande de monnaie (L), dont la fonction est considérée comme relation stable, et qui est expliquée par le niveau général des prix (P), le revenu réel (Y) et le taux d'intérêt (i). La théorie monétariste suppose aussi l'absence de substituabilité entre actifs monétaires domestiques et étrangers : tenue de la seule monnaie nationale par les résidents de chaque pays. L'équilibre sur le marché de la monnaie est un équilibre entre offre de monnaie (M : masse monétaire contrôlée par les autorités monétaires) d'une part, et demande de monnaie (comportement des détenteurs d'encaisses monétaires) d'autre part (Plihon [2001]).

Postulant la PPA, selon laquelle  $P = E.P^*$ , le modèle déterminant le taux de change (avec élimination des prix) s'écrit ainsi :

$$E = [ M / M^* ]. [ L (Y^*, i^*) / L (Y, i) ] ,$$

avec  $M^*, Y^*$  et  $i^*$ : masse monétaire, revenu réel et taux d'intérêt étrangers respectivement.

On note qu'avec des taux d'intérêt et des revenus réels donnés, c'est l'évolution des masses monétaires domestique et étrangère qui détermine le taux de change. D'autre part, dans l'hypothèse d'une offre de monnaie domestique stable, et d'une croissance du revenu réel (Y), la demande d'encaisses réelles qui en résulte ne peut être résorbée que par une baisse du niveau des prix (P). Ceci entraîne une appréciation de la monnaie domestique par suite de la PPA (Plihon [2001]).

Ce résultat est tout à fait contraire à la logique keynésienne (en matière de relation entre taux de change et revenu) qui stipule qu'un accroissement de (Y) entraîne une augmentation de la demande d'importation, et par conséquent une dépréciation du taux de change.

### **C- L'approche par le niveau relatif de développement**

L'un des enseignements théoriques fondamentaux de la théorie de la PPA est la stabilité du TCR à long terme. Cependant, des travaux empiriques (Lafay [1984] par exemple) ont démenti ce constat, et ont mis en évidence une relation étroite entre l'évolution du TCR et le niveau relatif de développement des pays.

Pour Plihon [2001], cette relation est expliquée par trois facteurs structurels. Le premier correspond au mécanisme des productivités relatives (ou "effet Balassa - Samuelson" décrit plus haut). Le second consiste au fait que le secteur exposé à une concurrence extérieure connaît une augmentation des prix à mesure que la qualité de sa spécialisation s'améliore – phénomène dû à un effet de maturité en matière d'adaptation à la demande mondiale. Le troisième facteur, expliquant la relation entre l'appréciation TCR et le niveau de développement de l'économie, est relatif à la capacité d'exercice d'effets de domination par les économies les plus industrialisées – effets selon lesquels les prix des produits de ces économies connaissent une valorisation due aux normes et aux statuts imposés, ce qui exerce une pression à la hausse de la valeur réelle du taux de change.

### **D- Les théories du taux de change réel d'équilibre**

La croissance économique ainsi que les mécanismes d'ajustement font dépendre les grands équilibres des valeurs prises par les variables macroéconomiques. Dans cette optique, le taux de change effectif réel figure comme facteur important dans la définition des soldes interne et externe traduits, dans une approche comptable, par les niveaux du revenu national et du solde courant (Aubin et Norel [2000]). Se basant sur un tel raisonnement, plusieurs modèles traitant de la relation entre le taux de change effectif réel et les équilibres macroéconomiques furent développés dans les années 1980 et 1990 : FEER, NATREX, BEER, entre autres.

#### **D.1- Le taux de change d'équilibre fondamental**

La notion du "taux de change d'équilibre fondamental" ou FEER (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate*), proposée initialement par Williamson en 1983, met en relation le niveau du TCR avec les variables macroéconomiques fondamentales, de telle façon que celui-là permet d'aboutir à un niveau meilleur de croissance, avec prise en considération des conditions des équilibres interne et externe (Aubin et Norel [2000]).

L'approche FEER est une approche d'optimisation : le TCR est considéré ici autant que norme compatible aux "conditions économiques idéales", comme l'indiquent Clark et MacDonald [1998]. Le but est d'essayer de déterminer le niveau du taux de change réel qui prend en considération trois critères. D'abord, "le mésalignement" du taux de change nominal génère des coûts importants en termes de croissance économique<sup>1</sup>. Ensuite, sur le plan interne, le FEER considère le niveau optimal de l'équilibre inflation-chômage pour déterminer la cible de production potentielle. Autrement dit, c'est le niveau de plein emploi, exprimé en termes de "NAIRU" ("*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*") ou taux de chômage pour lequel il n'y a pas d'accélération d'inflation, et qui assure le niveau le plus élevé possible de croissance économique.

Enfin, sur le plan externe, le FEER tient en compte le niveau du solde courant ( $X - M$ ) soutenable pour la croissance. C'est-à-dire que le déséquilibre du solde courant (déficit ou excédent) doit être équivalent aux flux de capitaux structurels (mouvements de capitaux de long et moyen terme). Les autorités monétaires se voient attribuer la tâche de maintenir le taux nominal ( $E$ ) dans les limites d'une bande de fluctuation ou zone-cible, dont la valeur centrale représente le TCR estimé<sup>2</sup>. Plihon [2001] note que la bande de fluctuation constitue aussi une marge d'erreur pour l'évaluation du TCR d'équilibre.

Dans ces conditions, le FEER, qui représente une méthode de calcul du TCR compatible avec l'équilibre macroéconomique du moyen terme, peut être déterminé, selon Clark et MacDonald [1998], par la fonction suivante :

$$FEER = f ( - \bar{KA} , \bar{Y} , \bar{Y}^* ),$$

avec::

- $-\bar{KA}$  : solde du compte du capital d'équilibre dans le moyen terme (en négatif) ;
- $\bar{Y}$  et  $\bar{Y}^*$  : revenus de plein-emploi domestique et étranger, respectivement.

#### D.2- Le taux de change réel naturel

L'approche "NATREX" (*Natural Real Exchange Rate*) proposée par J. Stein en 1994, est une autre appréhension de la relation entre le TCR et les grands équilibres macroéconomiques. Le TCR d'équilibre est un taux qui permet l'égalité (naturelle) entre le

---

<sup>1</sup> Le mésalignement du taux de change se définit comme l'éloignement fréquent et persistant du taux de change réel de sa valeur d'équilibre.

<sup>2</sup> La notion de "zones-cibles" est expliquée plus bas dans le présent chapitre.

solde courant ( $X - M$ ) et le déficit domestique d'épargne en regard de l'investissement ( $S - I$ ). Le TCR, selon l'approche NATREX est considéré comme une variable d'ajustement des déséquilibres réels.

Pour décrire cette dynamique, supposons qu'on parte de l'égalité comptable en situation d'équilibre ( $S - I = X - M = 0$ ). Lorsque l'investissement croît, le déficit d'épargne devient positif (en valeur absolue). Ceci entraîne une hausse des taux d'intérêts (i) attirant les capitaux étrangers. Cet afflux de capitaux pousse le taux de change nominal (E) à la baisse (c'est-à-dire une appréciation puisqu'on adopte une définition du taux de change à l'incertain), et par conséquent, le TCR (R) aussi. Cette appréciation fait baisser la compétitivité externe du pays, ce qui entraîne une dégradation du solde courant jusqu'à ce qu'il devienne égal au déficit d'épargne (Aubin et Norel [2000]).

À plus long terme, le déficit courant engendre une augmentation de la dette externe (destinée à son financement). Ceci pousse les agents publics et privés à constituer une épargne pour faire face à cette situation. La conséquence en est double. D'une part, le déficit d'épargne est résorbé, et d'autre part, les taux d'intérêt baissent, causant ainsi un reflux de capitaux. La tendance entraîne l'appréciation de (E) et de (R) et, par conséquent, le rééquilibrage du solde courant (Aubin et Norel [2000]).

### D.3- L'approche comportementale du taux de change d'équilibre

Nous allons présenter ici une autre approche traitant du taux de change d'équilibre. L'approche BEER (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate*) ou "taux de change d'équilibre comportemental" a été développée au cours des années 1990<sup>1</sup>. L'approche BEER implique l'utilisation d'une analyse économétrique d'un modèle de comportement du taux de change (effectif) réel.

Le BEER explique le mésalignement du taux de change nominal dans une logique de comportement du taux de change effectif réel basé sur les relations d'équilibre. À ce titre, la notion d'équilibre diffère entre les deux approches (FEER et BEER). En termes de FEER, l'équilibre considéré est celui qui représente une situation optimale – celle de plein-emploi (interne et externe). Cette appréhension est absente dans l'approche BEER. La notion d'équilibre est représentée par une valeur (économétriquement

---

<sup>1</sup> Voir Clark et MacDonald [1998] pour une revue détaillée des travaux traitant du BEER.

déterminée) et définie par un certain nombre de variables explicatives. Clark et MacDonald [1998] définissent le BEER par la fonction :

$$\text{BEER} = f(r - r^*, \text{gdebt} / \text{gdebt}^*, \text{tot}, \text{tnt}, \text{nfa}),$$

avec:

- $r, r^*$ : taux d'intérêt réels domestique et étranger, respectivement ;
- $\text{gdebt}, \text{gdebt}^*$  : dettes publiques domestique et étrangère, respectivement ;
- $\text{tot}$  : termes de l'échange ;
- $\text{tnt}$  : prix relatifs des biens non échangeables sur biens échangeables ;
- $\text{nfa}$  : avoirs nets de change (ou réserves de change hors avoirs officiels d'or).

### **1.2.2. Dynamique de court terme du taux de change**

#### **A- La théorie de la parité des taux d'intérêts (PTI)**

Cette théorie, formulée par Keynes en 1923, suit une logique de comparaison entre les rendements de placements dans différentes monnaies. La comparaison est faite sur la base des taux d'intérêt de manière à ce que le taux de change assure les mêmes rendements de placements effectués dans les deux monnaies (Barmoullé et Augéy [1998]).

La PTI suppose une parfaite concurrence sur des marchés financiers internationaux intégrés, sans contrôle de change ni des mouvements de capitaux (Dropsy [2002]). De ce fait, elle peut être appliquée avec une relative aisance pour expliquer les mouvements des taux de change des pays développés adoptant des régimes de flottement.

#### **A.1- La PTI couverte (PTIC)**

La forme la plus simple de la PTI est dite "parité des taux d'intérêt couverte" (PTIC), et stipule un recours au marché de change à terme pour couverture du risque de change<sup>1</sup>. Elle est exprimée de la manière suivante :

$$(F - S) / S = i - i^*,$$

avec :

- $F$  : taux de change à terme (*forward*) ;
- $S$  : taux de change au comptant (*spot*) ;
- $i, i^*$  : taux d'intérêt nominaux domestique et étranger, respectivement.

---

<sup>1</sup> La notion de couverture du risque de change est détaillée plus bas (Chapitre 2 – Section 2).

On déduit de cette relation que l'écart relatif entre taux à terme et celui au comptant est expliqué par l'écart des taux d'intérêt. Autrement dit, si la différence (relative) entre le taux de change à terme et le taux de change au comptant compense la différence des taux d'intérêt, le taux de change sera à parité selon la condition de la PTIC (Barmoullé et Augey [1998]).

#### A.2- La PTI non couverte (PTINC)

Dans le cas où la couverture n'est pas utilisée, la PTI est dite "non couverte" (PTINC). Elle représente, dans ce cas, un équilibre de "spéculation" et non "d'arbitrage" comme dans celui de la PTIC (Dropsy [2002]). Le taux de change à terme n'est pas considéré, mais un taux futur anticipé au comptant ( $S^a$ ) est utilisé ici.

La relation devient :  $(S^a - S) / S = i - i^*$

Ceci veut dire que l'on spéculer sur l'évolution future du taux de change, et que le taux de change est à parité lorsque la différence des taux d'intérêt entre les deux pays est compensée par la variation du taux de change sur une période donnée.

En introduisant les taux d'intérêts réels :

$$r = (P^a - P) / P, \text{ et}$$

$$r^* = (P^{*a} - P^*) / P^*,$$

avec  $P^a$  et  $P^{*a}$  : taux d'inflation anticipée domestique et étrangère, respectivement, la relation de PTINC réelle s'écrit :

$$(R^a - R) / R = r - r^*,$$

avec  $R^a$  : taux de change réel anticipé.

Cette relation peut être lue ainsi : le taux de dépréciation réel de la monnaie domestique est égal à la différence entre taux d'intérêt réels domestique et étranger.

#### **B- La théorie du choix de portefeuille**

L'explication de l'évolution du taux de change dans une logique patrimoniale s'inspire de la théorie du choix de portefeuille initiée dans les années 1950 par Tobin et

Markowitz. L'objectif des modèles issus est de donner une répartition optimale entre les composantes d'un portefeuille d'actifs en vue de tirer le maximum de rendement en fonction des risques inhérents à l'activité financière. Les trois types d'actifs composant un portefeuille, à savoir, monnaie nationale, titres nationaux et titres en monnaie étrangère, sont gérés dans cet esprit-là (Peyrard-Moulard [1996]).

Les modèles de choix de portefeuille développés dans les années 1970 relient entre l'évolution des taux de change nominaux et celle d'autres variables financières, notamment les taux d'intérêt. Les premières versions de modèles postulent l'hypothèse posée par les monétaristes de non substituabilité entre monnaies nationale et étrangère.

Dans ce qui suit on emprunte à Plihon [2001] une version simplifiée de l'influence du comportement des investisseurs sur le détermination du taux de change nominal dans un modèle à un pays.

Supposons:

- M : stock de monnaie nationale ;
- B : offre de titres nationaux ;
- F : détention nette de titres étrangers ;
- E : taux de change nominal bilatéral (avec cotation à l'incertain) ;
- W : richesse totale ;
- i et i\* : taux d'intérêt sur titres domestiques et étrangers, respectivement ;
- r et r\* : risques sur titres domestiques et étrangers, respectivement.

Partons de la relation comptable (1) qui décrit la contrainte budgétaire des détenteurs d'actifs, mesurée par (W). Les demandes des trois types d'actifs (M, B et FE) sont fonctions positives de (W) :

$$W = M + B + F.E \quad (1)$$

La demande de M est une fonction positive de i et i\* :

$$M = a ( i, i^*, r, r^* ) W \quad (2)$$

La demande de B est une fonction positive de i et r\*, et négative de i\* et r :

$$B = b ( i, i^*, r, r^* ) W \quad (3)$$

La demande de (F) exprimée en monnaie nationale (donc F.E) est une fonction positive de i\* et r, et négative de i et r\* : F.E = c ( i, i\*, r, r\* ) W (4)

Les coefficients (a, b et c) indiquent que les comportements des investisseurs à l'égard de chaque type d'actif ne sont pas indépendants les uns vis-à-vis des autres ( $a+b+c = 1$ ).

En combinant les équations de (1) à (4), on obtient :

$$E = f(i, i^*, r, r^*) W / F \quad (5)$$

De l'équation (5) on déduit que le taux de change est le prix qui assure l'équilibre sur les différents marchés d'actifs (nationaux et étrangers). Il est défini par les variables influençant l'offre et la demande sur ces marchés.

Selon ce modèle, une augmentation de (i) provoque une évolution positive dans la demande de (M) pour acquisition de (B). Cette implication, dans un contexte de marchés financiers internationalement intégrés, pousse la monnaie domestique à s'apprécier sous l'influence des afflux de capitaux internationaux en quête de meilleurs rendements, et vis versa. Aussi, une augmentation du volume de (M) se traduit par un accroissement de (B) et de (F). Ce dernier effet (accroissement de F) signifie une sortie de capitaux, et débouche, par conséquent sur une dépréciation de la monnaie domestique (Plihon [2001]).

D'autres auteurs tels que Miles [1978] et McKinnon [1982] lèvent l'hypothèse de non substituabilité des monnaies, postulée originellement par les monétaristes. Miles [1978] note que cette hypothèse est remise en cause pour des raisons relatives au développement des opérations monétaires et financières internationales. Au même titre que la monnaie nationale, les agents économiques résidents détiennent des monnaies étrangères à des fins de transaction, spéculation et précaution. Pour lui, on parle de substitution si un groupe de résidents (spéculateurs, multinationales ou même particuliers) détiennent des trésoreries en monnaies étrangères, en plus de la monnaie nationale, et en changeant la composition (niveau de chaque trésorerie) en fonction de changements dans d'autres variables économiques et financières<sup>1</sup>.

Le modèle de Miles [1978] montre que lorsque les taux d'intérêt domestiques baissent ou les anticipations inflationnistes progressent à la suite d'une augmentation de l'offre de monnaie nationale, les investisseurs procèdent à un changement de la composition de leurs portefeuilles de sorte que la part de la trésorerie en monnaie nationale décroît au profit des trésoreries en monnaies étrangères. En conséquence à cette

---

<sup>1</sup> Miles [1978], p. 428.

substitution, les flux d'offre et de demande de monnaies nationale et étrangère poussent le taux de change nominal à s'apprécier.

Dans une étude empirique, McKinnon [1982] montre que la substitution internationale des monnaies déstabilise les demandes nationales de monnaie qui deviennent, par conséquent, instables. Le raisonnement en matière de politique monétaire nationale (pour les pays ayant une monnaie convertible) doit se faire en termes de demande mondiale de monnaie (stable par contre)<sup>1</sup>. Les modèles d'explication des mouvements de taux de change basés sur la théorie de portefeuille deviennent ainsi plus pertinents.

### **C- La théorie de surréaction (surajustement)**

Dans cette théorie représentant la dynamique du modèle monétaire, Dornbusch propose en 1976 la thèse de surréaction à court terme des taux de change. C'est une tentative pour expliquer les mouvements de taux de change dans un contexte caractérisé par une parfaite mobilité de capitaux, un ajustement lent sur le marché des biens et services comparativement au marché d'actifs financiers et un rôle important des anticipations<sup>2</sup>. La théorie repose sur trois hypothèses :

- Dans le long terme, l'évolution du taux de change obéit au principe de la PPA relative, ainsi qu'à la théorie quantitative de la monnaie.
- Dans le court terme, il existe une forte influence des taux d'intérêt, et par conséquent des mouvements de capitaux sur les cours de change.
- Le degré d'adaptation aux chocs exogènes diffère entre marché des biens et services (et par la suite la balance courante) et le marché financier.

Dornbusch [1976] montre que dans le cas d'une baisse des taux d'intérêt domestiques (donc d'un excès d'offre monétaire), les intervenants sur le marché des changes anticipent la hausse des tensions inflationnistes et, donc, une dégradation du solde courant. Au moment où ces effets anticipés mettent du temps pour se réaliser (lenteur due à des aspects structurels), les agents sur les marchés financiers en général, et sur le marché des changes en particulier, vendent titres et monnaie domestiques, poussant ainsi cette dernière à se déprécier. Cette dépréciation prend une ampleur anticipée plus importante que celle qui aurait dû résulter pour rétablir l'équilibre de long terme du solde courant en

---

<sup>1</sup> McKinnon [1982], p. 320.

<sup>2</sup> Dornbusch [1976], pp. 1161-1162.

respectant le principe de la PPA. À plus long terme, la dépréciation tend à améliorer le solde courant par le biais des gains procurés en termes de compétitivité-prix. La valeur de la monnaie s'apprécie progressivement pour revenir à la PPA (Plihon [2001], Peyrard-Moulard [1996]).

### **D- Les théories fondées sur le rôle des anticipations et des comportements sur le marché des changes**

Lorsqu'on étudie la surréaction à la Dornbusch, on constate que l'anticipation des évolutions futures des cours joue un rôle important dans la détermination même de ces cours. Ici, on aborde d'autres approches pour l'explication de l'instabilité à court terme du taux de change et qui donnent une importance particulière aux anticipations et aux comportements des intervenants.

#### D.1- Bulles spéculatives et anticipations rationnelles

La notion de "bulle" désigne l'écart entre le taux de change déterminé par le marché (suite à la spéculation) et la valeur d'équilibre fondamental obéissant à l'évolution de grandeurs macroéconomiques. Dans un esprit walrassien, les bulles spéculatives sont rationnelles, et sont une conséquence d'anticipations rationnelles dans une hypothèse de marchés efficients (Aubin et Norel [2000], Plihon [2001])<sup>1</sup>. Les anticipations rationnelles sont considérées comme un cas de prévision parfaite faite à partir de lois de probabilité effectivement suivies par les phénomènes étudiés. C'est dire que le marché est efficient car il fournit toutes les informations nécessaires pour la détermination exacte de la prévision (du taux de change), et que les intervenants sur le marché connaissent le "vrai" modèle de fonctionnement de l'économie pour la détermination du taux de change (Guerrien [2000]).

Les anticipations rationnelles obéissent à une logique d'équilibre intertemporel en ce sens qu'elles "s'auto-réalisent" sur le marché des changes. Cette relation peut être décrite ainsi : lorsque les spéculateurs anticipent la dépréciation d'une monnaie par exemple, un mouvement de vente massif se forme et conduit ainsi à une dépréciation effective. Les anticipations sont donc "auto-réalisatrices", et "auto-validées" dans la mesure où l'appréciation de la monnaie parvient jusqu'au point anticipé initialement.

---

<sup>1</sup> Le concept d'anticipations rationnelles avancé par John Muth en 1960, a été repris par les Nouveaux Classiques, puis par la plupart des macroéconomistes dans les années 1970 et 1980 dans leurs modèles (Guerrien [2000], p. 26).

## D.2- Comportements et anticipations mimétiques

Dans un esprit keynésien, l'aspect rationnel des anticipations est remplacé par un caractère "mimétique". En fait, selon cette approche, les opérateurs sur le marché des changes ne disposent pas d'information complète. Ils sont influencés par les rumeurs (ou "news" selon Keynes), et ils adoptent un comportement mimétique qui se traduit par une "croyance" collective selon laquelle chaque opérateur imite les autres en croyant qu'ils détiennent l'information pertinente. Ce mouvement d'imitation (ou de contagion) fait que les cours changent brutalement (éclatement de la bulle) à cause de la tendance massive (vers l'achat ou la vente) créée sur le marché (Orléan [1996,2001]).

Ces analyses mettent l'accent sur la psychologie du marché pour l'explication des mouvements spéculatifs influençant la stabilité du marché, pour ainsi reprendre la définition donnée par Keynes à la spéculation, qui, selon lui, est « l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché ». Ce facteur psychologique, qu'est le comportement mimétique des acteurs du marché, a été finement décrit par Keynes dans sa célèbre métaphore comparant les marchés financiers à un "concours de beauté" selon des règles spécifiques : « le concours oppose les membres du jury entre eux, et non les candidates, et celui qui gagne est celui qui aura su deviner le choix des autres jurés »<sup>1</sup>.

## E- Le modèle de "marche au hasard" et la dynamique chartiste

Partant de l'incapacité des théories de change d'apporter des outils de prévision exacte des cours à court terme, Meese et Rogoff proposent en 1983 un modèle dit de "marche au hasard" pour désigner une certaine simplicité méthodologique de prévision. Cette dernière, repose alors sur la valeur actuelle du taux de change.

Ce modèle s'inspire de la pratique professionnelle en matière de détermination du taux sur le marché par les cambistes agissant pour le compte de ceux qui "font le marché" (ou "market makers"). À très court terme (moins d'un mois), la méthode chartiste (ou graphique) stipule qu'en intégrant toutes les informations disponibles, la valeur future du taux de change peut être déduite par extrapolation de celles du passé. Pour une période plus longue (trois à douze mois), la prévision du taux de change relève plutôt des fondamentaux macroéconomiques (Peyrard-Moulard [1996], Plihon [2001]).

---

<sup>1</sup> Davanne [1998], p. 19.

## **SECTION 2 : CADRE INSTITUTIONNEL DU TAUX DE CHANGE : RÉGIMES ET POLITIQUE DE CHANGE**

La présente section constitue une continuité pour la précédente. En fait, on a vu jusqu'ici, ce que représente le taux de change (notions élémentaires), et les facteurs économiques et psychologiques qui le déterminent à long et à court termes (théories de change). Ici, on passe à l'étude de la manière dont le taux de change est déterminé institutionnellement, c'est-à-dire sous forme de quelles configurations ou systèmes, les taux de change sont-ils déterminés et gérés. Ainsi, on traite dans un premier temps des "régimes de changes", et dans un second de la "politique de change".

### **21- LES RÉGIMES DE CHANGE**

#### **2.1.1. Le contexte d'implication du régime de change**

##### **A- Définition du régime de change**

Un régime de change est un ensemble de règles régissant le niveau, le moment et la manière d'intervention des autorités monétaires d'un pays sur le marché des changes, et par conséquent, le comportement du taux de change. Donc, le régime de change est une résultante de la relation entre autorités monétaires, marché des changes et comportement du taux de change. Le régime de change spécifie, d'un côté, la réglementation qui gouverne le fonctionnement du marché, et d'un autre côté, les aspects selon lesquels les autorités agissent (ou n'agissent pas) pour influencer les cours de change (Bernier [1997], Lahrèche-Révil [1999]). De cette façon, l'adoption d'un régime de change constitue un engagement durable de la part de l'État (à travers les autorités monétaires) et nécessite la définition des moyens pour le faire respecter. C'est pour cette raison qu'il fait l'objet d'une déclaration officielle au FMI.

##### **B- L'importance du choix d'un régime de change**

Lors de l'exposé des théories du taux de change, on a constaté que le taux de change influence (et est influencé par) d'autres variables d'ordre macroéconomique (surtout dans le moyen et le long terme). Par conséquent, le type de système régissant l'évolution du taux, c'est-à-dire, le régime de change en vigueur entre en relation avec ces

grandeurs économiques. Les échanges extérieurs, les mouvements de capitaux, le niveau d'activité économique, etc., sont influencés par le type de régime de change adopté. Dans ce contexte, la question qui se pose aux autorités est de connaître : quel type de régime permet d'assurer l'aboutissement aux objectifs de la politique économique (grands équilibres, taux d'inflation, taux de croissance), et quels sont ses marges de manœuvre et son mode d'ajustement macroéconomique. Le choix d'un régime de change par un pays a des incidences sur ses partenaires aussi, dans la mesure où ils sont affectés à leurs tours par le biais des compétitivités commerciales relatives et des mouvements de capitaux.

Pour comprendre cette question, on commence par la présentation des différentes configurations de régimes de change, à travers une typologie "bipolaire" dans un premier temps. Ensuite, on passe en revue une autre typologie, plus proche de la conception pratique, en un second temps.

### **2.1.2. Typologie "bipolaire" des régimes de change**

#### **A- Le régime de change fixe**

##### **A.1- Définition**

Lorsque les autorités monétaires d'un pays décident de fixer le taux de change (nominal) par la définition d'une parité de référence entre la monnaie domestique et une devise (ou un panier de devises), le régime est dit "de change fixe" (Barmoullé et Augey [1998]). À cette parité, la banque centrale s'engage à échanger sa monnaie dans le cadre des transactions internationales.

##### **A.2- Principe de fonctionnement**

Dans le cas où le marché des changes domestique est libéralisé, et la monnaie est convertible, la banque centrale s'engage à défendre son taux de change officiel (parité). Quand le taux déterminé par le marché (taux commercial) par rapport à une devise passe en dessus de la parité (dépréciation), la banque centrale intervient sur le marché en achetant sa monnaie et en vendant la devise jusqu'à ce que le cours revienne à sa parité officielle. Inversement, lorsque le cours du marché passe en dessous de la parité définie (appréciation), l'intervention consiste à vendre de la monnaie nationale en contrepartie de la devise en question.

## **B- Le régime de change flexible (ou flottant)**

### B.1- Définition

C'est un régime dans lequel les autorités monétaires ne prennent aucun engagement officiel pour déterminer le taux de change. Seules les forces du marché des changes décident, par le jeu de l'offre et de la demande, de la valeur d'équilibre du marché (Barmoullé et Augey [1998]). Cette liberté donne au taux de change un aspect flexible (d'où l'expression régime de change flexible). Il n'existe donc aucun contrôle de change, et logiquement la monnaie est convertible et le marché des changes est libéralisé.

### B.2- Principe de fonctionnement

Le régime qu'on vient de décrire, c'est-à-dire celui dans lequel seules l'offre et la demande des monnaies sur le marché des changes déterminent le taux de change, est qualifié de "flottement pur". Dans la pratique, cette configuration est peu fréquente, ou n'a que rarement existé (sauf pour quelques cas exceptionnels tels que l'Allemagne et les États-Unis comme l'indiquent Calvo [1997] et Frankel [1999]). Le flottement des monnaies est souvent "impur". Ceci veut dire que même dans les pays adoptant un régime de change flexible, les banques centrales ne laissent pas totalement la détermination des cours sur les marchés des changes se réaliser uniquement par l'action des intervenants non officiels. Les autorités monétaires essayent souvent d'exercer une influence directe sur le taux de change courant au marché par le biais d'interventions officielles.

## **C- Régimes de change polaires et termes nominal et réel du taux de change**

Lors de la description des deux régimes polaires (fixe et flexible), on s'est basé sur des taux de change nominaux. C'est-à-dire que la fixité ou la flexibilité du taux de change, caractérisant le régime considéré, est nominale. Donc, un régime de change fixe est d'abord un régime de change nominal fixe. En parallèle, un régime de change flexible est un régime de change nominal flexible. Alors, qu'en est-il du taux de change réel ?

Comme le montrent Aubin et Norel [2000], dans une logique de PPA, le taux de change réel est donné :  $TCR = E \cdot P^* / P$ . Ceci signifie que le taux de change réel ne peut être lui aussi stable (dans le cas de change fixe) que si les prix évoluent dans les mêmes proportions dans les deux pays. Or, les niveaux d'évolution des prix (taux d'inflation)

différent souvent. Il apparaît donc que le régime de change fixe est un régime de change réel variable (ou flexible).

Respectant toujours le principe de la PPA, le régime de change flexible est considéré comme un régime de change réel fixe (du moins dans le moyen et long terme). Puisque la variation relative des niveaux des prix ( $P / P^*$ ) correspond à la variation du taux de change, le TCR reste stable. Toutefois, si l'équivalence entre taux de change courant et variation relative des niveaux des prix n'est pas vérifiée (dans le moyen et long terme), le régime de change flexible ne peut plus être considéré comme régime de change réel fixe.

### **2.1.3. Typologie des régimes de change en pratique**

La typologie "bipolaire" des régimes de change est une dichotomie simplificatrice. En réalité, il existe trois grands types de régimes, dont chacun regroupe plusieurs configurations. On retrouve aux deux extrémités les deux grands régimes (fixes et flexibles) entre lesquels se placent des régimes dits "intermédiaires" caractérisés par une flexibilité graduellement croissante (ou une fixité décroissante). Frankel [1999,2003] propose un *continuum de flexibilité* pour présenter les différents types de régimes de change en pratique.

#### **A- Les régimes de change fixes**

Assurant, en principe, une stabilité nominale du taux de change, les régimes de change fixes procurent une stabilité externe, stimulant les échanges et les mouvements de capitaux, et favorisant par conséquent la croissance et l'équilibre interne. On distingue souvent trois régimes de change fixes.

##### **A.1- L'union monétaire**

C'est le cas où un ensemble de pays (du moins deux) utilisent la même unité monétaire, formant ainsi un seul espace monétaire (et financier). La monnaie utilisée peut être commune. Dans ce cas, les pays gardent leurs monnaies nationales et fixent irrévocablement leurs taux de change. Dans le cas extrême, la monnaie à l'usage devient unique, c'est-à-dire que les pays formant l'union monétaire abandonnent définitivement l'utilisation de leurs monnaies domestiques, pour que celles-ci soient remplacées par une seule monnaie (cas de l'euro et du franc CFA).

La forme contemporaine des unions monétaires est inspirée des travaux sur les "zones monétaires optimales" (ZMO) dans le début des années 1960. Une ZMO est définie comme « une entité géographique dans laquelle il est optimal pour des États souverains de fixer délibérément et irrévocablement leurs taux de change internes et d'adopter une monnaie unique qui ne peut, dès lors, fluctuer que vis-à-vis du reste du monde »<sup>1, 2</sup>.

#### A.2- La caisse d'émission

Une caisse d'émission (ou "*currency board*") est une institution monétaire liée au fonctionnement d'un régime de change qui s'apparente, dans son principe, à l'étalon-or d'avant 1914. Dans un régime pareil, la base monétaire (monnaie fiduciaire et réserves obligatoires des banques secondaires) en circulation dans un pays devient parfaitement égale au montant détenu de réserves en devises par la banque centrale. Ceci signifie que le pays est dépourvu totalement de son autonomie en matière de politique monétaire. La croissance du niveau des réserves donne lieu à l'émission de monnaie domestique. Dans le sens contraire, une baisse du niveau des réserves signifie une contraction monétaire.

Ce mécanisme explique un mode de régulation automatique des déséquilibres de paiements. En cas de déficit (traduit par une baisse du niveau des réserves de change), l'offre monétaire diminue et provoque une contraction de la dépense domestique et un retour à l'équilibre externe par conséquent.

Dans un régime de caisse d'émission, le taux de change est fixé irrévocablement par la loi, où l'on inscrit, éventuellement, la parité dans la constitution comme dans le cas de l'Argentine au début des années 1990. En parallèle, la monnaie domestique est parfaitement convertible et les taux d'intérêt doivent, en principe, être proches de ceux de la monnaie-étalon.

#### A.3- La dollarisation

*Stricto sensu*, la dollarisation signifie le remplacement total (dollarisation totale) ou partiel (dollarisation partielle) d'une monnaie domestique par le dollar U.S., pour les trois fonctions traditionnelles d'une monnaie (unité de compte, instrument d'échange et

---

<sup>1</sup> Raybaut et Torre [2004], p. 38.

<sup>2</sup> D'autres aspects relatifs aux ZMO sont détaillés plus loin (Chapitre 3 – Section 1).

réserve de valeur). *Lato sensu*, ce terme est utilisé dans les cas où une devise autre que le dollar U.S. est utilisée pour remplacer une monnaie nationale.

La dollarisation peut être "non officielle" (ou "de fait") comme dans le cas du Liban, Israël, Russie, etc. Une part importante de la richesse détenue par les résidents et des transactions effectuées est libellée en la devise. La dollarisation est dite "officielle" si elle émane d'une décision politique explicite (Panama, Equateur, Salvador, etc.). Dans ce deuxième cas, on distingue deux autres types. Une dollarisation unilatérale sans engagement explicite des autorités monétaires du pays "tuteur". C'est généralement le cas de très petites économies (Iles Marshall, Porto Rico, etc.). De l'autre côté, une dollarisation bilatérale implique à la fois le pays tuteur et un pays d'une taille (économique) assez importante. Dans une situation pareille, la dollarisation est négociée entre les deux pays et se base sur des engagements de part et d'autre.

La dollarisation "officielle" (et "non officielle" dans une certaine mesure) constituent un abandon de l'autonomie monétaire et un accroissement de la vulnérabilité aux aléas externes (déséquilibres de paiements, changement de politique monétaire du pays tuteur, etc.). C'est une caractéristique partagée avec le régime à caisse d'émission. D'ailleurs, ceci n'est pas le seul point en commun entre ces deux formes, car parmi les raisons fondamentales du choix de ces solutions on trouve généralement un déficit en termes de crédibilité de la banque centrale et une hyperinflation importante. Un rattachement rigoureux (caisse d'émission) ou un remplacement de la monnaie domestique par une grande devise (dollarisation) procure plus de crédibilité pour l'économie d'une manière générale, et aide à faire baisser le niveau d'inflation et à attirer des investissements étrangers. Toutefois, après l'effondrement du "*currency board*" argentin en 2001, la dollarisation (totale) a semblé être la seule solution "miracle" pour aboutir aux objectifs de stabilisation monétaire, note Ponsot [2006].

### **B- Les régimes de change intermédiaires**

Contrairement aux régimes de change fixes qui représentent un ancrage nominal ferme ou rigide (fixation stricte du taux de change nominal), si ce n'est l'utilisation d'autres monnaies, les régimes intermédiaires sont considérés comme régimes où l'ancrage nominal est souple ou révisable. Ceci veut dire que les régimes intermédiaires se basent eux aussi sur le principe de la fixité, mais la différence est que cette dernière

n'est plus rigide ou irrévocable d'un côté, et que la politique de fixation du taux de change ne représente pas un engagement institutionnel comme il en est cas dans les régimes qualifiés de fixes, d'un autre côté (Frankel [2003]).

### B.1- La parité fixe mais ajustable

C'est un régime qui s'assimile à celui pratiqué entre les "grandes" monnaies dans la période "Bretton-Woods". Le régime de parités fixes mais ajustables (ou "*adjustable but fixed peg*") est caractérisé par une fixité du taux de change mais avec possibilité de redéfinition des parités. La modification intervient dans le cas de déséquilibres de paiements pour assurer le mécanisme d'ajustement. En d'autres termes, c'est un régime d'ancrage nominal révisable. Dans certains cas, "l'ancre" pourrait être le taux de change réel, mais avec une procédure d'ajustement discontinue.

### B.2- Les parités glissantes

Le régime de parités glissantes ou "rampantes" (ou "*crawling peg*") est une mesure souvent utilisée par les pays qui connaissent des niveaux d'inflation très importants. Il peut être assimilé à une suite de "mini-dévaluations" dans la mesure où les autorités monétaires semblent défendre (continuellement) des parités nominales. Mais en réalité, l'évolution du taux de change essaye de respecter un taux de change réel stable.

Frankel [1999] explique deux mesures de "glissade" du taux de change. La première consiste en un "pré-annonce" (ou calendrier) de changements de parités. Le taux des dévaluations est en principe plus bas que le taux anticipé d'inflation. Une telle mesure a été suivie par le Chili et l'Argentine pour combattre l'inflation dans les années 1970 et 1980. Le deuxième type de parités glissantes est "indexé" au taux d'inflation, c'est-à-dire que les autorités monétaires fixent un taux de dévaluation égale à celui de l'évolution du niveau des prix, assurant ainsi un taux de change réel stable.

### B.3- La fixation autour d'un panier

La fixation autour d'un panier (ou "*basket peg*") est une solution qui signifie le rattachement de la monnaie s'effectue à plusieurs devises (panier) et non à une seule. Généralement, se sont des pays ouverts sur un commerce international à structure géographique diversifiée qui font recours à ce régime. L'argument de base est que la

fixation autour d'un panier stabilise le taux de change effectif mieux que le rattachement à une seule devise en cas de fluctuations entre les principales devises.

Williamson [1996] propose pour les pays d'Asie du sud-est, dont les taux d'ouverture commerciale sont importants, d'adopter un panier commun constitué du dollar U.S., du Yen et de la monnaie d'un pays asiatique performant<sup>1</sup>. La pondération des devises constituant le panier commun est basée sur les coefficients relatifs au commerce extra-régional de toute la région. L'avantage de cette procédure est, principalement, d'éviter les dévaluations compétitives entre les pays de la région en cas de chocs dus aux fluctuations des trois monnaies internationales l'une vis-à-vis de l'autre. D'autre part, les autorités monétaires des pays de la région peuvent se fixer conjointement des marges d'intervention commune en cas de tensions sur les marchés des changes.

#### B.4- Les zones-cibles (ou bandes de fluctuation)

Dans ce régime, les autorités monétaires du pays considéré s'engagent à défendre la parité si le taux de change courant du marché s'approche des limites d'une bande de fluctuation (ou "*band*") autorisée (autour de la parité centrale) et annoncée au préalable. Le Mécanisme de change européen instauré en 1979 en est un exemple concret.

Le concept de zone-cible (ou "*target zone*") défini par Williamson en 1983 repose sur l'idée de contenir le taux de change d'équilibre fondamental (le FEER étudié plus haut). Ainsi, la zone-cible ou la bande de fluctuation autorisée constitue une marge d'erreur dans l'évaluation du FEER. Ultérieurement, Krugman [1991] donne une conception plus simplifiée de la zone-cible, où la parité centrale est définie entant que taux de change nominal. Selon Krugman, l'engagement pris par des autorités monétaires (crédibles) à intervenir sur le marché en cas de rapprochement du taux courant des limites de la bande, exerce un impact stabilisateur sur le comportement du taux de change à l'intérieur de la bande. C'est dire que, même sans une intervention effective, il existe une forte probabilité que le taux courant du marché reste dans les limites de la zone-cible<sup>2</sup>.

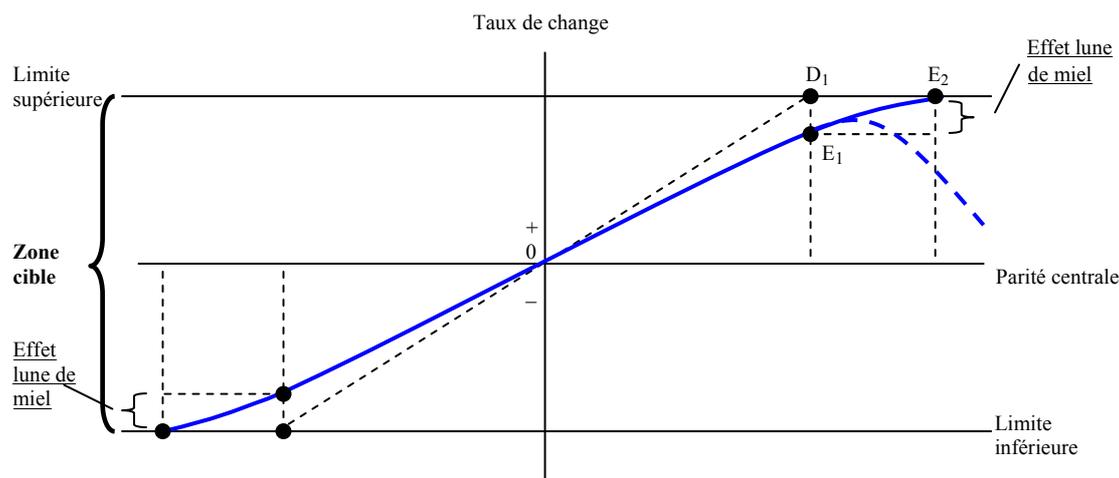
---

<sup>1</sup> Ultérieurement (in Williamson [2000a]), l'auteur propose un panier constitué de parts de dollar U.S., de yen et d'euro.

<sup>2</sup> L'hypothèse de la parfaite crédibilité des autorités monétaires (ou de la zone-cible) signifie que les agents du marché croient que les limites de la bande sont fixées pour toujours et que le taux de change va rester pour toujours à l'intérieur de la bande (Aglietta [1997]).

Dans l'exemple suivant, Caves et alii [2003] expliquent "l'effet lune de miel" (ou "*honeymoon effect*") mentionné dans le modèle de Krugman [1991]. Le graphique ci-dessous représente le comportement du taux de change nominal ( $E$ ) d'une monnaie à l'intérieur d'une zone-cible gérée par des autorités monétaires (crédibles). Dès que ( $E$ ) se rapproche de la limite supérieure de la bande (niveau  $E_1$  dont la diagonale croise la limite supérieure dans le point  $D_1$ ), les investisseurs anticipent l'intervention des autorités monétaires et révisent, par conséquent, leurs anticipations dans le sens de la baisse de ( $E$ ). De cette façon, la spéculation contribue elle-même à rediriger ( $E$ ) en direction de la parité centrale avant même que les autorités n'interviennent pour ce faire. La marge définie par la distance entre ( $E_1$ ) et ( $D_1$ ) constitue "l'effet lune de miel". Le point ( $E_2$ ) représente la limite extrême dans laquelle les autorités sont obligées d'intervenir (en cas "d'expiration de la lune de miel").

**Figure (1.1.) : Zone-cible crédible et effet lune de miel**



**Source :** Caves et alii [2003].

En définitive, on peut parler d'autres configurations de régimes intermédiaires, notamment la proposition de Williamson d'un régime qui regroupe les caractéristiques des trois derniers régimes intermédiaires à la fois. Le régime de change proposé tolère une bande de fluctuation glissante autour d'une parité centrale dont l'objet de rattachement est un panier de devises. Ce régime est dit "BBC" ("*Basket, Band, Crawl*") – terminologie empruntée à Dornbusch. Cette solution intermédiaire composée sera plus détaillée, entre autres, lorsqu'on passera à l'analyse de la relation entre régimes et crises de change, plus loin dans ce travail.

### C- Les régimes de change flottants

Ce sont des régimes laissant une plus grande liberté au fonctionnement libre du marché des changes, conjuguée souvent à une convertibilité intégrale de la monnaie. On en distingue deux types: flottement administré et flottement libre ou indépendant.

#### C.1- Le flottement administré

Connu aussi comme "flottement impur", ce régime est défini, comme noté plus haut, par l'aptitude de la banque centrale à intervenir sur le marché des changes de manière occasionnelle. L'intervention ne vise pas la défense d'une parité ou marge de fluctuation particulières. Elle consiste en une "marche contre le vent" (expression qui schématise la tendance du marché). Lorsqu'il y a appréciation de la monnaie domestique, la banque centrale achète des devises en vendant sa monnaie. Si par contre la tendance est vers la dépréciation, la banque centrale vend des devises pour racheter sa propre monnaie.

#### C.2- Le flottement libre ou indépendant

Théoriquement, les autorités monétaires laissent le libre jeu de l'offre et de la demande sur le marché des changes déterminer le taux de change nominal. La banque centrale ne s'occupe dans ce cas que de la conduite de la politique monétaire. Mais en réalité, la monnaie la plus proche d'un tel régime est le dollar U.S., sans pour autant que la banque centrale américaine ("*Fed*") ne soit complètement à l'écart du marché des changes.

## 2.2. LA POLITIQUE DE CHANGE

La détermination et l'évolution du taux de change sont censées être régies par une pure confrontation de l'offre et de la demande des différentes monnaies sur le marché des changes, lorsque ce dernier est libéralisé et les monnaies sont convertibles entre elles. Cette conception est corollaire d'un régime de change flexible ou flottant. Toutefois, les autorités monétaires d'un pays agissent sur le change à travers plusieurs instruments et selon différentes façons suivant le régime de change adopté et les objectifs de la politique économique conçue. La politique de change est la manière par laquelle les autorités monétaires appréhendent le taux de change en tant qu'objectif (intermédiaire) pour parvenir à la réalisation des objectifs finals de la politique économique. La politique de change est

conditionnée par le type de régime de change suivi. Ce dernier implique des mesures et instruments spécifiques traduits en termes de degré de libéralisation du change, de détermination et de modification de la valeur du change et de types d'intervention de la banque centrale sur le marché des changes (Guillochon [1998]).

### **2.2.1. La convertibilité**

La réglementation des changes consiste à définir des règles à travers lesquelles les autorités monétaires d'un pays contrôlent le change de leur monnaie. L'aspect le plus important en la matière est le degré de convertibilité de cette dernière.

La convertibilité d'une monnaie est définie par sa capacité à être échangée plus ou moins librement contre d'autres monnaies. Le principe de convertibilité repose sur le degré d'engagement des autorités monétaires à accepter de racheter la monnaie domestique (moyennant des devises), et à libéraliser plus ou moins les opérations ayant pour objet sa propre monnaie sur les marchés des changes (Plihon [2001]). De cette double obligation, on peut distinguer plusieurs niveaux de convertibilité.

#### **A- Convertibilité administrée**

Les autorités monétaires instaurent un contrôle de change strict, et obligent les résidents de leur transmettre toute recette en devises. Les sorties sont limitées en quantité, et une demande préalable doit être faite auprès de la banque centrale aussi. La convertibilité administrée traduit en réalité une situation d'inconvertibilité de la monnaie et d'absence effective d'un marché des changes. Ainsi, le taux de change perd toute faculté de régulation tant que prix, pour n'assumer qu'un rôle de numéraire en matière de conversion administrative par rapport aux monnaies étrangères (Kenniche [2001]).

#### **B- Convertibilité limitée (partielle)**

##### **B.1- Convertibilité limitée aux opérations courantes**

À ce niveau, la convertibilité est limitée aux transactions courantes (exportations, importations, transferts de revenus). Dans certains pays en développement, les restrictions vont plus loin. Plusieurs taux de change peuvent co-exister sur le marché des changes pour encourager certains types d'importations au détriment d'autres, ou

carrément pour décourager les importations et encourager les exportations, par exemple. Les opérations financières sont exclues – chose qui est assimilée à un contrôle de mouvements de capitaux.

### **B.2- Convertibilité externe**

En plus des opérations courantes, les autorités monétaires s'engagent à garantir l'échange de la monnaie domestique pour les opérations relatives au compte financier (compte du capital).

### **C- Convertibilité interne (intégrale)**

Toute limitation de transactions nécessitant des opérations de change est levée. Les autorités monétaires s'engagent à garantir la libre convertibilité de la monnaie domestique sur les marchés des changes, et accepte de la racheter de tout opérateur (résident ou non-résident).

## **2.2.2. La détermination de la parité et sa modification**

### **A- L'objet de fixation du taux de change**

Les régimes de change fixes sont des configurations où les autorités monétaires définissent rigoureusement la valeur externe de la monnaie domestique. Mais, le problème qui se pose dès le départ est de choisir une monnaie servant comme monnaie de rattachement (ou "ancrage"). Souvent, le pays qui rattache sa monnaie à une autre, choisit une monnaie internationale en laquelle il effectue une part importante de ses transactions, ou simplement celle dont le pays émetteur est un principal partenaire (Lindert et Pugel [1997]). Actuellement, des monnaies internationales telles que le dollar U.S., l'euro et dans une moindre mesure le yen, sont les principales monnaies de rattachement.

Par ailleurs, l'ancrage peut ne pas se faire par rapport à une seule monnaie, mais à plusieurs, formant ainsi un panier de rattachement. Cette mesure est entreprise dans un souci de stabilisation du taux de change effectif, comme il a été noté lors de la description du régime de change intermédiaire consistant en la fixation autour d'un panier.

Le choix d'un panier est gouverné aussi par l'importance relative des monnaies le composant. Ainsi, un pays peut choisir une combinaison des monnaies de ses principaux

partenaires ou d'autres monnaies de rang international. Cependant, il existe des monnaies scripturales définies par des paniers tels que les "droits de tirage spéciaux" (DTS) qui représentent des actifs de réserve émis par le FMI<sup>1</sup>. Avant la création de l'euro, un autre panier était constitué de onze monnaies européennes (ECU ou "*European Currency Unit*").

### **B- Le choix du cours officiel**

Lorsqu'un pays rattache sa monnaie à une seule devise ou à un panier, il doit en déterminer la parité, c'est-à-dire donner une valeur fixe à sa monnaie par rapport aux devises faisant l'objet d'ancres. Ainsi, pour les régimes de change rigoureusement fixes (union monétaire et caisse d'émission), les autorités monétaires adoptent une politique d'ancrage nominal de change. Pour les régimes "moins" fixes (régimes intermédiaires), le fait que la fixité ne soit pas absolue ou rigide donne aux autorités des possibilités de défense d'un taux de change réel stable. Ceci veut dire que l'objectif d'ancrage nominal peut être remplacé par celui d'ancrage réel. Tel pourrait être le cas pour un régime comme celui à parités glissantes (Aubin et Norel [2000]).

Pour ce qui est de la parité nominale choisie, la banque centrale a la possibilité de se baser sur une référence en termes de taux de change d'équilibre. Dans ce sens, la parité pourrait être déterminée en termes de FEER ou de BEER, par exemple. Des marges de fluctuation sont tolérées autour du taux central officiel dans un régime de bande de fluctuation ou zone-cible.

### **C- La modification de la parité**

La raison sous-jacente de toute modification de la parité préétablie est en réalité liée, principalement, aux motivations des autorités monétaires vis-à-vis du type d'ancrage (nominal ou réel) traduit par tel ou tel régime de change. D'autre part, la modification peut être aussi contrainte par l'évolution de certains indicateurs, due à la situation économique générale et / ou aux comportements des opérateurs sur les marchés des changes. D'une manière générale, on peut dire que la modification de la parité est soit une obligation soit un choix de politique de change. Dans les deux cas, d'autres facteurs jouent un rôle dans le processus de prise de décision.

---

<sup>1</sup> La valeur d'un DTS est actuellement définie par des combinaisons ajustables comprenant le dollar U.S, l'euro, le yen et la livre sterling.

### C.1- Le moment de la modification

Dans un régime ultra-fixe tel que la caisse d'émission, la création monétaire est liée étroitement au niveau des réserves de change. Toute variation de celles-ci entraîne des effets quantitatifs sur les niveaux des prix et de l'activité. Un choc d'une ampleur importante incite les autorités à abandonner définitivement la parité en procédant à une "dévaluation" de la monnaie domestique. Dans d'autres régimes à ancrage nominal tel que les parités fixes mais ajustables, un changement de parité est influencé par une situation de déséquilibre externe insoutenable au même taux de change, ou d'une baisse alarmante du niveau des réserves servant pour défendre la parité. On reviendra largement sur ce point lorsqu'on traitera des mécanismes de déclenchement des crises de change par attaques spéculatives dans le second chapitre.

Pour les régimes de fixité (intermédiaire) où la parité est définie selon un objectif d'ancrage réel, la modification de la parité est effectuée selon un calendrier préétabli comme il a été décrit plus haut. Dans ce type de régime, les autorités effectuent des "mini-dévaluations" à répétition pour combattre des situations d'inflation élevée.

Pour un régime de zone-cible, la largeur de la bande de fluctuation exerce un effet sur la détermination du moment (ou de la période) du changement de la parité. En effet, une bande large donne au taux de change réel une marge plus ou moins importante pour fluctuer autour de la parité centrale.

### C.2- La dévaluation

En changes flexibles, la baisse de la valeur de la monnaie est qualifiée de "dépréciation". Symétriquement, une hausse signifie une "appréciation". Ces mouvements sont des conséquences du libre jeu du marché des changes. En changes fixes ou assimilés, la modification de la parité officielle est due à une décision (politique) des autorités. Une baisse de la valeur de la monnaie est dite "dévaluation". La hausse est une "réévaluation".

L'objectif principal d'une dévaluation est d'éliminer, ou du moins diminuer, le déficit de la balance commerciale. La dévaluation déclenche un mécanisme régulateur du déficit commercial à condition qu'elle améliore la "compétitivité-prix" du pays. Le principe est simple : une dévaluation permet, d'une part, le renchérissement des importations influençant ainsi la demande d'importation en volume à la baisse, et d'autre

part, elle rend les prix des produits à l'exportation (exprimés en devises) moins chers, ce qui implique une augmentation des volumes exportés. Toutefois, une dévaluation ne serait profitable que s'il en résulte un accroissement en valeur des exportations, dû au gain de compétitivité, supérieur à l'effet de renchérissement des importations, exprimé en monnaie nationale (Breton et Schor [1993], Kenniche [2001]).

Le "théorème des élasticités-critiques" ou "condition de Marshall-Lerner" donne la condition d'un gain en termes de compétitivité en mettant l'accent sur les élasticités-prix, c'est-à-dire le niveau de sensibilité des volumes échangés par rapport aux changements de prix. Le théorème stipule que lorsque les offres d'importation et d'exportation sont parfaitement élastiques par rapport aux prix, une variation du taux de change implique une variation du solde de la balance courante dans le même sens si la somme des élasticités-prix de demande d'exportation et d'importation est supérieure à l'unité (Aubin et Norel [2001]) :  $\eta_x + \eta_M > 1$ ,

avec  $\eta_x$  et  $\eta_M$  : élasticités de demande d'exportation et d'importation respectivement<sup>1</sup>.

Cette dynamique a des prolongements sur le plan interne de l'économie. Lorsque la demande extérieure (exportations) augmente, elle tire avec elle le volume de production nationale, réduisant ainsi le niveau de chômage. Un autre effet avantageux est à citer. Il s'agit de l'amélioration du niveau des réserves de change due à l'arrêt que provoque une dévaluation en termes de fuite de capitaux causée par les mesures de défense de la parité antérieures à la dévaluation.

Nonobstant, la baisse de la valeur de la monnaie peut ne pas avoir les effets favorables escomptés. C'est le cas où l'effet "pervers" est supérieur à l'effet "favorable" : la "condition de Marshall-Lerner" n'est pas remplie. En effet, la détérioration des termes de l'échange (exprimés par le rapport : Prix des exportations / Prix des importations) qui en résulte favorise une inflation importée qui limite à son tour l'effet positif sur les exportations par le biais du renchérissement de la production domestique<sup>2</sup>. Probablement, cette perte de compétitivité à cause de l'appréciation du TCR entraîne d'autres dévaluations et donne lieu ainsi à un "cercle vicieux".

---

<sup>1</sup> Pour une démonstration de la condition de Marshall-Lerner, voir Aglietta [1997] ou Caves et alii [2003].

<sup>2</sup> L'inflation importée est la hausse du niveau des prix domestiques par suite au renchérissement des importations libellées en monnaie nationale.

### C.3- La réévaluation

La réévaluation d'une monnaie paraît comme une mesure symétrique à la dévaluation du fait qu'elle constitue une modification officielle à la hausse de la parité. Toutefois, la réévaluation se distingue par des motivations différentes. Trois facteurs poussent les autorités monétaires à réévaluer la parité de la monnaie nationale. D'abord, la disparité des niveaux d'inflation peut inciter le pays qui connaît un niveau important d'inflation à réévaluer pour freiner cette dernière et réaliser des gains de productivité. Ensuite, les capitaux spéculatifs reçus par un pays provoquent un excédent de sa balance de capitaux : le déséquilibre est régulé soit en diminuant les taux d'intérêt et stimuler par conséquent les tensions inflationnistes, soit en réévaluant le taux de change, qui est en quelque sorte une manière de synchronisation avec la tendance à la hausse des prix d'autres actifs. Ceci paraît asymétrique aux motivations d'une dévaluation dans la mesure où celle-ci est conçue comme réponse à un déséquilibre courant et non financier.

Enfin, la réévaluation est parfois liée à la spécificité structurelle d'une économie caractérisée par une persistance de gains relatifs de compétitivité. La balance des paiements devient de plus en plus excédentaire si la forte productivité de l'économie n'est pas absorbée par une hausse des prix, et la monnaie devient ainsi sous-évaluée.

#### **2.2.3. Les interventions de la banque centrale**

Outre les mesures de contrôle de change et de modification de la parité (dévaluation ou réévaluation), la banque centrale est capable d'influencer le cours de sa monnaie par des mesures d'intervention sur différents marchés (des changes et monétaire). Ces mesures sont appliquées dans le cadre des différents régimes de changes, sauf dans le cas d'un flottement libre qui exclut, par définition, toute intervention publique.

#### **A- L'intervention directe sur le marché des changes**

##### A.1- Principe

Une intervention directe sur le marché des changes consiste à "aller contre le vent". Lorsque la tendance de la valeur de la monnaie nationale sur le marché des changes est à la baisse, la banque centrale agit en rachetant sa propre monnaie contre la (ou les) devise(s) de rattachement, jusqu'à ce que le cours parvienne au niveau de la parité

officielle ou du moins s'encadre dans la bande tolérée. Dans le sens contraire, où la monnaie nationale s'apprécie, la banque centrale procède à la vente de sa monnaie contre l'achat de devises jusqu'à la restauration de l'égalité : cours courant = parité officielle (ou retour dans la bande). Donc, l'intervention de la banque centrale sur le marché s'effectue par le biais de l'achat de la monnaie appréciée (vente de la monnaie nationale dépréciée) ou la vente de la devise dépréciée (achat de la monnaie nationale appréciée).

Souvent, l'action d'intervention s'exerce sur les taux au comptant. Ceci dit, par le biais de l'affectation du niveau de liquidité en monnaie locale, les taux d'intérêt sur le marché monétaire sont aussi modifiés, et par conséquent les taux de change à terme. Si la valeur de la monnaie locale est à la baisse, la banque centrale la rachète et diminue ainsi sa liquidité sur le marché monétaire, ce qui provoque une hausse des taux d'intérêt à court terme. Symétriquement, si la monnaie s'apprécie, la banque centrale la revend et accroît par conséquent sa liquidité, ce qui fait baisser les taux d'intérêt à court terme.

#### A.2- Les interventions stérilisées

On constate que l'intervention de la banque centrale sur le marché des changes affecte directement le niveau de la masse monétaire et des taux d'intérêt, ce qui peut avoir des conséquences non désirées sur l'activité économique et le niveau des prix. Pour éviter ces effets négatifs, la banque centrale essaye de neutraliser son action en pratiquant des interventions dites "stérilisées". Le principe consiste à compenser l'impact sur la masse monétaire par une action visant un effet contraire. Si la banque centrale revend sa monnaie, dans le cadre d'une défense contre l'appréciation, augmentant ainsi le niveau de la masse monétaire, elle peut agir pour enrayer le gonflement de celle-ci en effectuant simultanément des "swaps" emprunteurs de sa monnaie. C'est-à-dire, échanger des prêts en devises contre des emprunts en monnaie locale avec des banques commerciales. Ainsi, l'augmentation du niveau de la masse monétaire est aussitôt compensée par une diminution de même ampleur (Aubin et Norel [2000]).

Dans ce même exemple (défense contre l'appréciation), une autre technique consiste à ce que la banque centrale revende des titres (ou actifs) publics domestiques (bons de trésor par exemple). Cette opération dégonfle l'actif total de son bilan après qu'il ait été gonflé par l'accroissement du niveau des réserves. Le cas d'une intervention pour défense contre la dépréciation implique symétriquement des mécanismes inverses.

## **B- Les interventions par décisions de politique monétaire**

Une manipulation des taux d'intérêt peut permettre d'influencer les cours de change. Un relèvement des taux entraîne une augmentation de la demande de la monnaie dans laquelle la rémunération des placements devient plus intéressante, et par conséquent une appréciation. La dépréciation est provoquée par une baisse des taux d'intérêt. Par ailleurs, Hnatkovska, Lahiri et Végh [2008] montrent, à partir d'un modèle pour une petite économie ouverte, que le sens de la relation entre variations des taux d'intérêt et celles des taux de change n'est pas toujours aussi évident. Une hausse des taux d'intérêt génère trois effets différents: une augmentation de la charge de la dette publique, une réduction du revenu à cause de la hausse des coûts de production et une hausse de la demande d'actifs monétaires domestiques. Les deux premiers effets conduisent à une dépréciation de la monnaie, tandis que le troisième agit dans le sens de l'appréciation. L'influence nette des variations des taux d'intérêt sur le taux de change dépend des poids relatifs des trois effets.

En pratique, une politique active de taux d'intérêt accompagne les interventions des banques centrales sur les marchés des changes. Les deux mesures entreprises conjointement exercent un "effet de portefeuille" à travers lequel les opérateurs sur les marchés des changes modifient la composition de leurs portefeuilles de façon à optimiser leurs choix. Les variations des taux d'intérêt et de change influencent la modification de la composition par devises des portefeuilles, ce qui affecte davantage le taux de change.

## **C- Les interventions par effet de "signal"**

Ce type d'intervention permet d'agir sur le comportement des opérateurs (éventuellement mimétique) en leur envoyant des signaux sur l'évolution future du taux de change. Ce dernier reflète les anticipations à propos de la politique économique menée par les autorités publiques dans l'avenir (Plihon [2001]). Donc, si ces dernières divulguent des informations sur les marchés (à travers des déclarations périodiques, etc.), les opérateurs croient en la crédibilité des indications des autorités et agissent dans le sens voulu. Une intervention stérilisée constitue, elle aussi, un effet de signal aux marchés. Par le biais de son action, la banque centrale déclare et transmet aux opérateurs le niveau du taux de change souhaitable (considéré comme indicateur de l'évolution future de la politique macroéconomique). De ce fait, les opérateurs suivent la tendance des autorités monétaires détentrices d'informations "plus pertinentes".

## **SECTION 3 : ÉVOLUTION DES RÉGIMES DE CHANGE À TRAVERS L'HISTOIRE DES SMI DEPUIS LE XIX<sup>ème</sup> SIÈCLE**

Un système monétaire international (SMI) se définit comme étant un ensemble de règles pour la détermination des taux de change, et d'institutions à vocation internationale régissant des mécanismes qui permettent le règlement des transactions entre pays (ou zones) (Bernier [1997]). Ces mécanismes ont une triple fonction. Autrement dit, chaque SMI se distingue par trois caractéristiques fondamentales : la (ou les) monnaie(s) jouant un rôle de monnaie(s) internationale(s), la définition des relations entre différentes monnaies et de la nature des régimes de change, et pour finir, le processus d'ajustement de paiements en cas de déséquilibre externe et sa relation avec l'équilibre interne (Peyrard-Moulard [1996], de Mourgues [2000]).

Dans une perspective historique, on présente dans un premier temps deux périodes régies par des changes fixes, interrompues par un passage qualifié de "désordre monétaire international". Ensuite, une période qui dure jusqu'à présent, caractérisée par de multiples tendances, est présentée dans un second temps.

### **3.1. FONCTIONS ET CARACTÉRISTIQUES D'UN SMI**

#### **3.1.1. Utilisation d'une monnaie internationale**

Une monnaie internationale jouit d'une crédibilité dépassant les frontières d'un seul pays. Elle peut être propre à une nation ou matérialisée par une marchandise spécifique (or, argent). À l'instar d'une monnaie utilisée dans un espace géographique limité (un pays ou une zone monétaire), la monnaie internationale remplit les trois fonctions traditionnelles définissant la monnaie en général, à savoir être : un étalon de référence, un instrument d'échange et une réserve de valeur.

##### **A- Etalon de référence**

La fonction d'étalon de référence (ou d'unité de compte) pour une monnaie internationale consiste à jouer le rôle d'un dénominateur pour toutes les monnaies nationales. Ceci veut dire que l'étalon sert comme référence par laquelle on définit la valeur des monnaies et par conséquent la valeur de celles-ci, l'une vis-à-vis des autres.

Dans un régime de change fixe, la monnaie internationale est considérée comme "terme officiel de référence". En change flexible, une monnaie dont l'usage est répandu à l'échelle internationale, est dite "devise-clé".

### **B- Instrument d'échange**

Une monnaie internationale est utilisée pour effectuer les paiements des transactions entre nations. Pour cela, elle doit être parfaitement convertible vis-à-vis de toutes les monnaies constituant le système. En d'autres termes, elle doit être parfaitement liquide et n'étant soumise à aucune restriction ou contrôle de change.

### **C- Réserve de valeur**

La stabilité du pouvoir d'achat est un élément primordial pour "crédibiliser" une monnaie. Ceci procure à la monnaie une fonction de réserve de valeur dans le temps. La monnaie internationale sert comme actif sans risque à une échelle internationale.

#### **3.1.2. Degré de flexibilité des régimes de change**

La deuxième caractéristique d'un SMI réside dans le type de relation entre valeurs des différentes monnaies, c'est-à-dire le type de régime de change en vigueur. L'expérience internationale en la matière montre que plusieurs périodes se sont succédées en privilégiant chaque fois un type de régime spécifique. En fait, jusqu'au début des années 1970, la fixité des changes a paru comme régime idéal vu ses mérites en termes de stabilité nominale favorisant ainsi le développement des échanges et, par voie de conséquence, la croissance économique. Depuis, la tendance vers la flexibilité s'est mise en valeur dans les pays développés. D'autres configurations intermédiaires ont été adoptées par des pays en développement ou émergents, de même que certains pays plus développés.

Le degré de flexibilité des régimes de change permet d'inspirer le mode de détermination des taux de change nominaux : ils sont liés aux comportements des agents privés sur les marchés des changes en cas de changes flexibles, ou déterminés par les autorités monétaires de chaque pays en cas de changes fixes. D'autre part, le type de régime de change implique un mode d'ajustement des déséquilibres et une relation entre équilibres interne et externe particuliers (Aubin et Norel [2000]).

### **3.1.3. Processus d'ajustement des paiements externes et relation avec l'équilibre interne**

Autre caractéristique d'un SMI est le processus de rééquilibrage qu'il permet en cas de déséquilibres dans la balance des paiements. Les régimes de flexibilité permettent, du moins théoriquement, une mécanique autorégulatrice ; et les régimes de fixité mettent en valeur une plus grande initiative des autorités monétaires. En tous cas, il existe toujours une relation entre déséquilibre externe, et par conséquent son mode de régulation, et équilibre interne représenté par les grandeurs fondamentales d'une économie (revenu, emploi, prix, masse monétaire, taux d'intérêt, etc.).

Il s'avère donc, pour une économie ouverte, qu'il est nécessaire de prendre en compte l'interaction entre déséquilibre externe et activité économique nationale lors de l'élaboration des politiques macroéconomiques, notamment la politique de change.

## **3.2. PÉRIODES DE SMI À CHANGES FIXES**

### **3.2.1. Le système de l'étalon-or ("Gold standard")**

Mis en place de fait en 1694 avec la fondation de la Banque d'Angleterre, ce système fut adopté concrètement en Europe et aux États-Unis de 1870 jusqu'à 1914 après la disparition du bimétallisme monétaire qui stipule l'utilisation de l'or et de l'argent comme étalons. L'or devient alors le seul étalon de référence.

#### **A- Le rôle de l'or comme monnaie internationale**

La valeur de chaque monnaie est définie par un poids précis d'or. Il s'agit d'une relation à travers laquelle les monnaies nationales sont complètement convertibles en or, ce qui signifie que la masse monétaire est étroitement liée à la quantité existante d'or. À l'échelle internationale, l'or est l'instrument des paiements internationaux, et les taux de change des monnaies entre elles sont aussi définis par cette parité d'or. L'or, étant référence de valeur interne pour toutes les monnaies séparément, devient ainsi un pivot définissant les parités fixes entre les monnaies nationales. En effet, le système d'étalon-or est un système à régime de change fixe.

## B- Régime de change fixe et mécanisme de réinstauration des parités

Les rapports de valeur entre l'or et les monnaies nationales définissent les parités officielles entre ces dernières. Si les cours déterminés par les marchés des changes se séparent des parités officielles, un comportement d'arbitrage se pratique. Par exemple, lorsque la valeur d'une monnaie (1) se déprécie en termes d'une monnaie (2), il est préférable pour celui qui veut acquérir (2) en vendant (1) d'échanger cette dernière contre de l'or à une parité officielle, puis échanger de l'or contre (2). Cet arbitrage tend par conséquent à réinstaurer la parité officielle sur le marché des changes du fait de la diminution de l'offre de (1) contre la demande de (2) sur le marché.

Il faut, toutefois, préciser que l'arbitrage ne peut être favorable que si le taux de change de (1) par rapport à (2), augmenté des coûts de transport et d'assurance de l'or entre les deux pays, est inférieur à la parité officielle. Les limites de la fourchette (inférieure dans ce cas ou supérieure dans le cas opposé) sont dites "points d'or". Notre exemple convient à un "point de sortie d'or" du pays (1). Symétriquement, dans le cas d'une appréciation de la monnaie (1), la limite est dite "point d'entrée d'or" en ce pays.

## C- Le mécanisme autorégulateur des déséquilibres

La fixité des changes et le rôle monétaire de l'or sur les plans interne et externe assurent un rééquilibrage mécanique de la balance des paiements (de Mourgues [2000]). Pour ce qui est des paiements courants, le mécanisme est conforme à la séquence suivante :

### **Figure (1.2.) : Mouvements d'or et mécanisme autorégulateur du déséquilibre courant dans le système de l'étalon-or**

- Déficit >>> Sorties d'or >>> Contraction de la masse monétaire >>> Diminution des prix internes >>> Gains de compétitivité commerciale >>> Accroissement des exportations >>> Rééquilibrage du compte courant.

Ou :

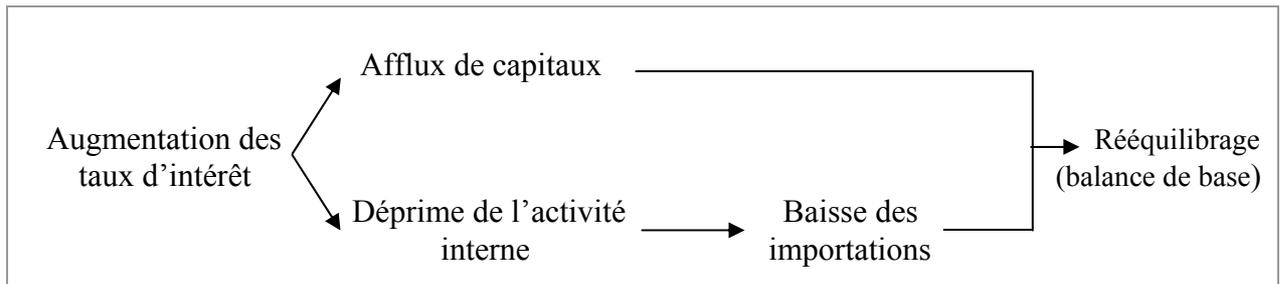
- Excédent >>> Entrées d'or >>> Accroissement de la masse monétaire >>> Inflation des prix internes >>> Pertes de compétitivité commerciale >>> Baisse des exportations >>> Rééquilibrage du compte courant.

Source : de Mourgues [2000].

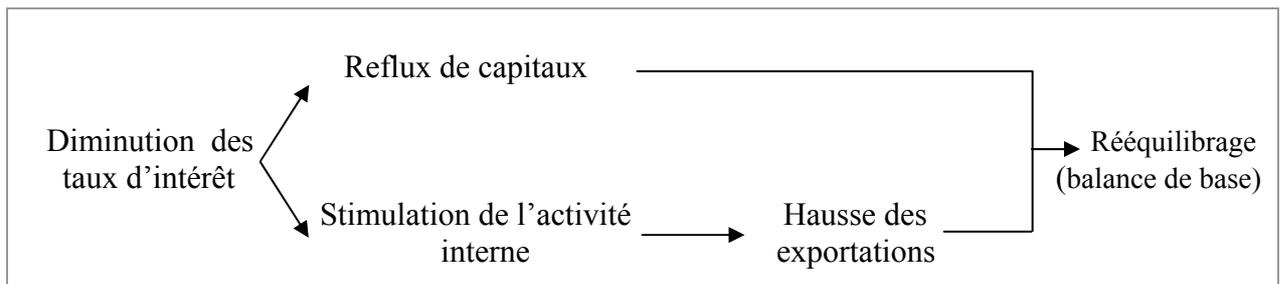
La banque centrale peut faire accompagner ce mécanisme d'une manipulation des taux d'intérêt (taux de réescompte plus précisément) pour agir sur la balance de base (solde courant + mouvements de capitaux nets à long terme).

**Figure (1.3.) : Mesures d'accompagnement pour rééquilibrage de la balance de base dans le système de l'étalon-or**

- Déficit :



- Excédent :



**Source** : de Mourgues [2000].

On constate donc que les variables externes et internes s'interagissent à travers des effets-prix, des effets-revenus et des effets de changement quantitatif de la masse monétaire (dans une logique de théorie quantitative de la monnaie).

### **3.2.2. La période de l'entre-deux-guerres**

Après la fin de la première guerre mondiale, les européens, touchés considérablement par celle-ci, ont voulu réinstaurer un climat stable pour les paiements internationaux. La conférence de Gènes en 1922 décide de la création d'un nouveau système monétaire international calqué sur celui de l'étalon-or d'avant-guerre, mais en limitant la convertibilité en or et reconnaissant officiellement les devises comme moyens de réserves. Le nouveau système d'étalon-change-or (ou "*Gold-Exchange Standard*") n'a

pas connu de succès en termes d'instauration de stabilité des changes à cause des difficultés de l'après-guerre traduites par des dévaluations, voire même de flottement de monnaies pour certains pays comme l'Allemagne (1922-1923). Le désordre monétaire s'est aggravé par suite à la Grande dépression (1929-1933) frappant toutes les économies occidentales.

Globalement, la période de l'entre-deux-guerres fut caractérisée par une instabilité monétaire et un échec des tentatives de reconstitution d'un SMI à changes fixes comme celui qui existait avant 1914 (Barmoullé et Augey [1998]).

### **3.2.3. Le système de Bretton-Woods**

En 1944, à la conférence de Bretton-Woods, les représentants de 44 pays se sont réunis pour la redéfinition d'un SMI à changes fixes. La formule adoptée était proche de celle stipulée par l'étalon-change-or en 1922, mais ayant d'autres particularités dues au changement des rapports géopolitiques et économiques. D'autre part, deux institutions financières internationales furent créées pour la supervision du nouvel ordre monétaire et financier international, à savoir le Fond Monétaire International (FMI) et la Banque Internationale de Reconstruction et de Développement (BIRD) devenue par la suite une filiale de la Banque mondiale.

#### **A- Les moyens de paiement**

L'or conserve son rôle d'étalon, mais avec une moindre importance par rapport à celle d'avant 1914. En parallèle, le dollar U.S. devient monnaie internationale grâce à la prédominance économique de cette nation après la guerre, faisant de sa monnaie la devise la plus utilisée dans les transactions internationales. Le dollar, jouant un rôle de monnaie-pivot, est devenu dans un contexte pareil la seule monnaie convertible directement en or.

#### **B- Les parités fixes mais ajustables**

La fixation des parités repose sur le lien de parité convertible entre le dollar et l'or d'une part, et sur la parité des autres monnaies et du dollar d'autre part. L'or ne joue plus un rôle majeur, notamment en termes de contrepartie à la création monétaire, mais continue à assumer la tâche d'ancrage monétaire. Le système de Bretton-Woods fixe les taux de change et procure aux monnaies une convertibilité externe.

Le système de parités fixes tolère une marge minimale de fluctuation de 1 % autour du cours officiel. Les banques centrales interviennent sur les marchés pour maintenir les taux à l'intérieur des marges. Si la valeur d'une monnaie monte, la banque centrale la revend en achetant des devises. Ses réserves de change augmentent ainsi. Si, par contre, la valeur d'une monnaie baisse, la banque centrale doit racheter sa propre monnaie contre des devises à sa disposition, ainsi le niveau des réserves baisse. Cette règle permet de limiter les fluctuations des changes. Cependant, en cas de déséquilibre fondamental de paiements, il est possible de le corriger par une dévaluation (ajustement).

### **C- L'ajustement des déséquilibres et la coopération internationale**

La politique monétaire acquiert un plus grand poids. Si la banque centrale intervient, par le biais de modification du niveau de ses réserves de change, elle peut compenser l'écart (négatif ou positif) de son actif (contreparties monétaires) résultant du changement du niveau des réserves, par la modification d'autres contreparties (crédits à l'État ou crédits à l'économie).

Outre ceci, face à une chute du niveau des réserves, la banque centrale peut agir en cas de déficit par une politique monétaire restrictive pour ralentir la demande interne et éventuellement attirer des capitaux. Par contre, une mesure symétrique ne semble pas efficace devant un accroissement des réserves dû à un excédent. Dans ce cas, les autorités monétaires n'ont qu'à compenser cet accroissement par des mesures de stérilisation.

Par ailleurs, le système de Bretton-Woods, à travers le FMI, accorde aux pays en besoin de financement des prêts pour résorber leurs déséquilibres. Les prêts sont proportionnels à leurs dépôts au Fonds dits "quotes-parts".

## **3.3. LE NOUVEAU SMI**

### **3.3.1. La fin du système de Bretton-Woods**

De 1944 à 1958, le SMI connaît une rareté du dollar U.S. (étalon international et seule monnaie convertible) à cause des besoins de l'Europe en capitaux pour la reconstruction et des déficits courants en résultant. Après 1958 – année où les monnaies européennes sont redevenues convertibles – la tendance en termes de niveau de liquidité en

dollar tourne vers l'abondance. Cette situation est stimulée par la montée de compétitivité des produits européens et japonais, traduite par la formation d'excédents courants dans plusieurs de ces pays, ce qui donne lieu à l'émergence de quelques monnaies en tant que devises-clés, notamment le mark et le yen.

Cette dernière tendance commence à peser sur la valeur du dollar en or dans les années 1960. En fait, le prix de l'or exprimé en dollar sur les marchés libres (Londres) augmente durablement. En parallèle, le creusement du déficit public américain à cause de la guerre du Vietnam renforce les pressions sur la monnaie américaine donnant lieu ainsi une crise de confiance en cette dernière, et abouti à l'effondrement du système de Bretton-Woods, matérialisé par la décision du Président Nixon en 1971 à suspendre la convertibilité officielle du dollar en or.

Après plusieurs tentatives de redéfinition des parités entre 1971 et 1973, le système de Bretton-Woods disparaît après la décision des pays européens de ne plus soutenir le dollar. Ceci met ainsi fin à la fixité des changes sur laquelle reposait le système à côté de la convertibilité du dollar en or abandonnée auparavant.

### **3.3.2. Le flottement des monnaies**

Le début officiel de l'ère des changes flottants date de 1976 avec les "Accords de la Jamaïque" concluant la "démonétisation" de l'or. Les économies occidentales laissent leurs taux de change fluctuer au gré de l'offre et de la demande sur les marchés des changes. En parallèle à ces événements, la scène intellectuelle a connu une montée du courant néo-libéral, notamment à travers les travaux des monétaristes louant les mérites d'un système de change flexibles.

Les années 1970 et 1980 sont caractérisées par une importance croissante des transactions financières à caractère fortement spéculatif sur les marchés des changes, provoquant ainsi une instabilité monétaire importante. Dans cette période, la valeur du dollar est marquée par trois phases : Une dépréciation entre 1973 et 1978, une appréciation entre 1979 et 1984 et un retour à la dépréciation entre 1985 et 1991. Certes, l'évolution des fondamentaux contribue dans l'explication de l'instabilité, mais les facteurs financiers et les anticipations des agents jouent un rôle déterminant, particulièrement sur le court terme, comme il a été noté plus haut.

Il reste à dire aussi que même si le flottement de plusieurs monnaies est instauré depuis le début des années 1970, les autorités monétaires ne laissent pas vraiment flotter leurs monnaies librement. Une pratique de flottement impur (ou administré) est adoptée par les banques centrales.

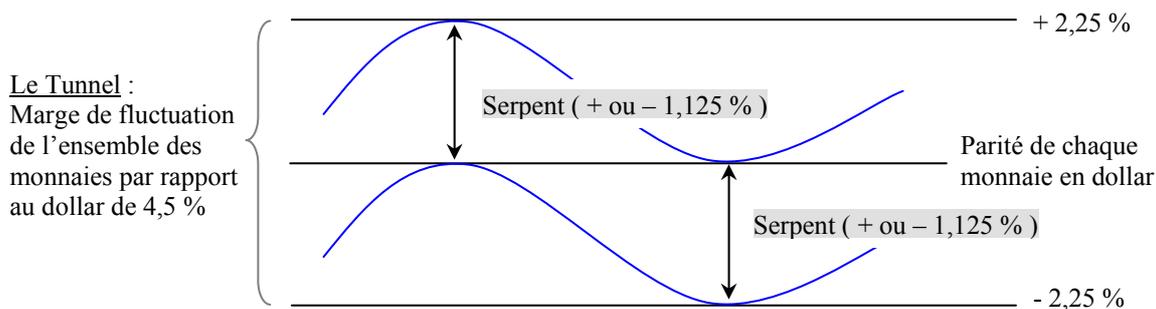
### 3.3.3. L'émergence des régimes intermédiaires

#### A- Tendance vers l'adoption des régimes intermédiaires

Dans la section précédente, on a considéré les parités fixes mais ajustables comme régime intermédiaire, à la différence du système de Bretton-Woods les classant comme régime fixe, et ce malgré la possibilité d'ajustement qu'il tolère. La différence réside au fait que cette tolérance est occasionnelle, c'est-à-dire en cas de déséquilibres fondamentaux importants, sachant que le système entier est supervisé par le FMI. Cependant, la conduite d'un régime intermédiaire de parités ajustables est laissée à la discrétion des autorités monétaires du pays considéré.

Le flottement des monnaies depuis le début des années 1970, même s'il est considéré pour la plupart du temps comme étant "impur", il n'a pas concerné la totalité des pays occidentaux. En fait, les pays de la communauté économique européenne (CEE) adoptent le "Serpent monétaire européen" en 1972. C'est un régime à bande de fluctuation (de + ou - 1,125%) entre leurs monnaies tout en restant dans la bande de fluctuation par rapport au dollar élargie à (+ ou - 2,25%) après 1971. Au total, les monnaies européennes fluctuent entre elles dans une marge de (2,25%), et ensemble par rapport au dollar dans une marge de (4,5%). Ce mécanisme est appelé "Serpent monétaire dans le tunnel" (Barmoullé et Augey [1998]).

**Figure (1.4.) : Le Serpent monétaire dans le tunnel**



**Source** : Barmoullé et Augey [1998].

Toutefois, après que le soutien du dollar est abandonné en 1973, les européens laissent fluctuer leurs monnaies vis-à-vis de celles du reste du monde mais maintiennent le Serpent monétaire jusqu'à 1974 où il est abandonné définitivement à cause des conséquences du choc pétrolier de 1973-74, laissant ainsi flotter leurs monnaies totalement (Peyrard-Moulard [1996]).

En 1979, les États de la CEE créent le "Système Monétaire Européen" (SME) qui s'apparente au Serpent monétaire, mais avec la particularité que le cours pivot est défini en ECU (*European Currency Unit*). L'ECU est un panier dont la valeur représente une moyenne pondérée des cours de monnaies des États membres. Ces monnaies ne doivent fluctuer qu'à l'intérieur d'une bande de (+ ou - 2,25%) entre elles sauf pour l'Italie, l'Espagne, la Grande Bretagne et le Portugal avec (+ ou - 6%). En 1993, la marge est augmentée à (+ ou - 15%) suite à la crise du SME de 1992-1993, le rapprochant d'un régime flottant plus que d'une bande de fluctuation à parités ajustables (Peyrard-Moulard [1996]). Le SME est l'ancêtre d'un régime fixe créé ultérieurement, à savoir l'Union Economique et Monétaire (UEM) et l'euro comme monnaie commune entre 1999 et 2001, devenu monnaie unique depuis le premier janvier 2002.

Par ailleurs, on constate au milieu des années 1980 d'autre cas matérialisant l'émergence de régimes intermédiaires. Les grandes puissances économiques prennent conscience de la nécessité d'une coopération monétaire internationale pour stabiliser les mouvements de taux de change. Entre 1985 et 1987, plusieurs accords ont été conclus (Plaza, Louvre) et la création de zones-cibles a été décidée (Plihon [2001]).

Aussi, dans les pays émergents, notamment ceux d'Asie et d'Amérique latine, entre les années 1970 et 1980, la tendance est vers l'adoption d'une variété de régimes intermédiaires : fixité ajustable, ancrage sur un panier, parités glissantes et bande de fluctuation.

### **B- Tendance vers l'abandon des régimes intermédiaires**

Vers la fin des années 1990, après plusieurs épisodes de crises de change, la part des régimes intermédiaires a nettement baissé. Fischer [2001] montre, à travers l'étude de l'évolution des régimes de change de 185 pays (membres du FMI), que la tendance globale est caractérisée par une sortie des régimes intermédiaires (Figure 1.5.A). Plus

précisément, sur (33) pays classés comme des économies de marché émergentes, (64%) pratiquaient des régimes intermédiaires en 1991. Vers la fin de la décennie (1999), cette proportion est tombée à (42%). La plupart des pays sortants de régimes intermédiaires se sont tournés vers des solutions plus souples, à savoir les régimes flexibles (Figure 1.5.B).

**Tableau (1.1.) : Régimes de change entre 1991 et 1999\***

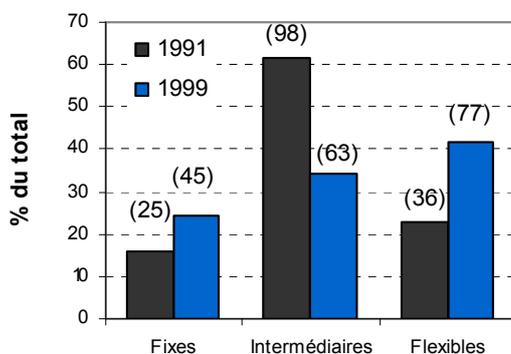
		1991		1999	
		Nb	%	Nb	%
<b>Fixes</b>	Tous pays	25	16	45	24
	<i>dont Emergents</i>	2	6	3	9
<b>Intermédiaires</b>	Tous pays	98	62	63	34
	<i>dont Emergents</i>	21	64	14	42
<b>Flexibles</b>	Tous pays	36	23	77	42
	<i>dont Emergents</i>	10	30	16	48
<b>Totaux</b>	Tous pays	159	100	185	100
	<i>dont Emergents</i>	33	100	33	100

\* L'évolution du nombre total de pays inclus dans l'étude, noté "Tous pays", de (159) en 1991 à (185) en 1999, est due à l'évolution du nombre de pays membres du FMI au cours de cette période. L'utilisation des pourcentages permet d'éviter une interprétation erronée des statistiques.

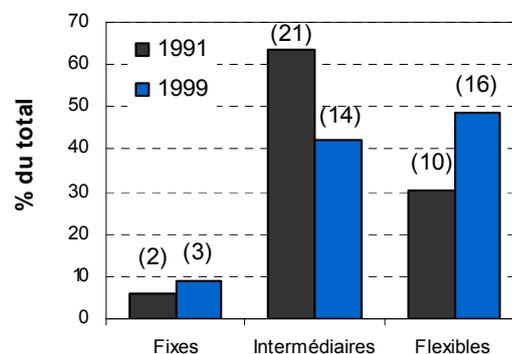
**Source :** À partir de Fischer [2001].

**Figure (1.5.) : Régimes de change entre 1991 et 1999\***

**Figure 1.5.A : Tous pays**



**Figure 1.5.B : Pays émergents**



\* Les chiffres entre parenthèses représentent le nombre de pays.

**Source :** Fischer [2001].

### **3.3.4. Réflexions sur l'évolution avenir du SMI**

Les résultats de l'étude de Fischer [2001] vont dans le sens d'une opinion "bipolariste" qui a émergé à partir du milieu des années 1990, dont les adeptes ont adopté la thèse d'une probable "disparition des régimes intermédiaires" dans l'avenir<sup>1</sup>. Dans une certaine mesure, la thèse de "disparition (future) des régimes intermédiaires" semble avoir de la pertinence, notamment après les crises des années 1990 qui ont frappé de nombreuses économies émergentes d'Amérique Latine et d'Asie entre 1994 et 1999, ainsi que l'implosion du SME en 1992-1993. Officiellement, la plupart de ces économies ont choisi plus tard de passer, soit vers un régime de flottement (souvent administré), soit vers des régimes de fixité rigide tels que l'union monétaire.

Selon cette tendance, l'architecture monétaire et financière internationale sera dans l'avenir composée de taux de change (librement) flottants entre les monnaies des principaux pays, et d'autres formes rigides de fixité pour des économies en développement. Les économies émergentes ou en transition peuvent choisir entre le flottement (administré) et l'ancrage nominal dans le cadre de zones monétaires comme le font les économies en transition de l'Europe centrale et orientale dans la perspective d'adoption de l'euro.

En parallèle, d'autres auteurs comme Williamson [1999, 2000a,b] soutiennent toujours la thèse de viabilité des régimes intermédiaires, "accusés" d'être à l'origine des crises financières selon les supporteurs du "bipolarisme". Dans ce sens, Williamson [1996,1998,2001] propose plusieurs solutions intermédiaires et en vante les mérites. Ce débat sera largement argumenté dans des développements ultérieurs.

## **3.4. ÉVOLUTION DES CLASSIFICATIONS DES RÉGIMES DE CHANGE DU FMI**

Depuis 1950, le FMI élabore des classifications des régimes de change qui jusqu'à 1998 se basaient sur les déclarations officielles des autorités des pays membres. Les classifications sont publiées annuellement dans un document édité par le FMI, intitulé "Rapport annuel sur les dispositifs et restrictions de change" (ou "*Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Restrictions*"). Les différentes classifications sont présentées par ensembles de volumes de rapports décrivant la classification en vigueur

---

<sup>1</sup> Parmi lesquels on peut citer : M. Obstfeld, K. Rogoff et L. Summers, auxquels on se référera plus lors du traitement du débat autour du "bipolarisme" (dans le Chapitre 3 – Section 2).

dans chaque période. La présentation donne aussi un aperçu sur l'évolution des régimes de change pendant et après le système de Bretton-Woods.

### **3.4.1. Volumes (1950-1973)**

Cet intervalle temporel recouvre une majeure partie du système de Bretton-Woods (jusqu'à sa fin officielle). Le régime de change est défini par la stabilité du taux de change applicable par rapport au "pair" (parité officielle entre monnaies définie par l'intermédiaire de l'étalon). La classification regroupe deux configurations.

- Régime de taux de change fixé au pair ou à un taux central : Il a été noté plus haut que le dollar jouait dans le cadre du système de Bretton-Woods le rôle d'étalon intermédiaire définissant la valeur des monnaies en termes de quantité d'or, et des taux de change entre différentes monnaies. Le pair de change représente donc la fixité des taux dans cette période. L'ajustement de la parité ne se fait qu'en cas de déséquilibre des fondamentaux et la marge de fluctuation est très restreinte (+ ou - 1 %).
- Régime de taux effectif autre que le pair de change ou le taux central appliqué à toutes ou à la majorité des transactions : Ce type concerne les cas où le taux appliqué effectivement aux transactions internationales ne correspond pas à la parité officielle (pair). D'autre part, ce régime concerne aussi le cas des pays avec taux de change flottant plus librement (exemple : dollar canadien). Ce régime représente donc une autre configuration que celle de fixité rigide stipulée par le système de Bretton-Woods.

### **3.4.2. Volume de 1974**

Après la fin du système de Bretton-Woods, la notion du pair de change fut exclue de la définition des régimes de change. La classification englobe deux régimes.

- Régime de taux de change maintenu dans des marges relativement étroites autour d'une parité par rapport à une monnaie de rattachement : Dans ce régime, les monnaies d'ancrage sont principalement le dollar U.S., le franc français, la livre sterling, ou un panier de monnaies pondéré relatif aux principaux partenaires commerciaux.
- Régime de taux de change non maintenu dans des marges relativement étroites : Ça représente tous les cas où les fluctuations des taux sont tolérées par les autorités monétaires, du moins officiellement.

### **3.4.3. Volumes (1975-1978)**

Cette classification s'apparente à la précédente, sauf que d'autres monnaies de rattachement ont pris une certaine importance (régionale) telles que le rand sud-africain et la peseta espagnole. Des paniers de monnaies (sous accords d'interventions mutuelles), ainsi que des monnaies "composites" telles que les DTS ont été utilisés.

### **3.4.4. Volumes (1979-1982)**

D'autres monnaies ont été adoptées entant qu'objet de rattachement telles que l'escudo portugais et le dollar australien. Certains pays utilisaient des indicateurs économiques pour fixer la valeur externe de leurs monnaies.

### **3.4.5. Volumes (1983-1996)**

C'est la classification qui a duré le plus longtemps après celle présentée dans le premier groupe de volumes de rapports annuels (1950-1973). À partir de cette classification, les régimes intermédiaires commencent à figurer clairement entre les deux solutions polaires. Elle comporte quatre configurations de régimes.

- Régime d'ancrage sur une ou plusieurs monnaies.
- Régime de flexibilité limitée par rapport à une seule monnaie avec respect d'accords de coopération monétaire bilatérale.
- Régimes de taux de change plus flexibles avec possibilité d'ajustement selon un ensemble d'indicateurs, et d'autres flottements dirigés.
- Régime de flottement libre.

### **3.4.6. Volumes (1997-1998)**

Pratiquement pareille à la classification précédente, celle-ci distingue presque les mêmes quatre régimes :

- Régime d'ancrage à une seule monnaie ou à un panier de monnaies.
- Régime de flexibilité limitée.
- Régime de flottement dirigé.
- Régime de flottement libre.

### **3.4.7. Nouvelle classification du FMI (1999)**

À partir de 1999, le FMI adopte une nouvelle classification des régimes de change comprenant huit nouvelles configurations. L'approche de classification ne se base plus sur les déclarations officielles des autorités monétaires des pays membres. Le FMI prend en considération le comportement effectif du taux de change. Cette approche est dite "*de facto*". Celle utilisée par le FMI pour l'élaboration des classifications d'avant 1999, basées sur les déclarations officielles des autorités monétaires, est dite "*de jure*"<sup>1</sup>.

Les configurations de régimes de change dans cette classification sont :

- Régimes des pays n'ayant pas de monnaie officielle distincte.
- Caisse d'émission.
- Autre régime conventionnel de parité fixe.
- Rattachement à l'intérieur d'une bande de fluctuation horizontale.
- Système de parités mobiles.
- Système de bandes de fluctuation mobile.
- Flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change.
- Flottement indépendant.

---

<sup>1</sup> La question de classification des régimes de change est abordée plus largement dans (Chapitre 4 - Section 1), traitant de la définition empirique des variables du test. La nouvelle classification du FMI adoptée depuis 1999 y est aussi plus détaillée.

## CONCLUSION

Dans une optique de détermination du taux de change entant que prix (d'une monnaie nationale par rapport à une autre), on a constaté qu'il existe une multitude d'explications théoriques prenant en compte plusieurs facteurs. Ces explications inspirées d'ancrages doctrinaux divergents aboutissent à des résultats aussi divergents et limités.

La divergence de résultat est due à deux facteurs. En premier lieu, elle relève d'un aspect méthodologique. En fait, la plupart des modèles de long terme adoptent une démarche *ex post*, essayant ainsi de donner une explication aux mouvements de change en les reliant avec d'autres facteurs économiques. Cependant, les modèles court-termistes tentent de présenter des outils de prévision, suivant ainsi une logique *ex ante*. En second lieu, la divergence peut être expliquée aussi par l'aspect " normatif " des théories. Les théoriciens du taux de change, à l'instar d'autres économistes dans d'autres branches, sont souvent attachés à leur appartenance doctrinale. Ils mettent en avant les postulats et paradigmes de leurs écoles de pensée, les considérant ainsi comme point de départ ou hypothèses sur lesquelles se base la logique de leurs modèles. Ceci est dû à l'hypothèse implicite (commune) selon laquelle le fonctionnement de l'économie suit la même logique dans toutes ses composantes. Aussi, en termes de distinction entre approches, on constate que celles-ci reposent sur des jeux d'hypothèses très différents. À ce titre, Bailliu et King [2005] font remarquer que « les modèles macroéconomiques postulent que les agents sont identiques, que l'information est parfaite, qu'il n'existe aucun coût de transaction et que le processus de négociation (des transactions financières et de change) n'est pas pertinent, alors que les modèles de taux de change micro-structurels ne retiennent aucune de ces hypothèses »<sup>1</sup>.

En parallèle à la divergence des approches suivies en matière d'explication théorique du comportement du taux de change, une seconde limite peut être constatée, et réside en l'incapacité des modèles de prévoir avec précision l'évolution du taux de change à plus court terme. Ceci revient à plusieurs facteurs. Tout d'abord, la logique du long terme

---

<sup>1</sup> Bailliu et King [2005], p. 35.

est une logique qui met en évidence le rôle de variables liées à des facteurs exogènes au marché des changes (fondamentaux macroéconomiques). Aussi, des facteurs comme le rôle grandissant des mouvements de capitaux, l'intégration financière internationale stimulée par le progrès des TIC et l'importance des opérations spéculatives sur le marché des changes, ont fait que la détermination des taux de change à très court terme suit une logique financière et non fondamentale (Plihon [2001]).

De plus, il faut se rappeler aussi que les théories de change se placent dans un contexte de change parfaitement flexible, considérant ainsi le taux de change comme variable endogène. Or, en réalité, le change est "contrôlé" d'une manière ou d'une autre dans la plupart des cas. Les autorités monétaires exercent une influence sur l'évolution des cours dans le cadre du régime de change adopté.

Dans cette logique, la seconde section s'est recentrée sur les déterminants institutionnels du taux de change en passant à l'étude de la manière dont le taux de change est déterminé institutionnellement, c'est-à-dire sous forme de quelles configurations ou systèmes, les taux de change sont-ils déterminés ? Quelles institutions sont impliquées en la matière ? À travers quels processus le taux de change y est affecté ? La réponse à ses questions nous a permis de passer à l'étude systématique de la première variable définissant la relation de causalité sur laquelle s'assoit la problématique présentée au début de ce travail, à savoir celle relative aux "régimes de change".

Enfin, on a tenté de passer en revue dans une dernière section les différents SMI depuis la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle en distinguant, dans une perspective historique, ces systèmes selon le degré de fixité des régimes de change en vigueur. Dans cette section, on ne visait pas une présentation détaillée des SMI, mais les régimes de change qui entrent dans leurs fonctionnements, dans un souci de présenter une image de l'évolution des régimes de change depuis environ un siècle et demi. Ceci semble opportun dans la mesure où cet aspect historique constitue, partiellement, une sorte d'introduction à l'étude des problèmes posés par le taux de change dans le cadre de l'implication des régimes de change dans le phénomène des crises financières et de change, faisant l'objet du chapitre suivant.



**Chapitre II**

**SUR LES CRISES FINANCIÈRES  
ET DE CHANGE**



## INTRODUCTION

Le second élément autour duquel s'articule la problématique étudiée dans ce travail est relatif au phénomène de crises de change par contagion. Le présent chapitre, portant "*Sur les crises financières et de change*", est établi selon une démarche évolutive pour aboutir *in fine* à une présentation détaillée dudit phénomène. Le chapitre étudie d'abord le contexte général (ou systémique) que représentent les crises financières, et passe ensuite à l'examen des particularités des crises de change, pour parvenir enfin à l'analyse de celles-ci dans un contexte de propagation (ou contagion) internationale.

Ainsi, dans une première section, on traite de "*L'anatomie des crises financières domestiques*". L'étude de l'anatomie des crises financières nécessite, de prime abord, une présentation conceptuelle de différentes configurations relatives à elles. Ensuite, on passe à la description des mécanismes fondamentaux définissant le déclenchement des crises financières domestiques. Enfin, et comme suite logique à l'analyse des mécanismes de déclenchement, on aborde ceux relatifs à la propagation de la crise à plusieurs, voire tous les marchés entrant dans la composition du système financier d'un pays.

Dans un second temps, on présente une deuxième section intitulée "*Crises de change domestiques : Attaques spéculatives et modèles de déclenchement*". Cette section repose, dans sa description du déclenchement de la crise de change, sur l'idée que ce dernier est le résultat d'un processus d'attaques spéculatives sur une monnaie. Il s'avère clairement que la spéculation joue un rôle déterminant dans le déclenchement de la crise. Il est donc utile de commencer par l'examen de cette relation à travers l'exposé de la dynamique de la spéculation et des attaques spéculatives sur le marché des changes, pour ensuite passer en revue les plus importants modèles d'explication des crises de change à une échelle domestique.

Enfin, la démarche progressive de ce chapitre débouche sur une troisième section intitulée "*Dynamique de contagion internationale des crises financières et de change*". L'objectif visé à travers cette section est de présenter les plus importants éléments pour l'étude de la contagion internationale lors des épisodes de crises financières

et de change. Après avoir cerné le champ conceptuel relatif à la notion de contagion, on passe en revue différentes théories analysant la dynamique internationale de transmission des crises financières et de change. Finalement, on se réfère à plusieurs travaux empiriques en la matière pour souligner des évidences empiriques sur certaines caractéristiques du phénomène de contagion.

## **SECTION 1 : ANATOMIE DES CRISES FINANCIÈRES DOMESTIQUES**<sup>1</sup>

Le terme "anatomie" est repris de la science médicale, et signifie l'étude minutieuse d'un corps organisé. Une étude qui porte sur l'identification des composantes du corps et l'explication de leur fonctionnement, séparément ou conjointement. Ainsi, le phénomène de crise financière est considéré comme étant un ensemble de relations et mécanismes qui résultent d'un fonctionnement spécifique et inhabituel du système économique et financier d'un pays, voire du monde entier<sup>2</sup>.

### **1.1. SUR LA NOTION DE CRISE FINANCIÈRE**

#### **1.1.1. Origines et significations de la notion**

##### **A- Crise : Origines du terme**

Le sens originel de "crise" est lié au mot grec "*krisis*" qui veut dire "jugement". Sens que l'on retrouve dans des mots dérivés tels que "critique" ou "critère". Mais, c'est l'usage médical, encore une fois, qui s'est révélé le plus important. En fait, la notion de "crise" est originellement utilisée dans la médecine hippocratique de l'école (grecque) de Cos d'Hippocrate (Gilles [2004]).

Dans cette conception, le corps humain est composé de quatre "humeurs fondamentales" : sang, pituite, bile noire et bile jaune. Le juste rapport de mélange de celles-ci constitue "l'eucrasie", c'est-à-dire l'équilibre, ce qui assure donc la bonne santé du corps. Dans le cas où le juste rapport de mélange fait défaut (état de "dycrasie"), c'est-à-dire déséquilibre des humeurs, la situation déboucherait sur une maladie et, éventuellement, sur une crise. Dans ce contexte, la crise désigne la courte période où des

---

<sup>1</sup> Le titre de cette section est inspiré de Eichengreen B. et Portes R., [1987], « The anatomy of financial crises », *NBER Working Papers*, n°2126, National Bureau of Economic Research, janvier.

<sup>2</sup> Eichengreen et Portes [1987] s'inspirent de l'analogie faite entre l'usage médical du terme "anatomie" et de celui dans la littérature économique. Ils notent dans ce sens que « similairement au fait que l'étude des maladies est l'un des moyens les plus efficaces pour apprendre à propos de la biologie humaine, l'étude des crises financières procure l'une des perspectives les plus révélatrices quant au fonctionnement des économies monétaires. En effet, les métaphores épidémiologiques telles que la fièvre et la contagion figurent avec prééminence dans la littérature sur les crises financières. Ces dernières, à l'image des maladies contagieuses, ne traitent pas seulement de l'organisme en question, en l'occurrence le marché financier, mais de l'environnement économique entier dans lequel cet organisme réside » (Eichengreen et Portes [1987], p. 1).

réactions violentes, telles qu'une poussée de fièvre, mènent soit au sursaut décisif du malade (guérison), soit à la victoire de la maladie (rechute, mort, etc.) (Gilles [2004]).

En ce sens, la crise marque le point de croisée des chemins et constitue elle-même une décision. D'autre part, il paraît aussi qu'une maladie incurable est celle qui ne passe pas par le stade de crise ; elle constitue donc une rupture. Cette logique de schématisation fera preuve d'une grande pertinence lorsqu'on placera le concept de crise dans le cadre de l'économie et de la finance.

### **B- Crise économique**

Comme celle "d'anatomie", la notion de "crise" a été empruntée de l'usage médical par la science économique pour décrire une situation où l'expansion de l'activité économique est interrompue sensiblement, ou comme le note Lutfalla [2001], « la crise est le renversement du mouvement ascendant, le passage de la phase de prospérité à la phase de dépression »<sup>1</sup>. La définition de la crise économique renvoie à celle du cycle qui représente la tendance fluctuante de l'activité dans le système capitaliste (Guerrien [2000]). Se basant sur la signification originelle du terme "crise" (dans la médecine hippocratique), une crise économique marque donc le point de retournement lors d'un cycle. Autrement dit, l'épisode de crise définit le point de rupture qui sépare la phase ascendante (croissance) de la phase descendante (récession) au cours d'un cycle (Scandella [2001]).

Néanmoins, certaines interprétations de la notion de crise économique utilisent celle-ci non pour désigner le point de retournement, du moins limité, mais aussi l'ensemble des difficultés subies par l'économie tout au long de la phase de récession (Lutfalla [2001]). Ceci dit, c'est la première conception, celle définissant la crise comme point de retournement ou de rupture entre les deux grandes phases, qui est retenue dans la plupart des manuels et théories en la matière, ainsi que dans le présent travail pour ce qui des crises financières et de change.

L'économie politique a été remarquablement influencée par l'appréhension originelle de la notion de crise (en médecine) (Gilles [2004]). En fait, dans une maladie, la crise apparaît comme un moment décisif dans la voie de guérison (ou de correction des dysfonctionnements provoquant la maladie). Similairement, une crise économique marque

---

<sup>1</sup> Lutfalla [2001], p. 35.

le point de retournement ou de rupture qui suit une phase d'expansion déséquilibrée et représente, à cet effet, à la fois une réponse aux déséquilibres (structurels et / ou conjoncturels) et un mode de régulation de la situation économique (correction des déséquilibres) (Gilles [2004]). Dans cette logique, la doctrine libérale, postulant les mécanismes autorégulateurs de tout déséquilibre en économie, est la plus proche de la conception hippocratique de la crise, notamment à travers la pensée de "Smith" et "Say", mais aussi bien de leurs prédécesseurs physiocrates.

### **C- Crise financière**

Définir la crise financière repose d'un côté, sur des concepts liés : stabilité et instabilité financières, et d'un autre côté, sur la définition élémentaire de la notion de "crise", et dans une mesure plus large, de celle de "crise économique", abordées ci-dessus

La stabilité financière peut être définie par son rôle dans une économie en termes de facilitation et de promotion de l'activité économique, de gestion de risques, et d'absorption de chocs (Schinasi [2004]). Autrement dit, la stabilité financière signifie le fonctionnement (normal) du système de financement d'une économie. C'est l'évolution de l'adéquation systémique entre besoins et ressources de financement sans grandes perturbations traduites par des fluctuations importantes dans les prix et les quantités des actifs servant comme instruments de financement, ni dysfonctionnements dans les institutions assurant ce rôle.

Dans un sens contraire, l'instabilité financière est, selon une conception étroite, synonyme de fluctuations importantes sur les marchés d'actifs nationaux et / ou internationaux – fluctuations qui se différencient des variations mineures et fréquentes caractérisant le fonctionnement d'un marché libre par définition. Dans un sens plus large, où le rôle financier de la monnaie est pris en considération, l'appréhension de l'instabilité financière comprend les fluctuations importantes que subit la valeur de la monnaie sur les plans interne et externe (prix, taux d'intérêt et taux de change). Dans ce sens, l'instabilité monétaire fait partie de l'instabilité financière.

Comme prolongement à cette interprétation, la crise financière paraît comme un cas extrême matérialisant l'instabilité financière. Pour Eichengreen et Portes [1987], « une crise financière est synonyme d'un trouble sur les marchés financiers, typiquement

associé à des chutes de prix d'actifs et de l'insolvabilité parmi les emprunteurs et les intermédiaires (financiers), et transmis à travers le système financier en perturbant la capacité d'allocation du capital dans l'économie. Dans une crise financière internationale, les troubles débordent au-delà des frontières nationales en affectant la capacité d'allocation internationale de capitaux »<sup>1</sup>.

Parallèlement à l'aspect d'instabilité, la crise financière revêt un caractère de soudaineté. C'est ce que Lutfalla [2001] évoque en notant « (qu') il s'agit bien d'un moment de paroxysme entre une période de fièvre haussière – on dit aujourd'hui de bulle – du prix d'un actif physique ou de papier, et son effondrement subséquent »<sup>2</sup>. C'est-à-dire qu'une crise financière peut être perçue comme un « cas où le fonctionnement de l'une des composantes du système financier (monnaie comprise), ou de plusieurs, est perturbé amplement et soudainement à travers des fluctuations de même aspect (amples et soudaines) ».

Ces différentes définitions font ressortir l'aspect "rupture" caractérisant la crise et qui est lié à la soudaineté du changement. De ce fait, une crise financière peut être considérée, en calquant ce phénomène sur celui que représente la crise économique, comme étant un point de retournement lors d'un "cycle financier" qui sépare deux phases d'évolution à sens contraires (tendance haussière contre tendance baissière). Cette relation (crise financière - cycle financier et / ou économique), ainsi que l'aspect régulateur (ou non) d'une crise financière, feront l'objet de plusieurs développements, plus bas dans la présente section.

### **1.1.2. Typologie des crises financières**

Avant d'entamer la description des différentes configurations que puissent revêtir les crises financières selon les secteurs de turbulence, il est à noter que plusieurs de ces catégories de crises peuvent se déclencher simultanément ou mutuellement. Ceci est dû à la complexité du système financier national (et international), et à l'interconnexion de ses différents secteurs. Toutefois, les définitions proposées ici sont sommaires pour n'évoquer que les aspects descriptifs directs de chaque type. Des analyses plus complexes (et donc plus proches de la réalité) en seront faites plus bas dans ce chapitre.

---

<sup>1</sup> Eichengreen et Portes [1987], pp. 1-2.

<sup>2</sup> Lutfalla [2001], pp. 35-36.

### **A- Crise boursière**

Phénomène qui désigne le retournement brutal mettant fin à une tendance haussière des prix des actifs financiers négociés en bourse des valeurs mobilières. L'effondrement brutal des prix des actifs est appelé "krach boursier". Il est considéré comme fin (et conséquence) inévitable de la "bulle" que constitue l'évolution positive et continue des prix, et qui est généralement liée à un comportement spéculatif des opérateurs sur le marché boursier vis-à-vis d'une ou plusieurs classes de titres (nouvelles technologies, automobiles, pharmaceutiques, etc.).

Le monde financier a connu une multitude de crises boursières depuis plusieurs siècles, dont les plus importantes en termes d'ampleur de krach et de pertes capitalistiques sont la crise boursière d'octobre 1929 (marquant le début de la Grande dépression des années 1930), la crise d'octobre 1987 aux États-Unis, et plus récemment la crise des valeurs de la "nouvelle économie" dont le premier épisode date de mars 2000.

### **B- Crise immobilière**

Similairement au marché boursier, lorsqu'un marché d'immobilier est libéralisé avec existence d'un marché hypothécaire développé, les prix de l'immobilier font l'objet de bulles spéculatives, jusqu'à ce que celles-ci éclatent et donnent lieu à un krach. Ce dernier est synonyme d'une baisse importante et brutale des valeurs des titres des crédits à l'immobilier, à l'image de la crise actuelle des titres de crédits hypothécaires à risque (ou "*subprimes*") affectant les marchés américains et européens depuis 2007.

À l'instar de ce qui a été convenu lors de la définition de la notion de crise, on ne s'intéresse pas au sens large donné à cette notion. Rappelons que dans un sens large, une crise financière est l'ensemble des difficultés succédant le mouvement brutal de retournement marquant les prix, ou même les difficultés d'ordre structurel qui peuvent être qualifiées de crise. Dans le secteur de l'immobilier, il s'agit d'une incapacité de l'offre face à l'ampleur de la demande par exemple. Par ailleurs, la signification qu'on retient d'une crise financière, rappelons-le, est le renversement ample et soudain de la dynamique des prix à la hausse. Ceci signifie que la crise financière est un phénomène limité dans le temps (Lutfalla [2001]). Certes, ça peut regrouper les difficultés liées directement au krach, telles que la faillite de certains opérateurs ou le changement d'équilibre du marché, mais pas les

manifestations d'un marasme économique, par exemple, qui s'étalent sur une plus longue période, sauf dans le cas de déclenchement d'une crise financière systémique affectant l'équilibre macroéconomique d'une manière significative, comme l'indique Aglietta [2001]. Ceci dit, il faut distinguer aussi la notion de crise financière de celle de krach. Le champ temporel de ce dernier ne dépasse pas, généralement, la date où celui-ci survient.

### **C- Crise bancaire**

Eichengreen [1998] définit la crise bancaire comme « une situation où des paniques ou faillites bancaires (actuelles ou naissantes) mènent les banques à la suspension de la convertibilité interne (des dépôts en du liquide), ou conduisent le gouvernement à intervenir pour faire face à cette situation en restituant une partie conséquente du capital bancaire (perdu) »<sup>1</sup>. Dans le même sens, Aziz et alii [2000] notent « (qu') une crise bancaire se réfère généralement à une situation dans laquelle des paniques bancaires réelles ou potentielles ou des faillites obligent les banques à suspendre la convertibilité interne de leurs dettes, ou contraignent le gouvernement à intervenir à une large échelle pour prévenir ou mettre un terme à ces difficultés »<sup>2</sup>.

Miotti et Plihon [2001] notent, dans une revue de la littérature traitant des crises bancaires, que celles-ci se manifestent selon deux principaux cas de figure. En premier lieu, il s'agit de l'existence d'un processus de panique bancaire conduisant à leur fermeture, fusion ou prise de contrôle par le secteur public ou par d'autres institutions financières. Ce type de crise a pour origine un problème de ressources (passifs) bancaires, brutalement asséchées par une défiance des déposants. En second lieu, il s'agit de la mise en place d'importants plans de sauvetage des banques par les autorités. Ce type de crise est le plus fréquent et provient de difficultés sur les actifs bancaires dont la qualité se dégrade fortement, au point de compromettre la solvabilité des banques concernées.

### **D- Crise de change**

Une crise de change est une situation où apparaissent de brusques variations des taux de change, prenant forme de dévaluation forcée ou de flottement de la monnaie dans le cas d'un régime fixe, ou d'une dépréciation forte et subite dans le cas d'un régime de change plus flexible (intermédiaire ou même flottant). Au-delà du changement brutal du

---

<sup>1</sup> Eichengreen [1998], p. 571.

<sup>2</sup> Aziz, Caramazza et Salgado [2000], pp. 5-6.

taux de change, une crise de change est, généralement, caractérisée par un assèchement rapide des réserves de change et / ou d'une augmentation forte des taux d'intérêt pour faire face, de la part des autorités monétaires, aux attaques spéculatives sur le cours de la monnaie locale sur le marché des changes (Aziz et alii [2000])<sup>1</sup>.

La décennie des années 1990 a connu plusieurs épisodes de crises de change, tant dans les pays développés que dans les pays émergents, notamment avec les crises du SME (1992-1993), du Mexique (1994-1995), d'Asie du sud-est (1997-98), entre autres.

### **E- Crise de la dette extérieure**

Aziz et alii [2000] indiquent qu' «une crise de la dette extérieure est habituellement décrite comme une situation dans laquelle un pays ne peut plus payer sa dette extérieure, qu'elle soit publique ou privée »<sup>2</sup>. Ce type de crise prend l'apparence d'un défaut de paiement de la dette extérieure vis-à-vis des créanciers non-résidents, ou lorsqu'elle est libellée en monnaies étrangères. Plus précisément, le défaut de paiement concerne le service de la dette (intérêts plus une partie du capital) arrivé à échéance.

Une crise de la dette extérieure peut toucher deux types de débiteurs nationaux ou résidents selon leur nature. Lorsque le débiteur est l'État, la dette est dite "souveraine", et la crise se manifeste généralement par l'annonce d'un "moratoire" sur le remboursement qui exprime une déclaration officielle et définitive de la cessation de paiement. La communauté financière internationale se mobilise dans ce cas, souvent sous l'égide du FMI, pour le rééchelonnement de la dette. Fréquemment, des facilités de financement sont avancées par le Fonds avec contrainte de mise en œuvre de mesures de stabilisation d'ordre monétaire à très court terme et de programmes d'ajustement structurel à moyen terme. L'Algérie a fait l'expérience de ce type de crise avec la situation de cessation de paiement au début de 1994, et dans la même année le Mexique au mois de décembre, et par la suite la Russie en août 1998.

Les acteurs privés font aussi l'objet de crises de la dette extérieure. Dans ce cas, le problème est généralement causé par des dettes à court terme aggravant la fragilité financière des débiteurs. Des perturbations de recettes, par exemple, peuvent être à

---

<sup>1</sup> Le rôle de la spéculation dans le déclenchement des crises de change sous forme d'attaques spéculatives est détaillé dans la Section 2 du présent chapitre.

<sup>2</sup> Aziz, Caramazza et Salgado [2000], p. 6.

l'origine de l'insolvabilité de ces agents économiques, et par conséquent du déclenchement d'une crise. Un autre scénario est à imaginer lorsque la dette contractée est libellée en monnaie étrangère, et que des crises de change éclatent affectant ainsi la valeur de la dette en termes de monnaie locale. Beaucoup de pays du sud-est asiatique ont en fait l'expérience pendant la crise de 1997-98.

## **1.2. MÉCANISMES DE DÉCLENCHEMENT DES CRISES FINANCIÈRES**

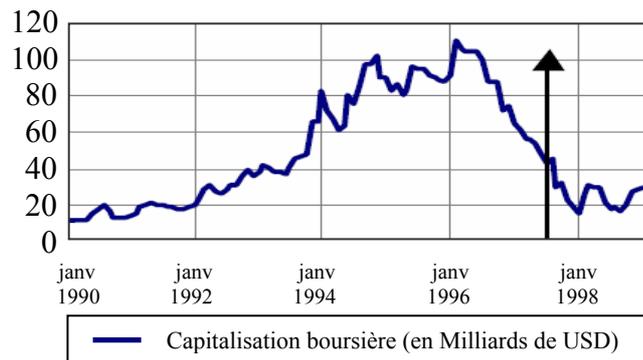
On décrit ici trois configurations de processus de déclenchement d'une crise financière. Chacune de ces configurations porte sur un aspect financier particulier définissant la nature des turbulences. La présentation distincte vise la simplification d'explication des mécanismes de déclenchement des crises. Ceci dit, une crise financière peut être (ou est souvent) caractérisée par plusieurs, voire tous ces aspects dans le même intervalle temporel.

### **1.2.1. L'éclatement de la bulle spéculative**

Une bulle spéculative correspond à la situation où, sur un marché financier (boursier, immobilier ou cambiaire), le prix d'un actif (ou d'une classe d'actifs) s'éloigne d'une manière durable et importante du prix d'équilibre théorique, tel qu'il peut être défini par les données économiques "fondamentales". Sur un marché d'actions par exemple, le prix fondamental est défini comme étant la somme actualisée des flux de revenus anticipés que l'action doit générer (théoriquement). Sur un marché des changes, la valeur fondamentale du taux de change peut être le taux de change d'équilibre qui reflète les fondamentaux macroéconomiques.

Les crises boursières et immobilières se traduisent souvent par l'éclatement d'une bulle spéculative débouchant sur un krach, significatif d'une chute brutale des valeurs (prix) sur le marché en question. Le développement de la bulle résulte de comportements spéculatifs liés à des anticipations optimistes à propos de l'évolution future des cours. La disparition des motifs d'optimisme ou la prise de conscience des risques liés aux modalités de financement des opérations spéculatives, renversent l'état de sentiment des investisseurs et par conséquent leur comportement : la bulle s'éclate donnant lieu à un krach. La figure (2.1.), ci-dessous, illustre la crise boursière en Thaïlande pendant la crise asiatique de 1997-98.

**Figure (2.1) : Crise boursière en Thaïlande**



**Source:** Latinier [2005].

Minsky [1992] traite du lien entre les bulles spéculatives et le surendettement des agents en expliquant la relation entre les modalités de financement et l'évolution des bulles spéculatives<sup>1</sup>. Il signale que les phases d'évolution d'une bulle vont avec celles de couverture de la dette des investisseurs<sup>2</sup>. Minsky [1992] distingue, ainsi, trois types de couverture de plus en plus risqués. Premièrement, les couvertures "*hedge*", où la dette est couverte par des revenus anticipés. Deuxièmement, les couvertures "*speculatives*", où les revenus anticipés couvrent les intérêts sur dettes, mais pas le capital. Enfin, les couvertures "*ponzi*" (du nom d'un financier de l'entre-deux-guerres), où la couverture de la dette est assurée par une nouvelle dette. Le passage de la phase "*hedge*" à la phase "*speculative*" est dû aux opportunités de profit qui naissent en période "d'euphorie" (phase ascendante du cycle). Le passage de "*speculative*" à "*ponzi*" marque la phase où les emprunteurs (spéculateurs) sont obligés de céder des actifs pour solder leurs dettes, ce qui provoque la baisse brutale des prix de ces actifs et l'inversion de la tendance<sup>3</sup>.

### 1.2.2. Le défaut de solvabilité

Une crise financière peut être due à l'insolvabilité de certains acteurs économiques ou financiers. On a déjà pu constater que les banques sont vulnérables au risque d'insolvabilité de leurs débiteurs. Ce risque est éventuellement à l'origine d'une crise bancaire consistante. D'autre part, la crise elle-même est susceptible de générer une situation d'insolvabilité pour les acteurs du secteur réel (firmes) ou des marchés financiers

<sup>1</sup> Minsky reprend l'analyse de Fisher [1933] qui se focalise sur le cycle du crédit pour expliquer les grandes dépressions (notamment celle de 1929-1933).

<sup>2</sup> Les opérations de spéculation sont souvent financées par crédit : les capitaux engagés sont empruntés par des spéculateurs qui cherchent à faire jouer des effets de levier qui stipulent que le coût de l'endettement soit inférieur au rendement attendu (Plihon [2004]).

<sup>3</sup> Minsky [1992], pp. 6-8.

(investisseurs) à cause des modifications des conditions d'équilibre comme résultat d'une crise boursière ou de change, par exemple.

Au-delà du problème d'insolvabilité d'acteurs privés, une crise par défaut de solvabilité peut avoir comme origine l'incapacité d'un emprunteur souverain (l'État) à honorer sa dette. Généralement, l'évolution de la dette, des termes de l'échange et des réserves de change sont utilisées comme données pour la définition d'indicateurs avancés de ce type de crise. Kaminsky [2003] constate la pertinence de deux ratios en ce sens : "Dettes / Exportations", et "Dettes à court terme / Réserves de change".

La crise par défaut de solvabilité (privée ou souveraine) peut être aussi due au (ou accentuée par le) fait que la dette soit libellée en monnaie étrangère. En cas de forte dévaluation (ou dépréciation) de la monnaie domestique par rapport à la monnaie d'endettement, la charge de la dette augmente sensiblement et affecte la solvabilité des débiteurs. Eichengreen, Hausman et Panizza [2003] évoquent ce problème à travers ce qu'ils appellent "péché originel" (ou "*original sin*"), défini comme l'incapacité d'un pays à emprunter de l'extérieur dans sa propre monnaie<sup>1</sup>.

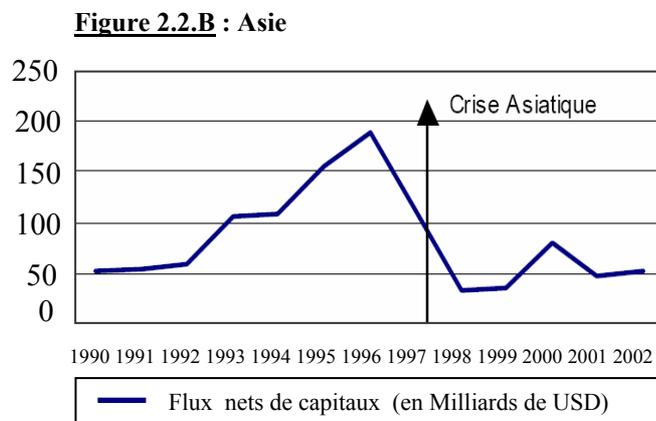
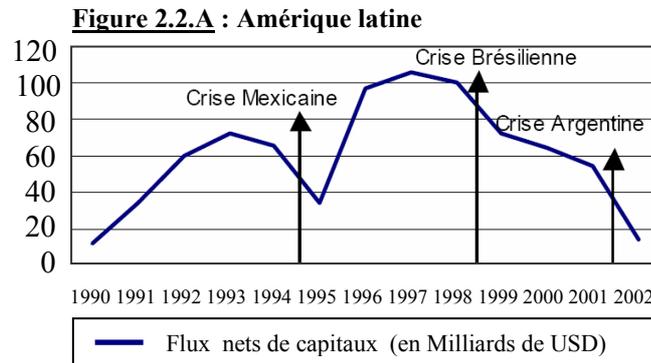
### **1.2.3. La fuite des capitaux**

La fuite des capitaux se manifeste souvent comme un phénomène de "panique financière" qui décrit le processus dans lequel les créanciers ou les investisseurs retirent leurs capitaux lorsqu'ils s'aperçoivent que les conditions de rendement se dégradent. Les effets de "mimétisme" ou de "boule de neige" tendent à donner une ampleur dramatique au revirement des capitaux. Plusieurs causes d'ordre financier sont à l'origine des reflux massifs de fonds. Par exemple, les créanciers (non-résidents) découvrent que les dettes à court terme des agents débiteurs (résidents) dépassent leurs actifs de même échéance. Aussi, l'insolvabilité d'un gros emprunteur crée une panique parmi ses créanciers conduisant à ce qu'une compétition s'installe entre eux pour tenter de limiter le plus leurs pertes, ce qui débouche sur un assèchement des liquidités, d'où des faillites en chaîne dans les secteurs bancaire et réel. La figure (2.2.), ci-dessous, indique la tendance des flux nets de capitaux avant et pendant les crises financières des pays émergents aux années 1990.

---

<sup>1</sup> Dans un travail antérieur (Eichengreen et Hausmann [1999]), les auteurs avancent que la notion de "péché originel" signifie en plus de la difficulté d'emprunter à l'extérieur en sa propre monnaie, aussi la difficulté d'emprunter localement sur des marchés de dettes à long terme.

**Figure (2.2.) : Revirements des capitaux et crises financières des économies émergentes**



**Source:** Latinier [2004].

La fuite des capitaux est un "arrêt soudain ou brusque" d'entrées de capitaux (privés) ou "*sudden stop*" (Calvo [1998])<sup>1</sup>. Ce phénomène est considéré comme caractéristique majeure des crises financières des économies émergentes, absente dans les crises des pays développés, comme le notent aussi Calvo et Reinhart [2001]. Dans la comptabilité de la balance des paiements, le reflux net des capitaux est égal au déficit courant plus l'accumulation des réserves de change. En conséquence, un "arrêt soudain" des flux de capitaux est constaté par des pertes de réserves et / ou une réduction brutale du déficit courant. L'effet sur les réserves augmente la vulnérabilité du pays à une crise financière et de change, tandis que la réduction forcée du déficit courant conduit à contracter la production, la dépense privée, le taux de change réel, les prix relatifs des biens non échangeables / échangeables, les prix d'actifs et le crédit au secteur privé (Calvo et Reinhart [2001], Mendoza [2001] et Calvo [2003]).

<sup>1</sup> L'utilisation de l'expression "*sudden stop*" dans la littérature économique est tirée d'un adage de banquiers : « *It is not speed that kills, it is the sudden stop* » (Calvo [1998], p. 36).

### **1.3. RISQUE SYSTÉMIQUE ET PROPAGATION DOMESTIQUE DE LA CRISE FINANCIÈRE**

En raison des externalités existantes en finance de marché sous forme d'interdépendances des opérateurs et des marchés, les crises localisées peuvent dégénérer vers les autres marchés<sup>1</sup>. Cette éventualité de propagation, dite "risque systémique", devient alors source d'une "crise systémique", c'est-à-dire une crise financière affectant l'ensemble du système financier. Il est, à cet effet, utile de comprendre la logique du risque systémique pour pouvoir analyser le phénomène de propagation de la crise financière à une échelle nationale (ou domestique).

#### **1.3.1. Définition du risque systémique**

Dans la littérature économique on constate plusieurs définitions du risque systémique. On en retient ici deux, qui semblent cerner les principaux éléments de définition. Pour Cartapanis [2004a], « c'est le risque que la défaillance d'un agent économique face à ses engagements contractuels puisse se transmettre aux autres participants, en proie à des défaillances le long d'une chaîne de réactions conduisant à des difficultés financières croissantes »<sup>2</sup>. Il en découle que les chocs, que représentent des événements localisés tels que la défaillance d'un ou de plusieurs agents, exercent des effets qui affectent le système financier tout entier, autant du côté des débiteurs que de celui des créanciers (Cartapanis [2004a]).

Pour Aglietta et Moutot [1993], le risque systémique est « l'éventualité qu'apparaissent des états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des agents individuels aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à élever l'insécurité générale »<sup>3</sup>. Ceci veut dire que le risque systémique n'est pas la simple juxtaposition, voire propagation de risques individuels et indépendants (Aglietta et Moutot [1993]).

Le risque systémique ne provient pas non plus d'irrationalité des agents individuels, mais de l'échec de coordination entre eux (Aglietta [2001]). De façon

---

<sup>1</sup> Les externalités (ou effets externes) désignent toute situation où les activités d'un (ou de plusieurs) agent(s) économique(s) ont des conséquences sur le bien-être ou sur l'activité d'autres agents, sans qu'il y ait des échanges ou des transactions entre eux (Guerrien [2000]).

<sup>2</sup> Cartapanis [2004a], p. 93.

<sup>3</sup> Aglietta et Moutot [1993], p. 22.

endogène, les réponses rationnelles des agents peuvent mener à des modifications importantes en termes d'anticipations et perturber, par conséquent, le processus de détermination des prix sur les marchés ainsi que la rationalité d'allocation des ressources. De ce fait, le risque systémique peut se manifester, au-delà des crises financières (systémiques), par des inefficiences macroéconomiques (perturbations du processus d'allocation des ressources) déconnectées des fondamentaux (Aglietta [2001], Cartapanis [2004a]). Le risque systémique est perçu alors comme étant « la probabilité que l'économie passe d'un état d'équilibre "normal" à un état "anormal", caractérisé par des pertes sociales sévères »<sup>1</sup>.

### **1.3.2. Approches d'explication des crises systémiques**

#### **A- Approche de la fragilité financière**

Cette approche d'inspiration keynésienne, repose sur la conception de la crise financière comme point de retournement du cycle financier, qui peut s'aggraver et se propager jusqu'au point où elle affecte l'activité économique réelle. Les fondements de cette approche, sont reconnus dans la littérature économique dans les analyses des cycles financiers endogènes. Les travaux de Fisher [1933] avec sa théorie de "*debt-deflation*" et de Minsky [1992] avec son "*hypothèse d'instabilité financière*", entre autres, sont à la base de cette approche. Ces travaux montrent que la fragilité financière (qui est source de déclenchement et de propagation des crises) trouve son origine dans l'endogénéité du cycle financier lui-même. Cartapanis [2004a] note en ce sens que la phase ascendante (euphorique) conduit systématiquement à une phase descendante (neurasthénique).

Aglietta [2003] explique l'endogénéité de la fragilité dans le cycle financier lui-même par le fait que c'est dans la phase euphorique du cycle que les sources de fragilité financière prennent naissance. Cette phase est caractérisée par un optimisme des investisseurs qui génère et, en même temps, dissimule les déséquilibres financiers (matérialisés par l'inadéquation entre prix actuels et valeurs fondamentales ou entre emprunts et risques réels d'insolvabilité). L'optimisme comme source de fragilité (à travers les déséquilibres financiers) conduit à une sous-évaluation des risques (Aglietta [2003]). C'est dans cette enceinte que le risque systémique se développe pour aboutir à un retournement endogène du cycle – un retournement déclenché par un "évènement

---

<sup>1</sup> Aglietta [2003], p. 2.

systemique" quelconque (défaillance d'un important emprunteur, prise de conscience de la sous-évaluation des risques, etc.). À ce titre, il est à noter que la description de Minsky [1992] de l'évolution des bulles spéculatives (en relation avec les modalités de financement) schématise cette dynamique de risque systémique en mettant l'accent sur le rôle du surendettement (synonyme de sous-évaluation des risques) comme facteur endogène de retournement du cycle (et éclatement de la bulle spéculative).

### **B- Approche monétariste**

Les monétaristes définissent le risque systémique comme étant une situation où les chocs affectant une partie du système financier conduisent à d'autres chocs par ailleurs, et finissent par détériorer la stabilité de l'activité réelle (Bordo, Mizrach et Schwartz [1995]). On déduit que cette définition ne constitue pas en soi une vision du risque systémique en désaccord avec celle adoptée par les tenants de l'approche de la fragilité financière. Nonobstant, les opinions ne sont pas pour autant partagées quant à la définition des crises systémiques.

Selon les monétaristes, une crise financière survient selon deux scénarios : une panique bancaire contagieuse où le public cherche à échanger les dépôts contre du liquide, ou un krach boursier qui conduit à un étranglement du crédit. Dans les deux situations, si les autorités monétaires n'interviennent pas, la baisse de l'offre de monnaie qui en résulte affecte l'économie réelle et provoque (ou aggrave) la récession économique. La raison principale de cet effet est que dans les deux cas il y a détérioration du système de paiements, due à une implication centrale des banques. Cette détérioration du système de paiements (via paniques et difficultés bancaires majeures) est primordiale pour parler d'une "vraie" crise financière (Bordo, Mizrach et Schwartz [1995]).

À l'inverse, les chocs (exogènes) qui affectent les prix d'actifs sur des secteurs particuliers de l'économie mais qui ne conduisent pas à une détérioration du système de paiements sont considérés, non comme de "vraies" crises, mais seulement comme des cas de "détresse financière" : il s'agit donc de "pseudo-crisis". De telles situations sont traduites par éclatement de bulles sur différents marchés (y compris celui des changes), faillite d'importants acteurs non financiers, crise de la dette souveraine, etc. Ces événements peuvent être liés à une tendance de désinflation ou de déflation généralisée, mais pas à une "vraie" crise financière, notent Bordo, Mizrach et Schwartz [1995].

## **1.4. LIQUIDITÉ, BANQUES ET PROPAGATION SYSTÉMIQUE**

### **1.4.1. Rôle central de la liquidité dans le processus de propagation systémique**

#### **A- La crise de liquidité : Facteur commun des crises financières**

Selon Cartapanis [2004a], « la liquidité est la caractéristique d'un actif (financier ou monétaire) qui rend compte de la plus ou moins grande facilité avec laquelle ses détenteurs peuvent récupérer sans délai et sans perte en capital leur mise initiale »<sup>1</sup>. Un marché liquide est celui dans lequel les opérateurs réalisent leurs transactions sans modifier significativement le cours d'équilibre. Ceci signifie qu'une telle situation est marquée par une absence de toute crise du moment où il n'existe pas de rupture d'équilibre (définissant le déclenchement de la crise, comme noté plus haut). Il s'avère donc que le défaut de liquidité, qui est lié à une situation de rupture d'équilibre, est un élément central de définition (et de déclenchement) de toute crise financière.

Aglietta [2000] considère explicitement la crise de liquidité comme facteur commun des crises financières. Il note en ce sens que « toute crise financière est une crise de liquidité qui provoque un changement d'équilibre. Les conditions de fragilité sous-jacente et les marchés vulnérables sont différents d'une crise à l'autre. Mais la forme des processus déclenchés par les réactions au manque de liquidité est largement commune »<sup>2</sup>.

Cette caractéristique commune entre crises à travers le défaut de liquidité ne va pas à l'encontre de la nature des mécanismes de déclenchement des crises examinés plus haut (éclatement de bulle spéculative, défaut de solvabilité, et fuite des capitaux). Ces différents mécanismes sont eux-mêmes des manifestations de manque de liquidité sur les différents marchés. Ainsi, l'éclatement de la bulle spéculative survient parce que les spéculateurs parviennent à un moment où ils se voient obligés de céder des actifs pour solder leurs dettes, et provoquent ainsi une diminution drastique de la liquidité à cause de la baisse brutale conséquente des prix d'actifs. Les crises par défaut de solvabilité et par fuite des capitaux sont, elles aussi, des illustrations de défaut de liquidité, du moment où ces deux types de mécanismes affectent directement ou indirectement le niveau de liquidité sur les marchés.

---

<sup>1</sup> Cartapanis [2004a], p. 114.

<sup>2</sup> Aglietta [2000], p. 294.

## **B- Crise de liquidité et propagation systémique**

Parallèlement à leur divergence en matière de définition du risque et des crises systémiques, l'approche de la fragilité financière comme celle des monétaristes sont en accord sur l'hypothèse que le processus de propagation par excellence est le manque de liquidité : la liquidité est considérée comme l'élément central du risque systémique (Aglietta [1995,1998]). Les externalités que représentent l'interdépendance financière et la corrélation des risques et des volatilités des actifs qui en découlent, constituent le moteur du risque systémique. Alors, dans un contexte pareil, comment le manque de liquidité permet-il la propagation des turbulences pour arriver à un stade de crise systémique ?

Aglietta [1998] répond à cette question en expliquant qu'un marché secondaire d'actifs (bourse, immobilier, changes, etc.) reste liquide tant que les opérateurs qui y participent croient en sa liquidité. Aussitôt que l'incertitude en sa liquidité naît, la confiance en la stabilité décline fortement et des pressions à la vente apparaissent dans un phénomène de panique générale. Ainsi, lorsque la rupture d'équilibre se produit sur un marché (ou segment de marché), les opérateurs sur d'autres marchés (intégrés par la nature des engagements et des risques corrélés) agissent en comportements de rétroaction positive. C'est dire qu'ils déclenchent eux aussi un mouvement de vente pour se replier sur des actifs moins sensibles à la tendance actuelle tels que l'or ou les bons de trésor des économies avancées (Aglietta [1998]). Cette "fuite vers la qualité" a pour conséquence un manque de liquidité sur les marchés où le mouvement de vente fut déclenché, et *in fine* une rupture d'équilibre (Aglietta [2000]).

### **1.4.2. Rôle critique du secteur bancaire dans la crise systémique**

En dépit du point d'accord entre les deux approches concernant la considération du manque de liquidité comme processus de propagation par excellence de la crise financière, elles se distinguent quant à l'importance donnée aux paniques bancaires comme seul moyen de généralisation du manque de liquidité – hypothèse soutenue par les monétaristes (Aglietta [1995]).

En fait, le point contesté par les théoriciens de la fragilité financière est cette nécessité de prise de la crise bancaire d'une forme de panique bancaire, et non le rôle central (et critique) du secteur bancaire à travers le canal du crédit comme élément

fortement impliqué dans la liquidité du système financier<sup>1</sup>. Ce rôle est examiné à travers l'implication du secteur bancaire en amont et en aval dans la dynamique de la crise systémique, en ce sens que le manque de liquidité, ayant contraction du crédit comme déterminant institutionnel, est le vecteur de propagation central (Aglietta [1995]).

Par ailleurs, de nouvelles approches pour l'explication du risque systémique vont selon cette logique, et mettent l'accent sur la fragilité bancaire. À ce titre, la littérature économique propose trois hypothèses : instabilité inhérente des banques, asymétrie d'information, et libéralisation financière et supervision bancaire

### **A- Instabilité inhérente des banques**

En premier lieu, l'hypothèse avancée par Diamond et Dybvig [1983] stipule que les paniques bancaires (ou "*bank runs*") sont causées soit par anticipations auto-réalisatrices quant à l'incapacité des banques à fournir des liquidités, soit par constatation du public d'une détérioration de la valeur de l'actif bancaire. Étant donné que les banques, par définition, ne peuvent pas transformer une grande masse des dépôts en liquide, celles-ci débouchent, éventuellement, sur un défaut de paiements, et une faillite par conséquent.

### **B- Asymétrie d'information et crises bancaires**

En second lieu, une autre hypothèse avancée par des théoriciens de la Nouvelle école keynésienne (NEK), notamment F. Mishkin, est relative à l'asymétrie de l'information entre prêteurs et emprunteurs. Pour Mishkin [1990,1992], cette asymétrie – hypothèse contestant l'efficacité des marchés prônée par les théoriciens de la Nouvelle école classique (NEC) – se manifeste à travers deux phénomènes survenant avant et après l'engagement entre prêteurs et emprunteurs.

Avant l'engagement, l'effet "d'anti-sélection" (ou "*adverse selection*") favorise la sélection des "mauvais" emprunteurs au détriment des "bons", et donc une mauvaise qualité du risque. Il désigne l'incapacité des prêteurs (banques) à sélectionner les "bons" emprunteurs par évaluation incorrecte des risques parce qu'ils ne possèdent pas toute l'information (information complète) (Aglietta [2001]). Pour faire face aux risques

---

<sup>1</sup> L'expression "panique bancaire" signifie le phénomène de ruée des déposants vers les banques dans un objectif d'échanger les dépôts contre du liquide. En ce sens, la panique bancaire diffère de la panique financière qui signifie un phénomène de retrait de fonds (crédits ou capitaux) par leurs détenteurs.

potentiels, les prêteurs augmentent leurs taux d'intérêt. Devant l'augmentation du coût des emprunts, se sont bien des emprunteurs présentant des projets à risques élevés ("mauvais" emprunteurs) qui acceptent de se financer à des niveaux de taux d'intérêt pareils parce qu'ils sont moins soucieux à propos du remboursement de leurs dettes (Mishkin [1990,1992]). Ainsi, se sont les emprunts les plus risqués qui ont le plus de chances d'être "sélectionnés" par les banques (Aglietta [2001], Meyer [1992]).

Après l'engagement, l'effet "d'aléa moral" (ou "*moral hazard*") des emprunteurs les pousse vers une prise de risque excessive à la recherche de rendements élevés, ce qui accroît la probabilité de leur défaut (Aglietta [2001]). Devant l'incapacité des prêteurs à sélectionner la bonne qualité de risque, les emprunteurs peuvent utiliser les fonds à leur disposition dans des projets (personnels) profitables pour eux, mais néfastes pour les prêteurs. Ceci soumet ces derniers à "l'aléa" des intentions (ou de "la moralité") des emprunteurs de s'engager dans des projets qui sont du point de vue des prêteurs trop risqués, et donc non désirés (Mishkin [1992]). Le problème "d'aléa moral" représente, dans ce sens, le conflit d'intérêt entre prêteurs et emprunteurs (Mishkin [2001]).

Mishkin [1992] se base, pour la définition de la crise financière, sur ce problème d'asymétrie d'information. Selon lui, « une crise financière est une perturbation des marchés financiers dans lesquels des problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral deviennent très néfastes, de sorte que ces marchés échouent à procurer, d'une manière efficiente, des fonds à ceux qui possèdent les opportunités d'investissement les plus productives »<sup>1</sup>. Aglietta [1995] ajoute dans ce sens que les deux effets (anti-sélection et aléa moral) conduisent, éventuellement, à la défaillance de certains emprunteurs et, par voie de conséquence, à la dégradation de la valeur de l'actif bancaire qui est source de déclenchement de la panique bancaire.

Ainsi dit, l'hypothèse d'asymétrie d'information est bien une hypothèse microéconomique servant comme support pour unifier l'ensemble des phénomènes qui constituent le risque systémique<sup>2</sup>, d'autant plus que ce dernier prend racine dans des situations de marchés incomplets et imparfaits<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Mishkin [1992], pp. 117-118.

<sup>2</sup> Aglietta [2001], p. 40.

<sup>3</sup> Aglietta et Moutot [1993], p. 22.

### **C- Libéralisation financière et supervision bancaire**

Enfin, un troisième argument est mis en valeur par les "faits stylisés" relatifs aux crises financières contemporaines. La libéralisation précède régulièrement les crises financières (Biacabe [2000]) – une libéralisation qui est souvent mal conduite ou précipitée dans les économies émergentes (Coville [2000]). Ceci se traduit par une mauvaise supervision des banques empruntant un comportement de "fuite en avant" – comportement qui signifie que, sans fonds propres suffisants, les banques sous-capitalisées continuent à avoir accès dans les périodes de croissance à des dépôts et au crédit interbancaire, et financent des projets trop risqués. Sans une mise en place d'un dispositif efficace de supervision bancaire, la crise bancaire a toutes les chances pour survenir (Davanne [1998]).

Un autre comportement des banques à l'origine des crises bancaires est souligné par Miotti et Plihon [2001] qui notent que «... les défaillances bancaires à l'origine des crises peuvent être expliquées, en grande partie, par les comportements spéculatifs des banques favorisés par la libéralisation financière ... , (et que) les banques défaillantes sont également celles qui, (dans les années précédant la crise), exhibaient les niveaux de rentabilité les plus élevés allant de pair avec des prises de risques élevés de nature spéculative »<sup>1</sup>.

Les mécanismes cités ci-dessus décrivent l'affectation du secteur bancaire dans un processus de risque systémique : le manque de liquidité (sous diverses formes) influence la crise bancaire. En conséquence, celle-ci se dégenère à travers la contraction du crédit comme forme institutionnelle (d'origine bancaire) du manque de liquidité, sur d'autres marchés d'actifs (bourse, changes, etc.) et de biens et services.

Le schéma décrit représente, sous réserve, un essai pour synthétiser différentes approches en termes du rôle des banques dans la dynamique des crises financières systémiques. Il ne représente qu'un scénario parmi d'autres. De prochains développements dans ce chapitre se proposent de présenter d'autres configurations quant à la dynamique des crises financières systémiques.

---

<sup>1</sup> Miotti et Plihon [2001], pp. 3-4.

## **SECTION 2 : CRISES DE CHANGE DOMESTIQUES : ATTAQUES SPÉCULATIVES ET MODÈLES DE DÉCLENCHEMENT**

La spéculation joue un rôle déterminant dans le déclenchement des crises de change. Il est donc utile de commencer par l'examen de cette relation à travers l'étude de la dynamique de spéculation et d'attaques spéculatives sur le marché des changes. Ensuite, on passe à l'examen des plus importants modèles d'explication des crises de change.

### **2.1. SPÉCULATION ET CRISES DE CHANGE**

#### **2.1.1. Dynamique spéculative sur le marché des changes**

##### **A- Risque et position de change**

Toute transaction dont le règlement est effectué à terme et dans une monnaie étrangère comporte un risque de change qui peut engendrer un coût supplémentaire ou une perte nette en cas d'évolution défavorable des cours dans l'avenir. Donc, lorsqu'un opérateur est confronté à une situation future dans laquelle le règlement d'une transaction est effectué en une monnaie étrangère, un risque de change apparaît, et cet opérateur entre systématiquement dans une situation dite "position de change" (de Mourgues [2000]).

Techniquement, la position de change est définie par le solde des avoirs et des engagements en devises d'un agent. Si ce solde n'est pas nul, la position est dite "ouverte". Dans ce même cas, la position est longue (ou acheteuse) si l'écart est positif (les avoirs dépassent les engagements), et elle est courte (ou vendeuse) si l'écart est négatif (les engagements dépassent les avoirs). Fermer la position de change consiste à solder la balance et sortir de la position (Plihon [2001]).

##### **B- Techniques élémentaires de spéculation sur change**

Avant de passer aux aspects relatifs à la spéculation sur change, il paraît utile de présenter d'abord la signification générale de la spéculation en économie. Dans ce sens, on se réfère à la définition classique donnée par N. Kaldor (cité in Plihon [2004]), et selon laquelle, la spéculation est entendue comme « achat ou vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une

modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien »<sup>1</sup>. Sur un marché des changes, la spéculation est un comportement d'opérateurs sur le marché des changes basé sur des anticipations d'évolution des cours, dans l'espoir de réaliser des gains en capital. Le spéculateur prend volontairement un risque de change et se met donc en position de change. Les opérations de spéculation sont entreprises par différents procédés impliquant la prise d'une certaine position de change.

#### B.1- Prise d'une position de change au comptant

Ce cas consiste en la technique suivante. Le spéculateur doit se procurer un montant en devise sur le marché au comptant, et le placer à vue avec rémunération. Lorsque la valeur de la devise s'apprécie (dans le cas de la spéculation à la hausse de la devise considérée), il revend le montant au comptant, réalisant ainsi un profit exprimé en monnaie domestique (ou toute autre monnaie qui lui a servi pour l'achat de la devise recherchée).

#### B.2- Prise d'une position de change à terme

Le spéculateur anticipant la hausse de la valeur d'une devise prend une position à terme en se procurant un montant en cette devise à un taux de change à terme. Ceci lui permet de ne pas modifier sa trésorerie ni d'emprunter. Arrivé à la date d'échéance (le terme), si le cours au comptant de la devise recherchée s'apprécie, il réalise alors un profit. Une évolution de la valeur de la devise en sens inverse (dépréciation) au terme de l'échéance signifie une perte.

### C- Utilisation spéculative des produits dérivés de couverture

Contrairement à la logique de spéculation consistant en une prise de position de change, un comportement de couverture se traduit par la fermeture de la position en faisant recours au change à terme pour éviter le risque d'évolution défavorable des cours. Il existe, essentiellement, quatre types d'instruments (ou de marchés) pour couverture contre le risque de change. Il s'agit du marché interbancaire à terme et de trois types de produits (marchés) dérivés de change : les contrats d'échange de devises (ou "*swaps*"), les contrats à terme sur devises (ou "*futures*") et les options sur change (ou "*options*").

---

<sup>1</sup> Plihon [2004], p. 109.

Toutefois, si paradoxal qu'il puisse le paraître, les "*futures*" et les options – instruments de couverture, par définition – sont souvent utilisés par les opérateurs sur le marché des changes à des fins spéculatives. Il est donc utile de présenter ces deux instruments, du moins sommairement, avant de passer à leur utilisation spéculative<sup>1</sup>.

### C.1- Les contrats à terme

Un contrat à terme ou "*future*" sur une devise est un engagement de la part d'un opérateur pour la vente de la dite devise pour des conditions standards déterminées au préalable (date, cours et montant). Les "*futures*" circulent dans des "marchés organisés" régis par une chambre de compensation et non dans des "marchés de gré à gré" (où les conditions sont fixées librement par les deux parties contractantes).

Les "*futures*" comportent des montants et des échéances standards déterminés par les statuts de la chambre de compensation de la place qui tolèrent un règlement partiel du contrat (2 à 5 %) versé comme dépôt de garantie. Le règlement effectif en devises peut ne pas être effectué: il y a possibilité de solder (compenser) les montants contractés, où un contrat d'achat solde un contrat de vente de même montant et inversement. Ceci donne plus de dynamisme et de souplesse en matière de gestion du risque (Plihon [2001]).

### C.2- Les options sur change

Les options sur change sont négociées entre banques dans des marchés de gré à gré ou des marchés organisés, mais peuvent être vendues par celles-ci aux entreprises exportatrices ou importatrices. Une option procure à son acquéreur le droit ou le choix (d'où le terme "option") d'acheter (option d'achat ou "*call*") ou de vendre (option de vente ou "*put*") une position de change au comptant ou à terme (Aubin et Norel [2000]).

Le droit optionnel consiste à choisir entre l'utilisation de l'option, c'est à dire se couvrir jusqu'à arrivée de l'échéance déterminée au préalable (date d'exercice ou "*strike-date*") à un cours à terme (prix d'exercice ou "*strike-price*"), ou de ne pas l'utiliser en vendant sa position avant la fin de l'exercice dans le cas où le cours au comptant serait favorable. C'est en contrepartie de cette possibilité que l'acheteur paie une prime (prix de l'option) au vendeur (Aubin et Norel [2000], Plihon [2001]).

---

<sup>1</sup> Pour un examen détaillé des comportements sur le marché des changes en général et des techniques de couverture en particulier, voir par exemple Simon [1997], Aubin et Norel [2000] et Plihon [2001].

### C.3- Aspect spéculatif des "futures" et "options"

Le "*future*" permet de disposer d'un effet de levier important puisque le dépôt de garantie ne constitue qu'une faible partie (2 à 5 %) du montant du contrat lié à une position longue. Ainsi, un spéculateur qui anticipe la dépréciation d'une monnaie s'engage sur des montants allant de (20) à (50) fois le montant de sa mise (ou dépôt). Lorsque le terme du contrat aboutit, il réalise un gain en capital en rachetant le montant du contrat en la monnaie dépréciée et au comptant. Il faut, bien sur, déduire du gain brut le montant emprunté plus les intérêts sur la période dans le cas où le dépôt de garantie est alimenté par un emprunt (puisque la spéculation est souvent financée par crédit) (Plihon [2001]).

Pour ce qui concerne l'option sur change, comme il a été mentionné plus haut, cette dernière procure à son acquéreur le droit de ne pas l'exercer jusqu'à sa date d'exercice, et vendre le montant en devise en cas d'évolution favorable. En effet, l'avantage de l'option par rapport au "*future*" est qu'elle permet une couverture contre une hausse du taux de change (à l'incertain) pour un "*call*", sans se priver de l'opportunité d'une baisse. Symétriquement, pour un "*put*" la couverture prévoit la baisse du taux de change, et l'opportunité de réaliser un gain est liée à la hausse (Plihon [2001]).

Pour toutes ces techniques de spéculation (procédés classiques et utilisation des produits dérivés), pour que l'opération soit vraiment profitable, il faut que l'appréciation de la devise recherchée soit supérieure à l'écart des taux d'intérêt des deux monnaies<sup>1</sup>. Dans le cas où la dite appréciation ne compense pas l'écart des taux d'intérêt, une position longue contre la monnaie dont on anticipe la dépréciation serait profitable.

### **D- Spéculation et équilibre sur le marché des changes**

Le comportement spéculatif est souvent qualifié d'être déstabilisant. En réalité, ce constat n'est que partiellement vrai. Il faut prendre en considération la nature et l'ampleur de l'évolution des mouvements de change. Dans les périodes de faible volatilité ou "calmes", la spéculation joue un rôle stabilisateur et nécessaire pour l'équilibre du marché à terme en assurant la liquidité. Ainsi, celui qui se couvre à terme a besoin, échéance arrivée, d'un spéculateur pour lui acheter / vendre le montant en devise couvert. Le spéculateur est indispensable pour l'ajustement dans le marché dans la mesure où il

---

<sup>1</sup> Ceci est inspiré d'une logique de PTINC qui représente un équilibre de spéculation.

accepte de prendre le risque que les autres refusent tout en procurant de la liquidité. Contrairement à ça, dans les périodes de crise, où les mouvements de change sont qualifiés par les opérateurs comme durables, l'action massive des spéculateurs (attaque spéculative) tend à accentuer l'appréciation des monnaies fortes et la dépréciation des monnaies faibles (Giraud [2002], Plihon [2001,2004]).

### **2.1.2. Attaques spéculatives sur taux de change**

#### **A- L'action des spéculateurs**

Dans une économie à marché des changes libre et profond dans le cadre d'un système financier libéralisé et déréglementé, une crise de change est le résultat direct d'attaques spéculatives contre la monnaie de cette économie. Une attaque spéculative est « une action simultanée de la part des spéculateurs anticipant la dépréciation nominale d'une monnaie et effectuant des transactions en ce sens que leurs efforts aboutissent à la réalisation de gains en capital, après la dépréciation effective de la monnaie attaquée ».

Selon cette définition, une monnaie sous n'importe quel régime de change, peut faire l'objet d'une attaque spéculative. Mais l'aspect fluctuant, par définition, du taux de change sous un régime de flexibilité, rend les anticipations moins certaines quant à la valeur future de la monnaie considérée. De plus, il s'agit ici aussi, de la question de crédibilité relative à la politique monétaire et au régime de change. La crédibilité d'un taux de change (en termes de soutenabilité et de capacité des autorités monétaires de le défendre) n'est pas exclusive à un régime de change au détriment d'autres. Certes, les régimes d'ancrage paraissent convaincants, mais l'expérience montre que se sont des monnaies appartenant à de tels régimes qui ont souffert le plus d'attaques spéculatives. Par ailleurs, des monnaies fortes, gérées par des banques centrales qualifiées de crédibles, sont généralement échangées à taux flottants (ou presque) (Bénassy-Quéré et Coeuré [2000]).

#### **B- Conséquences d'une attaque spéculative**

##### **B.1- Attaques réussies et attaques non réussies**

Une attaque spéculative peut être qualifiée de "réussie" ou de "non réussie". Dans le premier cas elle débouche sur une modification considérable et durable du taux de change. Dans le second, les autorités monétaires réussissent à défendre leur monnaie contre

l'attaque. Pour parler de crise de change par attaques spéculatives, on considère les attaques réussies et les attaques non réussies, mais seulement si cette dernière catégorie génère d'importantes conséquences en matière de défense de la valeur de la monnaie par les autorités (baisse considérable des réserves de change et / ou hausse importante des taux d'intérêt courts) (Eichengreen et alii [1994,1995], Glick et Hutchison [1999]).

Parallèlement, il ne faut pas confondre entre la dévaluation ou le changement du régime de change comme conséquence d'une crise de change par attaque spéculative, d'un côté, et la dévaluation considérée dans le cadre de programmes à la "thérapie de choc" comme mesure de stabilisation de la demande domestique, d'un autre côté. En 1994, l'Algérie a fait l'expérience d'un programme pareil préconisé par le FMI suite à la déclaration du défaut de paiement du service de la dette extérieure. Ceci illustre une crise de paiements extérieurs menant à une dévaluation comme mesure de sauvetage, loin d'être une crise de change déclenchée par attaques spéculatives.

#### B.2- Fuite des capitaux et crise de liquidité

Sur un autre plan, l'attaque spéculative est un phénomène de fuite des capitaux ou "*sudden stop*". Les spéculateurs, par leur action sur le marché des changes à terme, déclenchent une demande excédentaire de la devise dont ils anticipent l'appréciation en contrepartie d'une offre importante de la monnaie dont la dépréciation est anticipée. Ce mouvement constitue, donc, une sortie de capitaux libellés en devise. La fuite des capitaux est une manifestation de crise de liquidité. Ainsi, dans le cas d'une crise de change, c'est l'attaque spéculative qui explique le défaut de liquidité du marché (Aglietta [2000]).

## **2.2. MODÈLES D'EXPLICATION DES CRISES DE CHANGE PAR ATTAQUES SPÉCULATIVES DANS LA LITTÉRATURE ÉCONOMIQUE**

La littérature économique sur les crises de change s'est beaucoup intéressée à l'explication des causes de formation des attaques spéculatives tentant, ainsi, d'expliquer les crises elles-mêmes. Plusieurs générations de modèles se sont succédées depuis la fin des années 1970<sup>1</sup>. Dans ce qui suit, on présente une revue sélective de travaux traitant des causes de déclenchement des crises de change par attaques spéculatives.

---

<sup>1</sup> La distinction entre les modèles de crises de change dans le cadre de différentes "générations" est due à Eichengreen, Rose et Wyplosz [1994].

### **2.2.1. Modèles de première génération**

#### **A- Logique des modèles**

Les modèles de première génération ont été développés pour l'explication des crises de change par attaques spéculatives selon une approche monétaire de la balance des paiements. Ces modèles ont été conçus pour décrire les crises de balance des paiements des années 1970 et 1980 en Amérique latine menant à de fortes dévaluations, suite à des politiques économiques inflationnistes et des politiques d'ancrage de taux de change.

Ces modèles, initiés par l'article fondateur de Krugman [1979], font jouer un rôle central aux réserves de change (limitées) et à l'évolution des fondamentaux liée à des politiques (budgétaires et monétaires) expansionnistes inadaptées aux régimes de change fixes. Ainsi, la dévaluation, voire le flottement, est inévitable, et les anticipations des agents (rationnels) ne font que précipiter l'effondrement (Flood et Garber [1984] ; Agénor, Bhandari et Flood [1991]).

#### **B- Mécanisme de déclenchement de la crise**

Selon un schéma classique de crise, un déséquilibre sur le marché de la monnaie dû à un déficit public est à l'origine des attaques spéculatives. Les premiers modèles, admettent que le déficit public est financé par crédit domestique, donnant lieu ainsi à une politique monétaire expansionniste. Dans ce contexte, la monnaie subie des pressions dans le sens de la dépréciation (Eichengreen et alii [1994]).

Devant une évolution pareille, la banque centrale intervient sur le marché des changes pour empêcher la dépréciation et maintenir la parité officielle. L'action d'intervention directe implique une tendance vers l'épuisement des réserves de change. Lorsque celles-ci atteignent un niveau critique, les agents (spéculateurs) jugent, par leur "rationalité", que le changement de la parité est inévitable, et peuvent même le déterminer dans le temps (Krugman [1979,2001]). En fait, il n'est pas rationnel pour les spéculateurs d'attendre l'épuisement effectif des réserves et la dévaluation consécutive. Celle-ci est instantanée et leur ferait subir une perte de change portant préjudice à leur portefeuille. Ainsi, ils cèdent leurs avoirs libellés dans la monnaie considérée, et provoquent par conséquent un épuisement du stock de réserves (Caves et alii [2003], Cartapanis [2004b]).

Dans ce qui suit, on décrit le mécanisme de déclenchement d'attaque spéculative à travers le modèle (Krugman-Flood-Garber)<sup>1</sup>.

Le modèle se base sur les équations suivantes :

$$M(t) / P(t) = a_0 - a_1 i(t), \quad \text{où } a_1 > 0, \quad (1)$$

$$M(t) = R(t) + D(t), \quad (2)$$

$$dD(t) = \mu, \quad \text{où } \mu > 0, \quad (3)$$

$$P(t) = P^*(t) S(t), \quad (4)$$

$$i(t) = i^*(t) + [ dS(t) / S(t) ], \quad (5)$$

avec :

- $M(t)$ ,  $P(t)$  et  $i(t)$  : stock de monnaie nationale (masse monétaire), niveau des prix domestiques, et taux d'intérêt domestique, respectivement.
- $P^*$  et  $i^*$  : niveau des prix étrangers, et taux d'intérêt étranger, respectivement.
- $R(t)$  et  $D(t)$  : réserves de change et crédit domestique, respectivement.
- $S(t)$  : taux de change au comptant (avec cotation à l'incertain).

L'équation (1) est la condition de l'équilibre monétaire. Le côté droit représente la demande d'encaisses réelles. L'équation (2) indique que la masse monétaire se décompose en deux contreparties : réserves de change et crédits domestiques. L'équation (3) montre que le crédit augmente constamment à un taux positif ( $\mu$ ). Les équations (4) et (5) stipulent PPA et PTINC, respectivement.

L'utilisation de (4) et (5) dans (1) donne :

$$M(t) = \beta S(t) - \alpha dS(t), \quad (6)$$

avec:  $\beta \equiv (a_0 P^* - a_1 P^* i^*)$ , supposé positif, et ( $\alpha = a_1 P^*$ ), où ( $\beta$ ) et ( $\alpha$ ) sont constants, puisque ( $P^*$ ) et ( $i^*$ ) sont supposés constants.

Si le taux de change est fixé à ( $\bar{S}$ ), l'ajustement par les réserves permet de maintenir l'équilibre du marché de la monnaie. La quantité des réserves au temps ( $t$ ) devient :

$$R(t) = \beta \bar{S} - D(t). \quad (7)$$

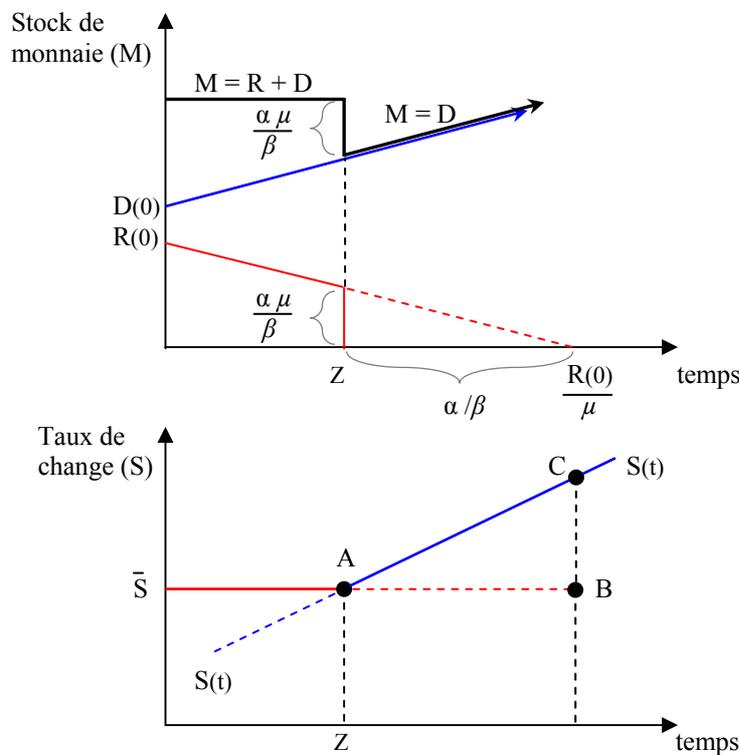
Le taux de changement du niveau des réserves (ou déficit de la balance des paiements) est :

$$dR(t) = - dD(t) = - \mu. \quad (8)$$

<sup>1</sup> Cette démonstration est reprise de Flood et Garber [1984], qui est une extension (ou version simplifiée) du modèle de base de Krugman [1979] pour l'explication des crises de change par attaques spéculatives.

On déduit à partir de (3), (7) et (8) que le régime de change fixe ( $S = \bar{S}$ ) ne peut pas être soutenu indéfiniment, du fait que le niveau (limité) des réserves décroît continuellement à taux constant ( $\mu > 0$ ). Ainsi, le timing de l'effondrement du régime en absence d'attaques (matérialisé par l'épuisement inévitable des réserves) devient (théoriquement) calculable. Il est donné par  $(R(0) / \mu)$ . L'intervalle  $(\alpha / \beta)$  représente la durée qui aurait dû rester pour l'épuisement des réserves en l'absence d'attaques. Toutefois, l'action des spéculateurs précipite l'effondrement par épuisement des réserves au temps  $(z)$ , avec  $(z < \alpha / \beta)$ .

**Figure (2.3.) : Comportement des réserves, crédit, stock de monnaie et taux de change nominal avant et après l'attaque spéculative**



**Source :** Flood et Garber [1984] et Agénor, Bhandari et Flood [1991].

Avant l'effondrement par attaques (temps  $z$ ), le stock de monnaie est constant, mais ses contreparties varient :  $D(t)$  augmente au taux  $(\mu)$  et  $R(t)$  baisse au même taux  $(\mu)$ . Au moment de l'effondrement ( $z$ ), le stock de monnaie et les réserves chutent au taux de  $(\alpha \mu / \beta)$  : le niveau de réserves devient nul, et par conséquent le stock de monnaie égalise le volume du crédit à partir de  $(z)$ . De même, à partir de ce moment, le taux de change  $S(t)$  flotte (librement ou dans une bande plus large) en se déplaçant de  $(A)$  vers  $(C)$ , au lieu de continuer vers  $(B)$  dans le cas où la parité aurait été maintenue. Ce taux, originellement noté comme taux de change nominal au comptant, est dit par Flood et Garber [1984] "taux

de change fantôme" (ou "*shadow floating exchange rate*") pour désigner la trajectoire qu'aurait dû emprunter le taux de change s'il avait évolué en régime flottant dès le début.

D'autres extensions ont été apportées au modèle de base de (Krugman-Flood-Garber) en mettant l'accent sur le rôle d'autres variables, mais en respectant toujours la même logique, à savoir le conflit entre politiques économiques expansionnistes et régimes de fixité (Agénor, Bhandari et Flood [1991]; Bordo et Schwartz [1996]). L'expansion monétaire, comme suite (ou conjuguée) au déficit budgétaire a pour effet une relance de l'inflation. Une politique pareille pénalise la compétitivité commerciale du pays et se traduit, par conséquent, par un creusement du déficit courant. Cette situation est synonyme d'appréciation du taux de change réel (ou surévaluation), et d'apparition d'une offre nette de monnaie nationale sur le marché des changes. Il en découle des pressions à la baisse de la valeur de cette dernière, et par la suite, un effondrement éminent du régime (Eichengreen et alii [1994], Cartapanis [2004b]).

### **C- Déterminisme et unicité d'équilibre**

Les modèles de première génération expliquent les crises de change par attaques spéculatives dans un univers "déterministe" : les crises sont inévitables à cause des politiques suivies, et leur "*timing*" est en principe prévisible (Krugman [2001]). En fait, ces modèles donnent une présentation "mécanique" au déroulement des crises. La détérioration significative des fondamentaux sous régime d'ancrage conduit à une création monétaire excessive pour le maintien de la parité et, par conséquent, déclenche des attaques spéculatives absorbant subitement la totalité des réserves nécessaires pour la défense de la parité. Il en ressort que les marchés – puisque rationnels – ne font que précipiter l'abandon du taux de change nominal (Cartapanis [2004b], Latinier [2004]).

L'hypothèse de rationalité du comportement des agents sur le marché des changes est matérialisée par le fait que les spéculateurs entrent en jeu à partir du moment où les réserves atteignent le seuil critique qui leur permet de récupérer leurs placements (temps  $z$  dans la démonstration ci-dessus). Cette hypothèse repose sur l'idée que le libre fonctionnement du marché des changes conduit nécessairement à un "équilibre unique" qui est optimal selon des critères d'efficacité ou de croissance économique. La notion d'équilibre unique renvoie, ainsi, selon une logique déterministe, à la définition même du taux de change d'équilibre, et donc de fondamentaux.

### **2.2.2. Modèles de deuxième génération**

#### **A- Options et contraintes de politiques économiques**

L'explication du déclenchement des crises de change donnée par les modèles de première génération s'est avérée sans grande pertinence devant la crise du Système Monétaire Européen (SME) de 1992-93 (Obstfeld [1994]). Les monnaies de pays comme la France et la Grande Bretagne, dont les fondamentaux étaient jugés soutenables, ont fait l'objet de sévères attaques spéculatives menant à un élargissement de la bande de fluctuation et la sortie de certains pays du Mécanisme de change, notamment la Grande Bretagne (Jeanne [1997], Plihon [2001]).

Dans ce type de crise, des attaques se produisent malgré des niveaux suffisants de réserves. En fait, depuis la seconde moitié des années 1980, le développement des marchés des capitaux internationaux a fait que le recours à l'emprunt de fonds pour reconstitution des réserves est devenu plus fréquent. De plus, des mesures ignorées par les modèles de 1<sup>re</sup> génération rendent le rôle des réserves moins important dans l'explication des attaques spéculatives : augmentation des taux d'intérêt, réduction des besoins de financement, contrôle des changes (Obstfeld [1994], Latinier [2004]).

En ce sens, il y a lieu de dire que les autorités d'un pays se trouvent contraintes à arbitrer entre des objectifs de politique économique et leurs coûts. L'objectif de fixité du taux de change peut être retenu, mais comporte un coût pénalisant la croissance, et par conséquent l'emploi à cause des taux d'intérêt élevés. L'abandon de la parité avec objectifs fondamentaux à long terme est synonyme, quant à lui, d'inflation (Latinier [2004]).

#### **B- Anticipations auto-réalisatrices et comportement des marchés**

Dans les modèles de deuxième génération, inspirés des travaux d'Obstfeld [1986,1994,1996], la crise de change se déclenche sous l'influence d'attaques spéculatives avec "anticipations auto-réalisatrices". Les anticipations sont dites "auto-réalisatrices" lorsque l'action des agents, fondée sur l'anticipation d'un événement spécifique, est suffisante pour engendrer l'événement lui-même. Sur le marché des changes, l'anticipation que le taux de change d'une monnaie (à l'incertain) va augmenter engendre un flux de vente de cette monnaie, ce qui conduit à ce que le taux de change augmente effectivement.

L'explication des attaques avec anticipations auto-réalisatrices repose sur l'idée que les anticipations des agents portent un jugement sur la soutenabilité de la situation macroéconomique future. Dans cette optique, Obstfeld [1994,1996] utilise une conception "élargie" des fondamentaux, qui n'est plus liée qu'aux seules politiques monétaire et budgétaire. En effet, les modèles de 2<sup>ème</sup> génération supposent des fondamentaux "élargis" regroupant, en plus, d'autres variables affectant le comportement d'anticipation des marchés, tels que le taux de chômage, les taux d'intérêt réels et l'évolution des politiques monétaires des pays partenaires les plus importants (Obstfeld [1994,1996], Jeanne [1997]).

Toutefois, il faut dire aussi qu'à propos des fondamentaux, les modèles de 2<sup>ème</sup> génération stipulent qu'une attaque peut intervenir même s'il n'y a pas eu lieu à un changement de fondamentaux. Cependant, leur dégradation ne provoque pas d'attaques forcément (Cartapanis [2004b]). Ce point est mis en relief par Obstfeld (cité in Cartapanis [2004b]): « la question intéressante n'est pas de savoir si, oui ou non, la crise est justifiée par les fondamentaux, dans la mesure où tout le monde est d'accord pour dire que les fondamentaux jouent un rôle, mais si oui ou non, les fondamentaux sont tels qu'ils font de la crise l'issue unique et inévitable »<sup>1</sup>. Ainsi, il existe une "zone de crise", comme le mentionnent Cole et Kehoe [1996], dans laquelle les attaques avec anticipations auto-réalisatrices peuvent se déclencher à n'importe quel moment. Cette zone est caractérisée par des fondamentaux pas assez forts pour pouvoir éviter le déclenchement de la crise, mais aussi pas assez faibles pour que la crise soit la seule issue possible (Latinier [2004]).

Le déclenchement de l'attaque spéculative peut être dû aussi à tout événement entamant la confiance des marchés quant à la capacité des autorités de maintenir leurs engagements en matière de choix de politiques (Cartapanis [1998]). Ceci dit, le comportement d'attaque et celui d'anticipation n'émanent pas d'une rationalité "absolue" des agents. Des effets de mimétisme (suivre la tendance générale) jouent un rôle important dans l'explication de l'emballement et la surréaction du marché (Orléan [2001]).

### **C- Circularité et équilibres multiples**

Les crises de change sont décrites dans les modèles de 2<sup>ème</sup> génération selon une conception "circulaire", et non dans un univers déterministe à l'instar des modèles de 1<sup>ère</sup> génération (Obstfeld [1994]). Les crises ne sont pas considérées comme suite inévitable

---

<sup>1</sup> Cartapanis [2004b], p. 16.

de politiques inadaptées ; elles sont auto-réalisatrices (Krugman [2001]). Le scénario de crise est un jeu d'influence entre les autorités et les marchés. En fait, les politiques économiques sont endogènes du fait de leur dépendance des anticipations des marchés. Celles-ci sont contingentes à l'orientation future des politiques. Elles répondent tout autant à la fonction "objectif" des autorités qu'aux évolutions futures de l'économie, y compris les évolutions sur le marché des changes (Cartapanis et alii [1998]).

Cette circularité donne naissance à des "équilibres multiples" sur le marché des changes : une coexistence d'équilibres avec ou sans attaques<sup>1</sup>. Pour Aglietta [2000], « les équilibres (multiples) possibles sont conjecturaux<sup>2</sup>, c'est à dire conditionnels à la manière dont les anticipations sont coordonnées »<sup>3</sup>. Le jugement par les spéculateurs que le coût de défense d'une parité ou d'un régime de change est onéreux, alimente leur croyance quant à la réussite de leur attaque. Ainsi, la crise est un passage d'un "bon" équilibre à un "mauvais" équilibre expliquant le processus d'anticipations auto-réalisatrices (Aglietta [2000]). En d'autres termes, la circularité d'influence entre le comportement des autorités et celui des marchés crée plus qu'une possibilité quant à l'avenir de la parité (d'où la multiplicité d'équilibres possibles), et accroît la probabilité de déclenchement d'une crise auto-réalisatrice, qui n'est rien d'autre qu'un cas d'équilibre parmi d'autres possibilités.

Morris et Shin [1998] avancent une critique intéressante aux modèles de crises de change auto-réalisatrices dans un univers à équilibres multiples. Selon eux, les attaques spéculatives avec anticipations auto-réalisatrices ne sont pas toujours liées à des situations d'équilibres multiples. En fait, il ne s'agit que d'un cas spécial, et la règle générale stipule que ces attaques suivent une logique d'équilibre unique. Pour Morris et Shin [1998], les modèles à équilibres multiples supposent (implicitement) que l'information détenue par les spéculateurs sur les fondamentaux est commune, et donc que chaque spéculateur doit savoir exactement ce que les autres vont faire<sup>4</sup>. En fait, c'est cette connaissance commune qui assure la coordination de l'action des spéculateurs dans le sens de l'attaque, faisant ainsi basculer le marché des changes du "bon" équilibre au "mauvais" équilibre, comme expliqué plus haut.

---

<sup>1</sup> Keynes est l'un des premiers à avoir indiqué que l'équilibre n'est pas unique et que des défauts de marchés, combinés à une information imparfaite et des anticipations instables, conduisent à la création d'équilibres multiples, distinguant ainsi entre équilibre de plein-emploi et équilibre de sous-emploi (Giraud [2002]).

<sup>2</sup> Une conjecture est une « croyance – ou opinion, ou anticipation – d'un individu sur la façon dont d'autres individus vont réagir à ses propres choix » (Guerrien [2000], p. 89).

<sup>3</sup> Aglietta [2000], p. 295.

<sup>4</sup> Morris et Shin [1998], p. 596.

Or, selon Morris et Shin [1998], l'existence d'une connaissance commune de l'état des fondamentaux est un cas extrême, car il y a souvent une part de "bruits" (ou "*noise signals*") qui caractérise l'information des spéculateurs sur les fondamentaux. Les "bruits" mènent au fait que tout spéculateur soit au courant que les fondamentaux sont solides, mais ignore que les autres le savent. Ceci signifie que les spéculateurs ne savent pas exactement ce que les autres font, mais se comportent sur la base de leur croyance de ce que les autres font. C'est cette situation d'incertitude qui "détermine" le sens "unique" de leur action (en remplaçant le rôle de coordination assurée par la connaissance commune), et aboutit au déclenchement inévitable de l'attaque spéculative<sup>1</sup>.

Ainsi dit, l'incertitude générée par l'existence de "bruits" crée un univers "déterministe" synonyme d'un équilibre unique, tandis que la connaissance commune rend possible la coordination de l'action des spéculateurs qui définit la co-existence d'équilibres multiples.

### **2.2.3. Modèles de troisième génération**

#### **A- Emergence des "crises jumelles"**

Le concept de "crises jumelles" (ou "*twin crises*") renvoie à la littérature qui offre des analyses associant crise de change et crise bancaire, notamment les travaux de Glick et Hutchison [1999] et Kaminsky et Reinhart [1999]. L'étude des crises jumelles est censée traiter de la combinaison de ces deux types de crises, et non de manière séparée, ainsi que des liens de causalité qui pourraient y exister. Les crises jumelles se manifestent par l'association d'attaques spéculatives contre une monnaie nationale et de défaillances bancaires. Ceci dit, l'occurrence des crises jumelles – comme on va le constater plus bas – ne signifie pas forcément que les deux types de crises surviennent en même temps.

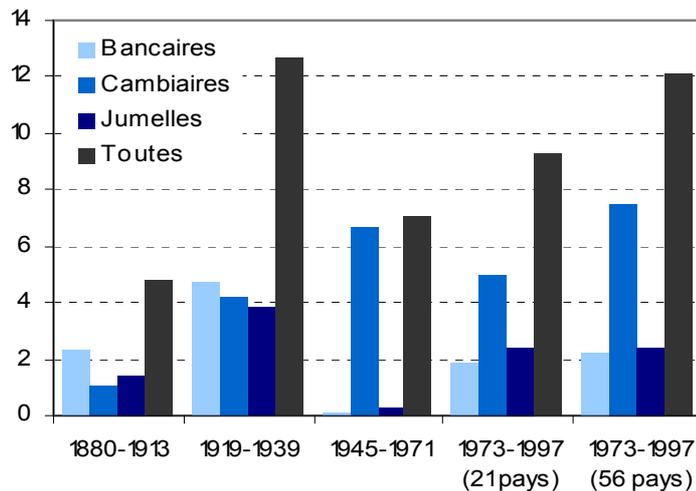
Historiquement, la fréquence des crises jumelles a fortement augmenté après l'effondrement du système de Bretton-Woods au début des années 1970. Bordo [2007] montre qu'actuellement ces crises ont une fréquence supérieure à celle enregistrée pour la première ère de globalisation financière (1880-1913) – période pendant laquelle le système de l'étalon-or était en vigueur. Selon Bordo [2007], les crises jumelles sont quasi inexistantes dans la période du système de Bretton-Woods (1944-1971). Seule la période

---

<sup>1</sup> Morris et Shin [1998], p. 588.

de l'entre-deux-guerres, marquée par de grands désordres dans le système monétaire et financier international, enregistre une fréquence plus importante que celle de la période post-Bretton-Woods étudiée (1973-1997).

**Figure (2.4.) : Fréquence des crises bancaires, crises de change et crises jumelles entre 1890 et 1997\***



\* La fréquence de crises est obtenue en divisant le nombre de crises pour chaque période sur le nombre d'observations "Année-Crise" durant la période concernée.

\* L'étude porte sur un échantillon de 21 pays pour toutes les périodes, en plus d'un échantillon de 56 pays pour la seule période (1973-1997).

**Source** : Bordo [2007].

Dans une autre étude portant sur un échantillon de 20 pays (développés et émergents), Kaminsky et Reinhart [1999] ne recensent sur la période 1970-1979 qu'une seule crise jumelle sur un total de 29 crises (crises de change, crises bancaires et crises jumelles confondues). Par ailleurs, pour une période ultérieure (1980-1995) et sur un total de 73 crises, l'étude repère 18 crises jumelles.

Sur le plan académique, ce n'est qu'après la crise asiatique de 1997-98 que l'on commence à parler de modèles de crises de change de 3<sup>ème</sup> génération ayant pour objet l'explication de celles-ci dans un contexte de crises jumelles (Cartapanis [2003], Caves et alii [2003]). Cependant, même avant la crise asiatique, la littérature essayait de donner des interprétations aux relations séquentielles existantes entre crises de change et crises bancaires. Dans ce contexte, les travaux d'avant et d'après la crise asiatique donnent de multiples scénarios au déroulement de ces crises, mais en absence d'un modèle théorique de synthèse (Cartapanis [2004b], Dehove [2003]).

Les modèles de 3<sup>ème</sup> génération cherchent à mettre en évidence les liens entre la fragilité du système bancaire et financier et les crises de change. Ainsi, l'hypothèse d'imperfection de l'information, placée au centre des réflexions sur le fonctionnement des marchés financiers et des systèmes bancaires (notamment dans les économies émergentes), retrouve toute sa pertinence (Cartapanis [2003,2004b]).

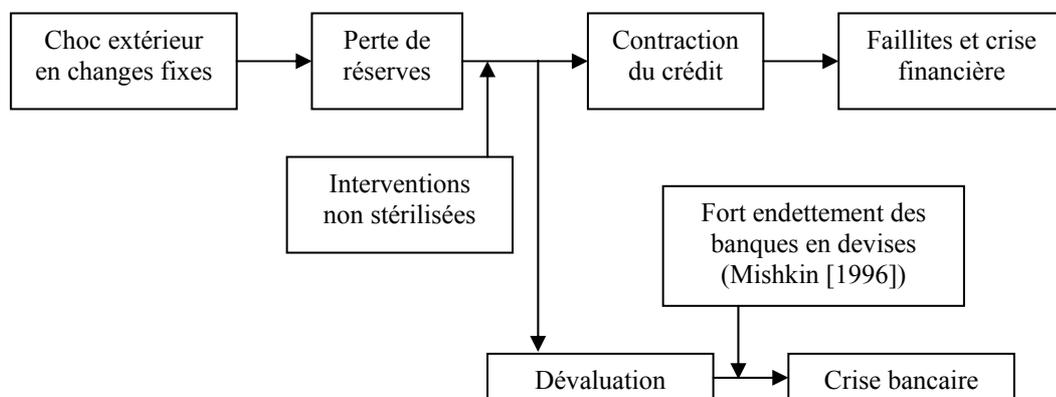
### B- Interdépendances dynamiques entre crises de change et crises bancaires

Pour ce qui est de la relation de causalité entre les deux types de crises, l'apport de la littérature en la matière s'articule autour de trois hypothèses : 1) les crises de change entraînent des crises bancaires ; 2) les crises bancaires entraînent des crises de change ; et 3) des causes communes sont à l'origine des deux types de crises.

#### B.1- Les crises de change entraînent des crises bancaires

Avec des changes fixes, un déséquilibre de change dû à un choc extérieur (hausse des taux d'intérêt américains par exemple) entraîne une perte de réserves. Si l'effet de celle-ci n'est pas neutralisé par le biais d'interventions stérilisées, la contraction du crédit qui en résulte se répercute sur le secteur réel sous forme de faillites d'entreprises. La solvabilité du système bancaire est ainsi entamée (Kaminsky et Reinhart [1999]). L'analyse de Mishkin [1996] peut être jointe à ce modèle et stipule que si le déséquilibre de change débouche sur une dévaluation, les banques exposées au risque de change verront leurs dettes internationales exprimées en monnaie locale augmenter. Dans la mesure où les pertes de change sont considérables, ces dernières provoqueraient des faillites bancaires.

**Figure (2.5.) : Les crises de change entraînent des crises bancaires**



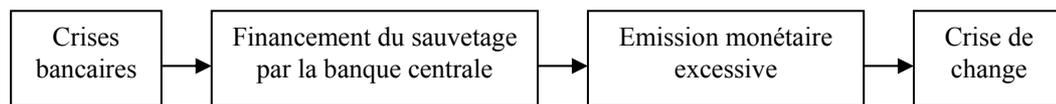
**Source :** Dehove [2003].

Articulant son explication autour du rôle des dépôts bancaires utilisés pour spéculation sur changes, Miller [1996] indique que l'attaque spéculative fait croître la dette en devises sur les banques, ce qui influence leur défaillance. D'autre part, Obstfeld [1994] montre qu'à la suite d'attaques spéculatives, les autorités monétaires provoquent des défaillances bancaires en augmentant considérablement les taux d'intérêt dans un objectif de défense du taux de change. Ces modèles mettent en évidence le fait que les crises de change causent directement des crises bancaires à travers la dégradation des bilans des banques, ou indirectement par le biais de fortes augmentations des taux d'intérêt, comme l'indiquent Glick et Hutchison [1999] et Miller [1999].

### B.2- Les crises bancaires entraînent des crises de change

Pour Vélasco [1987], une crise bancaire oblige la banque centrale à intervenir comme prêteur en dernier ressort (PDR) pour le sauvetage (ou "*bail out*") des banques en difficultés à travers une création monétaire excessive. Selon l'approche traditionnelle de la balance des paiements (modèles de 1<sup>ère</sup> génération), le résultat est éminent : éclatement d'une crise de change.

**Figure (2.6.) : Les crises bancaires entraînent des crises de change (Modèle de Vélasco [1987])**



**Source :** Dehove [2003].

Dans la même logique, Calvo [1996] explique la crise bancaire par une panique bancaire qui se traduit par une crise de liquidité sous forme de fuite de capitaux. Face à cette situation, le PDR procède à une création monétaire excessive. Gonzalez-Hermosillo [1996] met l'accent sur la fragilité du système bancaire et financier. Dans un système peu profond, lors d'une crise bancaire, les investisseurs revoient la composition de leur portefeuille en substituant des actifs en monnaie locale par d'autres en devises étrangères. La demande (offre) de devises (monnaie locale) qui en résulte entraîne des pressions sur le taux de change, et par conséquent une dévaluation. Miller [1999] note que dans un régime de fixité, la dévaluation devient une option entre les mains des autorités monétaires pour faire face à la panique bancaire.

Dans une lecture des liens de causalité des crises bancaires vers les crises de change, Cartapanis [2004b] expose plusieurs modèles. Il note qu'au-delà d'une analyse centrée sur le système bancaire, il y a lieu de parler aussi du rôle des mouvements internationaux de capitaux en aval en décrivant le déclenchement de la crise de change, mais aussi en amont dans la mesure où l'afflux massif des capitaux aux économies émergentes fragilise leurs systèmes bancaires et financiers. Cartapanis [2004b] tire la conclusion que la plupart des modèles de 3<sup>ème</sup> génération sont des modèles d'illiquidité bancaire en situation d'information incomplète<sup>1</sup>.

### B.3- Les causes communes des crises jumelles

Calvo et Végh [1999] mettent en relation le déclenchement des crises jumelles et les plans (ou programmes) de stabilisation d'inflation basée sur le taux de change (ou "*exchange rate-based inflation stabilization*"). Ces plans ont été appliqués dans certains pays, notamment ceux d'Amérique latine (Argentine, Brésil, Mexique, etc.), au cours des années 1980 et 1990 pour combattre l'hyper-inflation (FMI [1999]). Ces plans aboutissent, d'une part, à une convergence graduelle et lente de l'inflation domestique par rapport au niveau international, et d'autre part, à une croissance liée à l'afflux des capitaux étrangers ainsi qu'à un "boom" des importations financées par crédit. Ces deux effets débouchent sur une aggravation du déficit courant et une appréciation du taux de change réel. Lorsque les marchés prennent conscience de l'insoutenabilité de ces plans, des attaques spéculatives sur la monnaie entraînent la dévaluation, et la fuite des capitaux entraîne quant à elle une crise boursière synonyme de défaillance des débiteurs et par conséquent des banques (Calvo et Végh [1999], Kaminsky et Reinhart [1999]).

Chang et Vélasco [1999] reviennent sur l'effet de prise de conscience de la part des investisseurs, mais cette fois-ci face à la situation d'illiquidité internationale de l'économie en question (engagements en devises à court terme supérieurs aux ressources en devises à court terme). Cette situation se traduit par une demande immédiate de paiement des crédits existants et un refus de reconduction de nouvelles lignes de crédit. Cette forme de fuite des capitaux mène à un effondrement monétaire (crise de change) et financier (crise bancaire). Par ailleurs, McKinnon et Pill [1999] se focalisent sur la libéralisation financière dans les économies émergentes et le phénomène d'aléa moral qui

---

<sup>1</sup> Cartapanis [2004b], p. 27.

va avec dans un contexte de "capitalisme de copinage"<sup>1</sup>. La croissance (structurellement) déséquilibrée qui naît de cette situation est caractérisée par une expansion du crédit domestique et étranger, entraînant *in fine* des crises bancaires et de change (McKinnon et Pill [1999]).

La figure (2.7.) plus bas, schématise le déclenchement de crises bancaires et de change sous l'influence de causes communes.

### C- Crises jumelles et équilibres multiples

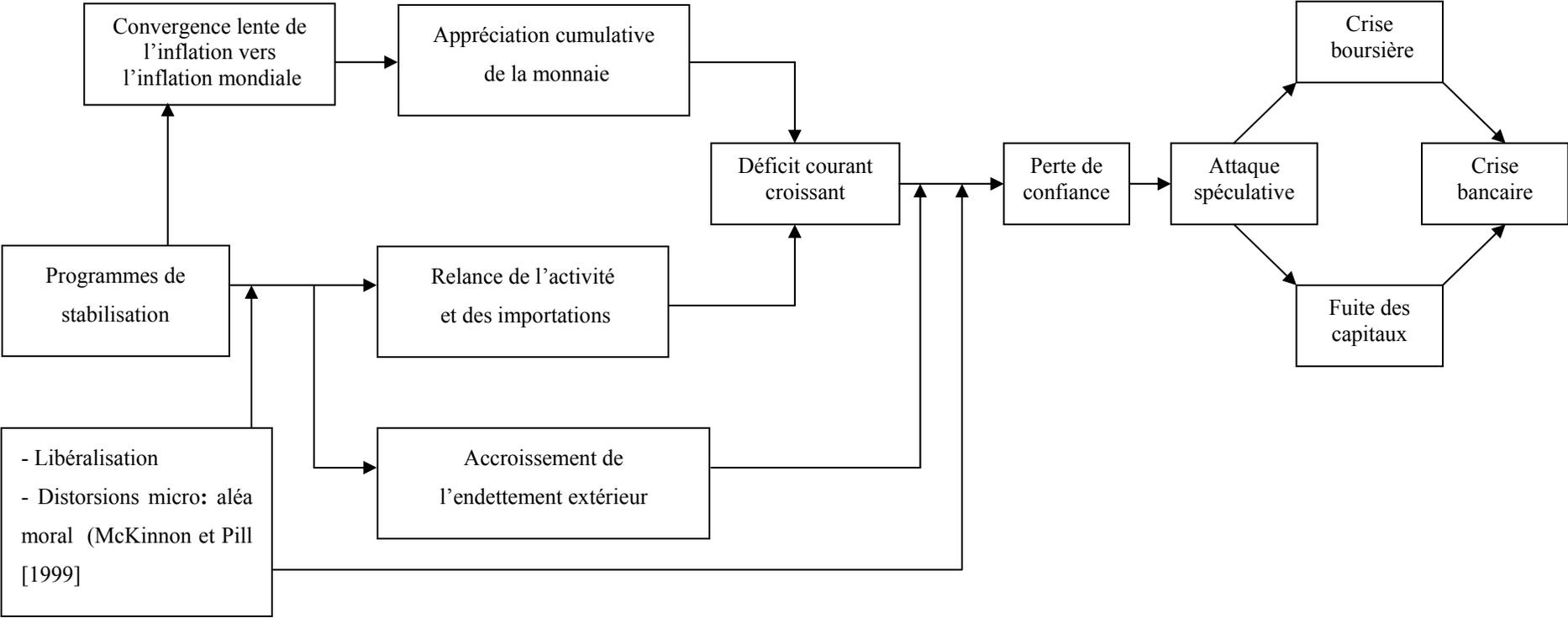
Certains travaux ont essayé d'apporter une explication de synthèse aux crises de change dans un contexte de crises jumelles. Ces travaux présentent des modèles qui intègrent une configuration d'équilibres multiples dans un contexte d'anticipations auto-réalisatrices. Bunda [2002] propose un modèle synthétique qui relie crise de change et crise bancaire dans un objectif de conciliation entre deux visions majeures de modélisation, à savoir la fragilité financière et la détérioration des grandeurs fondamentales. La situation d'équilibres multiples dans laquelle il y a passage d'un équilibre à un autre est déterminée par l'évolution d'une grandeur macro-financière représentée par le ratio : Réserves de change / Dettes à court terme.

Burnside et alii [2000] proposent une théorie des crises jumelles dans laquelle fondamentaux et anticipations auto-réalisatrices jouent un rôle déterminant. Les fondamentaux pris en considération par les auteurs sont d'ordre structurel et reflètent le phénomène d'aléa moral causé par les garanties (explicites et implicites) données par les autorités aux banques domestiques s'endettant en devises. Le modèle stipule que les crises ne surviennent pas n'importe où. Elles sont conditionnées par les fondamentaux. Les anticipations auto-réalisatrices, quant à elles, déterminent le moment du déclenchement.

---

<sup>1</sup> Le "capitalisme de copinage" (ou "*crony capitalism*") désigne une variante du phénomène d'aléa moral dans les économies émergentes. Il peut être défini comme « garanties implicites données par les autorités publiques aux banques et entreprises débitrices peu réglementées » (Frankel et Wei [2004], p. 7).

Figure (2.7.) : Causes communes pour crises bancaires et crises de change



Source : Dehove [2003].

### **SECTION 3 : DYNAMIQUE DE CONTAGION INTERNATIONALE DES CRISES FINANCIÈRES ET DE CHANGE**

Une fois encore, la terminologie économique fait recours à des notions dont l'origine est liée à l'usage médical. Le terme "contagion" en médecine désigne la propagation d'une maladie entre différents corps vivants à travers des moyens par lesquels le mal se transmet. L'histoire raconte des faits relatifs à ce phénomène connu depuis longtemps<sup>1</sup>.

L'intérêt des économistes pour le phénomène de contagion a pris de l'ampleur depuis la seconde moitié des années 1990, avec l'éclatement de plusieurs crises financières affectant de nombreux pays, notamment ceux qualifiés "d'émergents". Les crises mexicaine (1994-95), thaïlandaise (1997) et russe (1998) ont eu des répercussions sur d'autres économies dont plusieurs d'entre elles étaient considérées comme ayant des fondamentaux sains, et ne présentant pas de signes importants de vulnérabilité à d'éventuelles crises (Dehove [2003], Edwards [2000]).

#### **3.1. CHAMP CONCEPTUEL**

##### **3.1.1. Définition de la contagion financière**

La contagion financière ne fait pas l'objet d'une définition unique (Dehove [2003]). Sous sa forme la plus large, le terme recouvre simplement la transmission internationale des chocs. Certains auteurs considèrent qu'il y a contagion dès qu'il y a une influence mutuelle, et que les voies de contagion sont celles de l'interdépendance (Masson [1998], Dornbusch et alii [2000]). D'autres adhèrent à cette logique, mais d'une manière un peu différente, en la définissant comme étant une situation dans laquelle la connaissance de l'existence d'une crise à l'étranger augmente la probabilité d'occurrence d'une crise dans un pays (Eichengreen et alii [1996], Kaminsky et Reinhart [2000]).

D'autres auteurs donnent des définitions plus restreintes. Edwards [2000] souligne que la contagion n'est que le co-mouvement excédentaire (des valeurs sur

---

<sup>1</sup> Dans l'"Histoire des guerres péloponnésiennes", "Thucydide" décrit la vitesse par laquelle la peste de 431 (AC) a traversé Athènes. "Giovanni Bocaccio" raconte aussi l'ampleur d'une épidémie pareille qui a ravagé la ville de Florence au XIV<sup>e</sup> siècle. Dans la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, et après que le Docteur "John Snow" a réalisé d'impressionnants progrès dans l'étude de la transmission du choléra à Londres, "l'épidémiologie" est devenue une branche de médecine à part entière (Edwards [2000], p. 1).

différents marchés) qui persiste après la prise en compte des fondamentaux et des chocs communs. D'autres limitent davantage le champ de signification du terme : Forbes et Rigobon [2001,2002] présentent la contagion comme étant un cas où les corrélations entre marchés (en termes de prix) augmentent lors des épisodes de crises.

### **3.1.2. Niveaux de la contagion financière**

La notion de contagion ne couvre pas seulement le sens de transmission des perturbations financières à une dimension internationale. À vrai dire, il existe trois niveaux de contagion financière selon l'échelle des perturbations. Le phénomène peut être constaté au niveau d'un marché spécifique où s'échange un titre (ou un type de titres) monétaire(s) ou financier(s), ou au niveau d'un système financier national où différents marchés domestiques sont liés systématiquement (illustrant ainsi une crise systémique). Orléan [1996,2001] qualifie ces deux niveaux de "contagion mimétique" et de "contagion systémique", respectivement. La première section du présent chapitre traitant des crises financières domestiques aborde ces deux types avec plus de détails.

La présente section traite de la contagion à un niveau international qui, selon une conception (provisoirement) simplifiée (tirée du *Glossaire économique* de l'OCDE), signifie « le phénomène par lequel les perturbations observées sur les marchés de capitaux d'un pays ou d'une région déclenchent une crise financière dans d'autres pays ou régions».

### **3.1.3. Contagion financière internationale et chocs extérieurs**

La transmission des perturbations financières d'un pays (le "centre") vers d'autres pays (les "périphériques") constitue un choc extérieur pour ces derniers (Dehove [2003], Marais [2004]). Le choc peut être commun pour une classe de pays périphériques, notamment dans le cas où le pays originaire du choc n'est pas en situation de crise financière (par exemple la hausse des taux d'intérêt dans un grand pays tel que les États-Unis) (Desroches [2004], Moreno et Trehan [2000]). Les chocs extérieurs sont transmis aussi à travers des canaux qui représentent des interdépendances (directes ou indirectes) entre pays. Les canaux de transmission sont définis comme étant des mécanismes à travers lesquels une crise financière dans un pays provoque une crise financière dans un autre (Sbracia et Zaghini [2003]). Ces canaux sont généralement regroupés en trois catégories selon leur nature : commerciaux, financiers et monétaires.

Ceci dit, la littérature économique exclut les chocs "normaux" de la définition de la contagion internationale comme le notent Dornbusch et alii [2000]. Selon eux, la contagion est « une hausse significative des liens entre marchés après un choc à un pays (ou un group de pays) »<sup>1</sup>. Cette définition souligne l'importance du changement de fréquence de transmission des chocs. Dans la même voie, Edwards [2000] note « qu'il est utile de distinguer entre contagion et autres formes de propagation de chocs »<sup>2</sup>. En se référant au sens originel de la contagion (lié à l'épidémiologie), il note que « la contagion se produit lorsque l'étendue et l'ampleur de la transmission internationale des chocs dépassent ce qui a été anticipé *ex ante* »<sup>3</sup>.

### 3.2. CONTAGION INTERNATIONALE DES CRISES FINANCIÈRES ET DE CHANGE : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE THÉORIQUE

Forbes et Rigobon [2001] font une lecture dichotomique de la littérature sur la contagion internationale en se focalisant sur deux types de canaux de transmission des perturbations financières. Ils distinguent, en premier lieu, ce qu'ils appellent "théories non contingentes aux crises" (ou "*non crisis-contingent theories*"). Cette approche soutient que la transmission des chocs s'effectue par des canaux d'interdépendances identiques entre périodes de crises et périodes stables. Calvo et Reinhart [1996] appellent ce type "contagion basée sur les fondamentaux" (ou "*fundamentals-based contagion*"). La contagion est liée aux fondamentaux et la transmission des turbulences est expliquée par des chocs communs ou par des interdépendances fondamentales.

La seconde approche est dite, selon Forbes et Rigobon [2001], "théories contingentes aux crises" (ou "*crisis-contingent theories*"). Elle assume, à l'inverse du premier groupe de théories, que les mécanismes de transmission changent durant les crises, et que les liens entre marchés nationaux ne restent pas stables, mais s'intensifient après les chocs. Il s'agit de "véritable contagion" (ou "*true contagion*") pour Calvo et Reinhart [1996]. La "contagion pure" de Masson [1998], la "shift contagion" de Forbes et Rigobon [2001,2002] et l'analyse de Dornbusch et alii [2000] s'inscrivent dans cette voie. Les "théories contingentes aux crises" s'articulent partiellement, mais en grande partie, autour du canal de comportement des investisseurs ou agents financiers.

---

<sup>1</sup> Dornbusch, Park et Claessens [2000], p. 178.

<sup>2</sup> Edwards [2000], p. 22.

<sup>3</sup> Ibidem.

### 3.2.1. Théories non contingentes aux crises

#### A- Chocs communs

Ce type de choc est considéré comme conséquence de changements dans les conditions économiques mondiales. Desroches [2004] montre que l'évolution du niveau d'activité réelle des grandes économies et l'évolution conséquente en termes de prix, notamment des produits de base, influent sur les termes de l'échange de beaucoup de pays, et accroissent ainsi leur vulnérabilité. L'auteur ajoute aussi que la hausse des taux d'intérêt mondiaux (souvent U.S.) provoque généralement une redéfinition de la structure et de la dynamique des mouvements internationaux de capitaux. Dans la même voie, Fiess [2003] constate que les flux (reflux) de capitaux vers les (des) pays émergents sont partiellement influencés par des facteurs globaux (contagion et changement des conditions monétaires internationales, notamment les taux d'intérêt long U.S.) – à côté de facteurs spécifiques liés aux fondamentaux des pays émergents. Selon Moreno et Trehan [2000], la crise de la dette de plusieurs pays latino-américains au début des années 1980 est expliquée, partiellement, dans ces termes. La crise de liquidité pour ces pays s'est révélée comme conséquence d'une politique monétaire américaine restrictive et s'est manifestée par une sortie nette de capitaux provoquant une crise de la dette souveraine.

Les régimes d'ancrage du taux de change contribuent aussi à expliquer les difficultés financières liées à des chocs communs. De nombreux travaux, à l'image de Corsetti et alii [1998] et Frankel et Roubini [2001], montrent que l'appréciation du dollar U.S. vis-à-vis du yen a joué un rôle important dans la surévaluation des monnaies asiatiques ancrées au dollar, et par voie de conséquence, dans la dégradation des soldes courants de ces pays avant l'éclatement de la crise de 1997-98. Le régime d'ancrage à une monnaie explique aussi l'effet de la hausse des taux d'intérêt du pays dont la monnaie sert comme ancre pour les monnaies des pays périphériques (Dehove [2003]). Dans cet esprit, l'insoutenabilité des fondamentaux est à l'origine de l'effondrement des régimes de change et de la crise financière.

Concluant que les chocs communs ne définissent pas une "véritable contagion", Masson [1998] les qualifie "d'effet mousson" (ou "*monsoonal effect*"). Il note en ce sens que le changement des conditions économiques des grandes économies provoque des crises financières dans les économies émergentes à cause de certaines faiblesses

caractérisant ces dernières, telles que l'endettement privé important en monnaies étrangères, la taille de la dette souveraine, et les problèmes des banques<sup>1</sup>.

### **B- Interdépendances fondamentales entre économies**

Dans ce type de canaux, la crise est transmise d'un pays "centre" à d'autres pays "périphériques", à la différence des chocs communs dans lesquels le pays originaire du choc n'est souvent pas en situation de crise, du moins à une échelle comparable. La mécanique de la contagion se manifeste ici par ce que Masson [1998] appelle "effet de débordement" (ou "*spillover effect*"). Ce type de transmission résulte des interdépendances commerciales et financières entre les pays en développement eux-mêmes<sup>2</sup>.

#### **B.1- Liens commerciaux**

L'explication par le canal du commerce extérieur s'appuie traditionnellement sur l'approche monétaire de la balance des paiements et sur l'approche keynésienne des interdépendances entre économies sous l'hypothèse de rigidité des prix nominaux (Eichengreen et alii [1996]).

- Selon la première approche (dans un modèle à deux pays), une dévaluation / dépréciation dans un pays réduit les prix des importations dans le second et, donc, de son niveau général de prix. La contraction des prix réduit à son tour la demande de monnaie domestique et accroît la demande de devises dans le second pays. La baisse induite du niveau des réserves détenues par la banque centrale fait augmenter la vulnérabilité du second pays à une attaque spéculative.
- Selon la seconde approche (dans un modèle à deux pays), une dévaluation / dépréciation dans un pays améliore son solde courant (dans les conditions exprimées par le théorème des élasticités critiques). Parallèlement, le second pays voit se détériorer son solde courant, et enregistre en conséquence une diminution du niveau de ses réserves. Ceci accroît, comme précédemment, la probabilité de l'attaque.

On remarque bien que les deux explications projettent *in fine* une crise (financière et) de change dans la logique des modèles de 1<sup>ère</sup> génération reliant attaques spéculatives et niveau des réserves.

---

<sup>1</sup> Masson [1998], p. 5.

<sup>2</sup> Ibidem.

## B.2- Liens financiers

Kaminsky et Reinhart [2000] montrent que les pays liés commercialement sont souvent liés par des interdépendances financières (et surtout bancaires). Ainsi, il devient clair que les canaux financier et bancaire sont aussi importants en termes de propagation de chocs. Par ailleurs, Aglietta [1998,2000] indique le rôle des liens financiers dans la dynamique de contagion internationale en mettant l'accent sur le canal de la liquidité dans un univers interconnecté de systèmes bancaires nationaux exposés à des fragilités financières, où le risque de liquidité est au centre du risque systémique. La défaillance d'un système bancaire dans un pays induit des tensions sur la liquidité des systèmes bancaires d'autres pays par un "effet domino", impliquant en parallèle des tensions pareilles d'illiquidité sur les marchés financiers (Aglietta [1998,2000]).

Les développements présentés dans la première section du présent chapitre relatifs aux crises systémiques mettent l'accent sur un comportement de crise de liquidité en boucle auto-renforçante dans un système de marchés domestiques. C'est dans cette même logique que le problème de risque et de crise systémiques se pose à une échelle internationale. Les mouvements internationaux de capitaux représentent la variable qui définit systématiquement la transmission des chocs de liquidité entre économies du système global (international). Ce type de crise prend un aspect plus intense lorsque l'assèchement des liquidités et sa transmission se combinent à une transmission de la panique bancaire (ou "run") selon les modèles de crises bancaires à la Diamond et Dybvig [1983]. Dans ce cas, la panique elle-même pourrait être contagieuse, note Dehove [2003].

### 3.2.2. Théories contingentes aux crises

#### **A- La contagion comme phénomène indépendant des chocs traditionnels**

Le rôle des investisseurs tant qu'acteurs de décision dans la dynamique internationale des capitaux se constate clairement à travers les liens d'interdépendances financières dans un processus de "débordement". Ce rôle est appréhendé aussi dans un processus de propagation des chocs communs. La contagion a lieu lorsque les acteurs du marché redéploient leur portefeuille d'actifs sur la base d'une information concernant les fondamentaux communs (Brana et Lahet [2005]). Ceci dit, la propagation internationale des tensions financières manifestée par des reflux de capitaux peut être due seulement au

comportement des investisseurs (spéculateurs) en dehors des liens fondamentaux (chocs communs et interdépendances commerciales et financières). Cette thèse de la panique des investisseurs remplace la thèse de la détérioration des fondamentaux (Ayadi et alii [2006]). Les développements qui suivent s'intéressent à cette conception de la contagion.

#### A.1- La contagion "pure"

L'un des principaux traits des crises financières récentes est la rapidité de la transmission internationale des chocs à des pays ayant peu de liens économiques avec les pays dans lesquels les crises se sont déclenchées en premier. Il en ressort que les interdépendances économiques fondamentales n'expliquent pas, à elles seules, l'ampleur de la transmission de la crise. Le canal du comportement des investisseurs est inclus comme cadre d'analyse d'une "véritable contagion", pour ainsi reprendre la terminologie utilisée par Calvo et Reinhart [1996]). Ce type de contagion est dit "pure" selon Masson [1998] qui exclut de la définition de la contagion les effets "mousson" et "débordement" (abordés plus haut).

En effet, pour Masson [1998], la contagion "pure" est seulement le résultat de changements dans la psychologie des investisseurs dus à la survenance d'une crise financière dans un autre pays (ou groupe de pays). Le mécanisme de transmission du choc durant la crise (ou juste après) est fondamentalement différent de celui qui prévalait avant la crise. C'est dire que la crise provoque un changement structurel dans le mode de transmission des chocs, de telle sorte que ces derniers ne se propagent pas par l'intermédiaire des canaux traditionnels (réels et financiers), mais à travers un nouveau canal qui n'existait pas dans les périodes stables, à savoir le canal comportemental des investisseurs (Marais et Bates [2004], Brana et Lahet [2005])<sup>1</sup>.

Dans la lignée de cette définition, Edwards [2000] désigne comme contagion les situations où l'étendue et la magnitude avec lesquelles un choc se transmet vers d'autres pays excèdent ce qui avait été anticipé *ex ante*. Ainsi, cette conception de

---

<sup>1</sup> Ahluwalia [2000] propose le concept de "contagion discriminante" pour distinguer la situation selon laquelle les investisseurs sont poussés à revoir leur perception du risque dans certains pays, dont l'état des fondamentaux est proche de celui du pays "centre". La "contagion discriminante", traduite par des revirements de capitaux internationaux, est déclenchée par un "effet réveil" (ou "*wake-up call effect*") à la suite du déclenchement de la crise dans le pays "centre". À l'inverse, la contagion est dite "non discriminante" si elle touche des pays sans ressemblances fondamentales. Ce deuxième type a une signification proche de celle de contagion "pure" à la Masson.

contagion rejette l'hypothèse de stabilité des mécanismes de propagation des chocs entre pays conditionnellement à une crise ailleurs, comme définie par Eichengreen et alii [1996] et Kaminsky et Reinhart [2000].

#### A.2- La "shift contagion"

Forbes et Rigobon [2001,2002] ne prennent pas en considération les canaux de transmission des chocs pour définir la contagion internationale. Le concept de "*shift contagion*" désigne selon eux l'augmentation brutale et transitoire des liens économiques entre deux ou plusieurs économies durant la période de crise. Ainsi, à l'instar du concept de contagion "pure" de Masson, celui de "*shift contagion*" exclut toute forme régulière d'interdépendances. Mais, à la différence de la contagion "pure" qui se définit entant que présence de discontinuités dans le mécanisme de propagation des chocs via le canal psychologique, l'appréhension de la "*shift contagion*" se place dans une logique de distinction entre niveaux de corrélation entre pays. La contagion selon Forbes et Rigobon [2001,2002] n'existe que si les corrélations inter-marchés augmentent significativement durant la période de turbulences financières (et donc provisoirement).

La "*shift contagion*" est mesurée par l'augmentation exceptionnelle des corrélations (ou co-mouvements) des titres financiers, des flux financiers, de la vitesse de propagation d'un choc, de la probabilité d'une attaque spéculative, ou de la volatilité des marchés. Dans ce sens, Dehove [2003] note que la "*shift contagion*" n'est rien d'autre que la contagion du stress et de la panique financière.

#### A.3- L'analyse de Dornbusch et alii [2000]

Similairement à Masson [1998] et Forbes et Rigobon [2001,2002], Dornbusch et alii [2000] considèrent qu'il faut distinguer entre chocs normaux (communs ou liés aux interdépendances fondamentales) et chocs spécifiques (manifestés par une surréaction des marchés) qui, seuls, définissent la contagion. Cependant, leur définition apparaît moins restreinte pour ne prendre que le comportement des investisseurs isolé de facteurs fondamentaux. La contagion entant que co-mouvements de volatilités (taux de change, prix d'actifs financiers, "spreads" sur dette souveraine, flux de capitaux) peut relever des deux catégories de mécanismes de propagation des chocs (fondamentaux et psychologiques).

Pour la première catégorie (interdépendances fondamentales), les co-mouvements ne sont considérés comme contagion que s'ils se présentent dans une période de crise, et que leur effet soit inverse par rapport aux périodes de stabilité. Concernant la deuxième catégorie (comportements des investisseurs), les co-mouvements ne sont considérés comme contagion que s'il n'y a pas lieu à des chocs communs ou à des interdépendances commerciales ou financières, mais aussi à des crises causées par la détérioration des fondamentaux domestiques séparément des chocs extérieurs<sup>1</sup>.

Ainsi, les considérations de Dornbusch et alii [2000] pour la définition de la contagion sont à mi-chemin entre les conceptions larges d'Eichengreen et alii [1996] et de Kaminsky et Reinhart [2000], d'une part, et les conceptions restreintes de Masson [1998,1999], d'Edwards [2000] et celle de Forbes et Rigobon [2001,2002], d'autre part.

## **B- Les mécanismes de transmission dans les théories contingentes aux crises**

### **B.1- Mécanismes liés au comportement des investisseurs**

#### *B.1.1- Equilibres multiples*

Lors de l'étude des modèles de 2<sup>ème</sup> génération expliquant les crises de change par attaques spéculatives, on a pu constater que les crises sont auto-réalisatrices car les équilibres multiples ne sont pas déterminés par l'anticipation de la dévaluation à partir de l'observation des fondamentaux, mais à partir de la croyance des spéculateurs quant aux intentions des autorités vis-à-vis du maintien de la parité (ou bande de fluctuation tolérée).

De même, pour l'étude du comportement d'anticipation des investisseurs définissant la contagion internationale, Masson [1998,1999] introduit la notion d'équilibres multiples, dans la mesure où la contagion se manifeste par le passage d'une économie d'un "bon" équilibre à un "mauvais" équilibre. La situation d'équilibres multiples se produit lorsqu'une crise dans un pays est utilisée par les investisseurs comme "tache solaire" (ou "sunspot") pour un autre pays (Cartapanis [2004b])<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Dornbusch, Park et Claessens [2000], pp. 179-180.

<sup>2</sup> Un équilibre de "tache solaire" est un équilibre stochastique dans lequel l'aléa est de nature extra-économique (Marais et Bates [2004], p. 3). Les modèles dits "à taches solaires" reprennent l'idée de Stanley Jevons (1835-1882) selon laquelle les mouvements des taches sur le soleil influencent les cycles économiques. Dans ces modèles, on suppose que les agents croient que ces taches ont un impact sur l'économie (alors qu'il n'en serait rien s'ils ne leur prêtent pas d'attention). Comme ils agissent sur (./ ./)

Le principe de "tache solaire" s'applique à la logique des anticipations auto-réalisatrices, dans le sens où l'effet de la "tache" n'est vrai que parce que l'on y croit et agisse de telle sorte qu'il se valide *in fine*. La "tache solaire" que représente la crise dans le pays "centre" fait coordonner les anticipations des investisseurs de façon à ce que cette crise ait une influence sur d'autres pays (Marais et Bates [2004]). Les investisseurs sont ainsi poussés à retirer leurs capitaux de ces pays. En conséquence au "*sudden stop*", ces économies basculent d'un "bon" équilibre (celui qui est soutenable fondamentalement) à un "mauvais" équilibre (celui de crise).

Masson [1998] parle aussi de "zone d'équilibres multiples" selon laquelle le passage entre équilibres multiples n'est pas totalement arbitraire. La vulnérabilité d'un pays (outre le "centre") à la contagion augmente avec l'augmentation de la dette extérieure, la détérioration de la balance commerciale et la diminution du niveau des réserves de change. Cette notion de "zone d'équilibres multiples", rappelons-le, est dans une certaine mesure comparable à celle de "zone de crise" de Cole et Kehoe [1996] évoquée plus haut.

#### *B.1.2- Chocs de liquidité endogène*

Les modèles de contagion de Valdés [1997] et Calvo [1999] se basent sur le comportement des investisseurs, et se concentrent sur le rôle des chocs de liquidité dans la reconstitution des portefeuilles d'actifs. Le rééquilibrage de ces derniers ou des lignes de crédits bancaires à la suite d'un choc de liquidité sur un marché (baisse des prix d'un type d'actions par exemple) affecte d'autres marchés dans un mouvement généralisé d'ajustement. Dans une logique de contagion non basée sur les fondamentaux, les ajustements de portefeuilles (de titres et de crédits bancaires) sont réalisés en excès par rapport à ce que représenteraient les repères "normaux" des marchés affectés (ou facteurs influençant la tendance de ces marchés dans les périodes dites "calmes") (Forbes et Rigobon [2001]).

Les reflux de capitaux d'un pays provoque une crise de liquidité et favorise en conséquence la défaillance de son système bancaire (avec ou sans panique bancaire). Selon Valdés [1997], les tensions de liquidité bancaire constituent à leur tour un choc de liquidité pour les investisseurs qui, pour ne pas faire baisser davantage les prix d'actifs

---

(.. / ..) la base de cette croyance, ils constatent alors que le dit rapport existe, et en déduisent que leur croyance est fondée. L'effet attendu n'est vrai que parce que les agents le provoquent par leur action (Guerrien [2000], p. 48).

qu'ils détiennent, doivent satisfaire des "appels de marge" pour les garder. Pour faire face à ce besoin de liquidité, ils vendent des actifs dans d'autres pays qui n'étaient pas touchés par le choc initial (et présentant probablement des fondamentaux soutenables).

En testant économétriquement l'existence de la contagion durant la crise asiatique, Wälti [2003] remarque qu'il existe une asymétrie dans le comportement des investisseurs entre les situations de chocs négatifs (tendance à la baisse des prix) et celles de chocs positifs (tendance à la hausse des prix durant les phases d'expansion). Au moment où les chocs négatifs dans un marché exercent un effet négatif sur les autres marchés (affectés), les chocs positifs provoquent des réactions dans les deux sens (positives et négatives) avec une probabilité pratiquement d'un demi. Wälti [2003] note, à cet égard – et c'est ce qui nous intéresse ici – que cette asymétrie s'explique par le fait que les investisseurs adoptent un comportement (rationnel) de discrimination entre marchés financiers durant les "bonnes" périodes (celles d'euphorie), mais parallèlement, ils se retirent de tous les marchés durant les "mauvaises" périodes (celles de crise).

Dans un autre modèle de choc de liquidité endogène, Calvo [1999] intègre le rôle des asymétries d'information entre investisseurs. De manière pareille au modèle de Valdés [1997], certains investisseurs "informés" sur l'état des fondamentaux d'un pays vendent les actifs dans ce dernier pour faire face à des appels de marge dans le pays où le choc initial s'est produit. D'autres investisseurs "non" ou "mal informés" interprètent ces ventes comme "signal" de dégradation des marchés en question. Les retraits de capitaux de ces marchés s'amplifient alors. L'action des investisseurs "non / mal informés" est réalisée par pur "mimétisme" et constitue un comportement "moutonnier" (ou "*herding*")<sup>1</sup>.

### *B.1.3- Imperfection des marchés*

L'hypothèse d'imperfection des marchés met l'accent sur deux phénomènes (auxquels on s'est déjà référé dans ce travail), à savoir : les asymétries d'information et le mimétisme. Pour Mishkin [1999], la présence d'asymétries d'information amplifie les mouvements de prix des actifs financiers et joue avec le phénomène de mimétisme un rôle décisif dans la dynamique des crises financières tant nationales qu'internationales. De sa part, Calvo [1999] montre, dans son modèle de choc de liquidité endogène, que

---

<sup>1</sup> Le comportement moutonnier est la tendance de certains acteurs du marché à acheter ou vendre des actifs financiers ou monétaires par le seul fait de savoir que d'autres investisseurs le font.

l'information asymétrique entre investisseurs ("informés" et "non / mal informés") accroît la transmission des chocs vers d'autres marchés. Aussi, Kodres et Pritsker [2002] mettent l'accent sur le canal de l'information corrélée : les variations de prix sur un marché pourraient être perçues comme ayant des implications sur la valeur des actifs sur d'autres marchés. Ce canal est caractérisé par des interdépendances d'interprétation des informations relatives à différents marchés nationaux.

Cette interprétation pessimiste d'une information relative à un marché s'impose aux autres marchés par pur mimétisme (Orléan [1996,2001]). Le mimétisme peut être considéré comme rationnel s'il est lié à des coûts d'information (surtout dans les pays émergents) ou à des asymétries d'information, comme le montrent Calvo et Mendoza [2000] et Mendoza [2002]. Dans ces conditions, il paraît plus rationnel pour les investisseurs de retirer leurs capitaux de ces marchés. Aussi, le mimétisme peut provenir de la mémoire du passé sur des marchés consécutivement à une crise dans un autre pays (Forbes et Rigobon [2001])<sup>1</sup>.

## B.2- Contagion politique

Ce facteur de contagion "pure" n'est pas directement lié au comportement des investisseurs, mais relève plutôt de l'économie politique. Drazen [1999] étudie les dévaluations de la crise du SME (1992-1993) et développe un modèle qui assume que les gouverneurs des banques centrales sont mis sous pression politique pour le maintien des parités de change. Lorsqu'un pays décide d'abandonner sa parité, il réduit les coûts politiques pour les autres pays quant à l'abandon de leurs parités, et accroît par conséquent la probabilité de changement des régimes de change dans ces pays (Drazen [1999]).

Le résultat est que les crises de change surviennent presque au même temps dans les pays considérés comme périphériques par rapport au premier dévaluant (le "centre"). Forbes et Rigobon [2001] font remarquer que ce mécanisme de contagion est dû à la transmission d'un choc initial qui n'existait pas pendant la période stable. De cette façon, le modèle de Drazen [1999] fait partie des théories contingentes aux crises.

---

<sup>1</sup> Pour une analyse plus détaillée des phénomènes micro-financiers de la contagion voir notamment Cailleteau et Vidon [1998].

### **3.3. CRISES DE CHANGE CONTAGIEUSES : ÉVIDENCES EMPIRIQUES**

#### **3.3.1. Importance des liens fondamentaux**

##### **A- Les chocs communs**

L'étude de Moreno et Trehan [2000] montre pourquoi la contagion ne se présente pas dans tous les épisodes de crises : Pourquoi certaines crises sont-elles contagieuses et d'autres non ? Les auteurs notent que dans la période post-Bretton-Woods, un nombre réduit de chocs extérieurs communs arrive à expliquer une part importante des crises de change par contagion qu'ont connu beaucoup de pays développés ou émergents. Cette étude montre que les chocs (mondiaux ou régionaux) de taux d'intérêt nominaux et d'inflation éclairent, à eux seuls, près de la moitié des crises dans l'échantillon. En ajoutant les chocs relatifs aux taux de change et aux flux de capitaux, l'explication couvre les trois quarts des événements classés comme crises de change pour tout l'échantillon, et entre 60 et 80 % pour les deux sous-ensembles de pays (développés et émergents).

##### **B- Le canal commercial**

Dans le cadre des travaux confirmant l'existence d'une contagion basée sur les fondamentaux, Glick et Rose [1999] et Colletaz et alii [1999] mettent l'accent spécialement sur les liens commerciaux entre pays affectés par la même vague de crises financières et de change. Pour Glick et Rose [1999], le canal commercial est significativement supérieur aux variables macroéconomiques de fragilité interne pour expliquer la contagion en Asie (1997-98). L'étude de Colletaz et alii [1999] portant sur la même crise, montre que l'interdépendance commerciale croissante, sans coopération monétaire, a été constatée comme facteur de fragilisation des économies asiatiques. Dans un tel contexte, les dévaluations forcées ont eu un effet comparable à celui de dévaluations compétitives et ont joué un rôle important dans la propagation de la crise.

##### **C- Le canal financier et bancaire**

Kaminsky et Reinhart [2000] constatent, à partir d'une étude sur un échantillon de pays émergents asiatiques et latino-américains, que le canal commercial joue un rôle significatif dans l'explication de la contagion lors des crises mexicaine (1994-95), asiatique (1997-98) et russe (1998), mais pas autant que le canal financier et bancaire. Plus

précisément, c'est le facteur du "créancier commun" (canal du crédit) qui permet d'expliquer davantage la contagion. Les auteurs calculent la probabilité de survenance d'une crise dans les pays considérés classés en "districts" selon les liens commerciaux (bilatéraux ou avec un pays tiers) et financiers (liens avec un créancier commun : le Japon pour l'Asie et les États-Unis pour l'Amérique latine). La probabilité de crise est plus importante lorsque les pays sont classés en fonction du critère du créancier commun, ce qui valide la suprématie du canal financier et bancaire.

Ces résultats sont confirmés par Van Rijckeghem et Weder [1999] et Caramazza et alii [2000]. Ces auteurs prouvent, eux aussi, l'importance de la construction d'une variable de créancier commun pour tester l'évolution de la probabilité de crises dans les pays émergents durant de récents épisodes de crises de change contagieuses.

Aussi, Sbracia et Zaghini [2003] étudient le rôle du système bancaire dans la transmission internationale des chocs que représentent les crises financières mexicaine, asiatique et russe. Ils constatent la pertinence de trois facteurs liés au système bancaire comme canaux de transmission : 1) l'aspect contagieux des paniques bancaires dans un système bancaire globalisé ; 2) le retrait de capitaux à la suite d'une crise bancaire dans un système financier caractérisé par l'existence d'un phénomène d'aléa moral qui entame la confiance des investisseurs dans d'autres pays présentant une similarité avec le pays en crise, et les conduit à faire de même vis-à-vis de ces pays ; 3) la concentration des crédits de plusieurs pays vis-à-vis d'un créancier commun conduit ce dernier à réclamer le paiement immédiat des crédits arrivés à échéance (et le refus de reconduction de nouveaux relais) à ces pays, et ce à la suite d'une crise financière dans l'un des pays débiteurs affectant la performance de ses prêts.

De leur part, Kaminsky, Reinhart et Végh [2003] confirment aussi le rôle du canal financier et bancaire lorsqu'ils étudient sur 20 ans plusieurs cas de contagion rapidement propagée. Ils expliquent ce qu'ils appellent "contagion rapide et furieuse" (ou "*fast and furious contagion*") par un phénomène de "trinité impie" (traduction de "*unholy trinity*"). Ce phénomène signifie que : 1) ce type de contagion est souvent précédé par des afflux importants de capitaux (avant la survenance du "*sudden stop*") ; 2) la "contagion rapide et furieuse" est caractérisée par un haut degré de surprise (événements de reflux de capitaux non anticipés) ; 3) le facteur "créancier commun" joue un rôle déterminant comme vecteur de propagation des chocs.

### **3.3.2. Autres aspects de la contagion**

#### **A- Zone géographique de propagation**

De nombreux travaux qui confirment l'existence de la contagion, et en particulier ceux qui attestent l'importance des interdépendances fondamentales, trouvent que la propagation des crises financières et de change revêt un aspect régional plutôt que global. C'est à dire que la probabilité d'affectation est plus importante au sein d'une région lorsque le "centre" se trouve dans celle-ci. Les propos d'Eichengreen et alii [1996], Glick et Rose [1999] et Kaminsky et Reinhart [2000] vont dans ce sens. L'explication que ceux-ci donnent au caractère régional de la concentration des crises contagieuses fait recours au fait que les interdépendances fondamentales sont très fortes à une échelle régionale. Autrement dit, l'importance relative du phénomène d'intégration économique régionale (institutionnelle ou de fait) par rapport à celui d'intégration globale, donne un aspect plutôt régional à la contagion.

Toutefois, l'étude de Kaminsky et Reinhart [2003] montre que la contagion du type "*spillover*" est souvent régionale, sauf lorsque le pays "centre" affecte une ou plusieurs places financières internationales importantes. Elle devient alors globale à cause de la grande faculté de diffusion des turbulences par ces dernières. La crise de change brésilienne de (1998-99) peut être expliquée par le fait que le défaut de paiement et l'effondrement des valeurs russes en août (1998) ont affecté plusieurs places internationales importantes (telles que New York et Frankfurt) qui, à leur tours, ont transmis les tensions vers d'autres marchés émergents, notamment le Brésil.

#### **B. Niveau d'intégration financière et vulnérabilité à la contagion**

Dans une étude récente, Lagoarde-Segot et Lucey [2006] traitent de la vulnérabilité des économies émergentes de la région du Moyen Orient et d'Afrique du Nord – désignée ici "MENA", comme abréviation de "*Middle East and North Africa*" – à la contagion lors de différents épisodes de crises. Ils rejettent l'hypothèse d'une contagion régionale commune pour ces pays<sup>1</sup>. Selon eux, la taille relativement faible de ces marchés et la prédominance des liens commerciaux sur les interdépendances financières expliquent l'absence d'une contagion régionale affectant une part importante des pays de la région,

---

<sup>1</sup> Les auteurs classent sept pays du MENA entant qu'économies émergentes : Egypte, Israël, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie et Turquie. L'étude se focalise sur l'effet de sept épisodes de crises entre 1997 et 2002.

sauf pour les deux marchés les plus importants (Turquie et Israël) durant les épisodes de crises les plus propagées, notamment la crise asiatique. Les auteurs concluent que la vulnérabilité à la contagion devient de plus en plus importante avec le développement des marchés en termes de taille (capitalisation), de liquidité (volumes échangés / capitalisation) et d'intégration aux marchés internationaux.

L'explication que donnent Lagoarde-Segot et Lucey [2006] à l'absence d'aspect régional de la contagion pour la région du MENA par le faible niveau d'intégration financière intra-régional peut être confortée par les résultats de l'étude d'Aloui et Bouanani [2003]. Ces derniers mesurent le degré d'interdépendance et de co-mouvements entre marchés boursiers de neuf pays arabes du MENA (entre 1996 et 2003) comme indicateur du niveau d'intégration financière intra-régionale<sup>1</sup>. Ils constatent que les bourses de la région sont fortement segmentés : le niveau d'intégration entre marchés financiers est pratiquement inexistant. Ceci contribue à expliquer le faible aspect contagieux des crises financières récentes sur ces pays.

Dans le même ordre d'idées, Piarulli [2004] effectue une mesure économétrique de l'effet de contagion de neuf crises de change éclatées dans des économies émergentes entre 1997 et 2002 sur six groupes régionaux comptant 48 pays émergents et en développement (Asie, Amérique latine, Caraïbes, Moyen Orient, Afrique et Europe de l'est). L'auteur trouve que sur 56 cas de contagion enregistrés, seulement 8 ont été constatés pour les trois régions les moins développées (et intégrés) financièrement (1 pour les Caraïbes, 4 pour le Moyen Orient et 3 pour l'Afrique), contre 28, 10 et 10 pour l'Asie, l'Amérique latine et l'Europe, respectivement.

### **C- Non linéarité de la probabilité de contagion**

Le travail assez complet de Kaminsky et Reinhart [2000] souligne une autre caractéristique de la contagion des crises de change basée sur les fondamentaux, au-delà de son aspect régional, et dans laquelle le facteur "créancier commun" est considéré comme vecteur central de propagation. Il s'agit du caractère hautement non linéaire de la contagion. Selon ces auteurs, le fait qu'un seul pays soit "victime" d'une crise n'est pas synonyme d'une grande probabilité de contagion vers d'autre pays, dans la même région

---

<sup>1</sup> Arabie Saoudite, Bahreïn, Egypte, Jordanie, Koweït, Liban, Maroc, Oman et Tunisie.

ou dans d'autres. Cependant, si plusieurs pays sont en crise, la probabilité de contagion vers un pays quelconque augmente notablement.

L'étude de Kaminsky et Reinhart [2000] montre qu'une économie a 29 % de chance (ou de mal chance à vrai dire) de subir une crise sur une période (fenêtre) de 24 mois. Cette probabilité n'augmente pas si moins de la moitié des autres économies ne sont pas en situation de crise à un moment donné. Mais, elle s'élève fortement si plus de la moitié des pays sont en crise. Dans ce cas, la probabilité pour un pays de subir une crise de change s'élève à 55 %.

#### **D- Biais de la variable de mesure de la contagion**

Hernández et Valdès [2001] remarquent que le changement de la variable utilisée pour constater la survenance d'une crise de change par contagion influence sensiblement les résultats. L'étude s'interroge sur l'importance relative de trois types de canaux (commerce, finance et proximité géographique) dans l'explication de la contagion lors des crises thaïlandaise, russe et brésilienne.

Les résultats montrent que lorsque la contagion est mesurée par le changement des "spreads" sur dette souveraine, le canal financier tend à cerner le mieux tous les épisodes de contagion. Toutefois, lorsque les rendements des marchés d'actions sont retenus comme paramètres de mesure, les liens commerciaux et la proximité géographique apparaissent comme canaux importants durant les crises thaïlandaise et brésilienne. La crise russe, quant à elle, n'est expliquée dans ce deuxième cas que par le canal financier, concluent les auteurs.

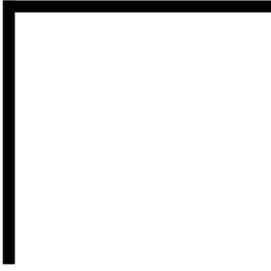
## **CONCLUSION**

Le second chapitre s'est fixé comme objectif ultime la présentation d'un type spécifique de crises financières, à savoir celui des crises de change par attaques spéculatives dans un contexte de contagion internationale. Pour ce faire, l'étude part du phénomène global que représentent les crises financières en général. Dans une seconde étape (intermédiaire), on aborde la question spécifique des crises de change. Enfin, on s'intéresse au cas particulier des crises de change par contagion, faisant l'objet du second élément rentrant dans le cadre de la relation de causalité qui définit la problématique de ce travail (régimes de change – crises de change par contagion).

Quelques remarques relatives aux développements avancés dans ce chapitre restent à noter. Pour ce qui est des crises financières en général, la dynamique de déroulement a été présentée suivant une logique "mécanique" dans le but de simplifier l'appréhension des mécanismes essentiels décrivant le processus global. Dans ces termes, le "schéma" tracé dans notre étude ne prétend aucunement l'exhaustivité. Son objectif principal est d'identifier la logique de développement du risque systémique et sa matérialisation en crise affectant l'ensemble du système financier domestique.

D'autre part, on a constaté que la spéculation joue un rôle important dans le déclenchement des crises financières. Sur les marchés secondaires des actifs financiers, la spéculation est à l'origine de la formation des bulles dans les périodes d'optimisme, d'où l'appellation "bulles spéculatives". La spéculation exprime la "manie" des investisseurs (pour ainsi reprendre la terminologie de Kindleberger), débouchant sur une inflation des cours des actifs financiers, les éloignant ainsi de leurs valeurs fondamentales. Le processus est auto-entretenu, en ce sens que "la hausse appelle la hausse" (jusqu'au point de rupture ou de crise) : les investisseurs adoptent un comportement moutonnier et mimétique. C'est dans cette optique se place la définition donnée par Keynes à la spéculation comme étant « l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché ».

Pour ce qui est des crises de change, la spéculation est aussi considérée comme étant l'axe central dans la dynamique de déclenchement de celles-ci, tant sur le plan domestique que dans un contexte de propagation internationale. Certes, on a constaté que les explications divergent. Mais, elles se basent dans leur intégralité sur le fait que se sont des pressions spéculatives, prenant forme "d'attaques", qui débouchent (sous certaines conditions) sur le déclenchement domestique ou par contagion des crises de change dans les pays ouverts financièrement, notamment ceux qualifiés "d'émergents".



### **Chapitre III**

# **RÉGIMES DE CHANGE ET VULNÉRABILITÉ AUX CRISES DE CHANGE PAR CONTAGION**



## **INTRODUCTION**

La question de supériorité d'un régime de change spécifique ne fait nullement l'objet de consensus dans la littérature économique. Le choix du régime idéal dépend de paramètres fondamentaux et structurels que traduisent les objectifs de la politique économique, entre autres. Beaucoup de travaux, notamment Frankel [1999] et Bénassy-Quéré et Coeuré [2000], montrent qu'il n'existe pas de meilleur régime pour tous les pays ou pour tout le temps. Chaque régime peut être spécifiquement adapté à un pays pendant une période de temps donnée.

Dans une première section, on aborde cette question pour voir quel type de régime est le plus performant en matière d'ajustement face aux chocs extérieurs, de croissance et d'inflation. L'étude des performances macroéconomiques comparées entre les différents types de régimes de change est d'une grande utilité. En fait, la faiblesse des fondamentaux constitue un premier facteur de vulnérabilité aux crises de change.

Dans la seconde section, on repose la question depuis un autre angle, à savoir celui relatif à l'aspect plus ou moins fragile des régimes de change quant au déclenchement des crises de change domestiques. La littérature économique en la matière apporte des réponses assez contrastées. Ici encore, la divergence d'approches et de présupposés doctrinaux exerce un effet sur les résultats constatés. L'objectif que vise la seconde section est de présenter les principaux apports de la littérature en matière de relation entre régimes et crises de change domestiques.

Les développements qui constituent la troisième section représentent l'aboutissement théorique de la question principale posée dans ce travail. Il s'agit, rappelons-le, de l'investigation qui s'articule autour de la relation entre régimes de change et crises de change par contagion dans un contexte d'économies émergentes. L'objectif ultime que vise notre étude est de détecter avec quels types de régimes de change, une économie émergente serait-elle (plus) vulnérable à une crise de change par contagion.

## **SECTION 1 : EFFICACITÉ ÉCONOMIQUE ET DÉTERMINANTS DU CHOIX DES RÉGIMES DE CHANGE**

Le régime de change étant qu'instrument de politique économique, et donc facteur influençant les fondamentaux, exerce un effet important sur la vulnérabilité aux crises de change. Par exemple, une faible croissance avec un chômage élevé démunissent les autorités monétaires de l'outil d'action par les taux d'intérêt pour faire face aux attaques spéculatives. Aussi, une inflation élevée peut être à l'origine de surévaluation et, par conséquent, d'attaques spéculatives (Corsetti et alii [1998], Coudert [2004], etc.). Ainsi, l'étude des performances macroéconomiques des différents types de régimes se présente comme une première étape dans le cadre de notre investigation à propos de la relation de causalité entre régimes et crises de change domestiques, et par contagion.

Les débats sur le régime de change optimal sont récurrents dans la littérature économique. Cette section est entamée par l'analyse de l'efficacité des régimes de change polaires (fixes et flottants) en matière de réponse aux chocs extérieurs. Ensuite, on examine d'autres avantages des deux types de régimes. Enfin, on intègre la catégorie intermédiaire pour traiter des performances des régimes de change en termes de croissance et d'inflation.

### **1.1. EFFICACITÉ MACROÉCONOMIQUE DES RÉGIMES DE CHANGE POLAIRES**

#### **1.1.1. Débat keynésiens – monétaristes et objectifs de la politique économique**

L'opposition entre keynésiens et monétaristes sur l'optimalité des régimes de change tient du fait que le degré de flexibilité du taux de change dépend des objectifs généraux de la politique économique. Les deux écoles privilégient à un moment ou à un autre un régime au détriment de l'autre. Mais ce qui est remarquable, et d'ailleurs propre à ce débat, est le fait que lorsque les keynésiens soutiennent les parités fixes, les monétaristes adhèrent massivement au soutien des changes flexibles, et vis versa. Ceci est dû au fait que les deux parties n'accordent qu'une importance secondaire au type de régime de change. Celui-ci est subordonné aux objectifs de politique économique, habituellement opposés entre les deux écoles. Par ailleurs, dans la mesure où les circonstances structurelles et institutionnelles changent, les deux courants changent aussi leurs préférences en matière de régimes de change (Vernengo et Rochon [2000]).

### **A- Objectif keynésien de plein-emploi et régimes de change**

Au début des années vingt du XX<sup>e</sup> siècle, Keynes favorise, dans un contexte de chômage important, le retour à l'étalon-or avec une parité dévaluée. Mais, aussitôt que la Grande Bretagne est revenue à la même parité d'avant-guerre, surévaluée aux yeux de Keynes, il préconise le flottement de la livre. Selon lui un régime fixe à parité surévaluée provoque une hausse des taux d'intérêt déprimant inévitablement la demande globale, et par conséquent contribue au gonflement du chômage.

À la conférence de Bretton-Woods, Keynes défend un système de parités fixes mais ajustables, se basant sur l'idée que les circonstances de l'après-guerre imposent un régime de fixité pour favoriser la croissance et le plein-emploi. Dans cette optique, des changes fixes soutenus par un contrôle strict des mouvements de capitaux entraînent des taux d'intérêt bas bénéfiques pour la croissance et l'emploi (Vernengo et Rochon [2000]).

### **B- Réponse monétariste et objectif de stabilité des prix**

Dans l'ère de Bretton-Woods, les monétaristes, privilégiant la stabilité des prix comme objectif premier de la politique économique, plaident pour les changes flottants. Friedman critique le système de Bretton-Woods et soutient l'idée que le flottement est la meilleure méthode pour contrer les pressions inflationnistes en provenance de l'étranger, et entraînées par des banques centrales étrangères pratiquant des politiques de plein-emploi au détriment de la stabilité des prix (Vernengo et Rochon [2000]).

Les monétaristes expliquent l'effondrement du système de Bretton-Woods de la même manière. Dans les années 1960, les politiques budgétaires expansionnistes aux États-Unis, engendrant un déficit de paiements grandissant, ont créé dans le reste du monde des pressions sur l'offre de monnaie génératrices d'inflation. Ainsi, selon la logique monétariste, l'inflation engendrée par les politiques monétaire et budgétaire américaines est transmise au reste du monde via le régime des parités fixes que représentait le système de Breton-Woods. D'ailleurs, se sont des politiques économiques incompatibles avec la fixité des changes qui causent la plupart des crises de change, notamment l'effondrement du système de Bretton-Woods, comme le notent Bordo et Schwartz [1996].

La version moderne du monétarisme constitue un revirement vers la fin des années 1980, avec le retour à une préférence pour la fixité. Toujours fidèle à l'objectif de

stabilité des prix, ce courant commence à montrer de la préférence pour des régimes tels que l'union monétaire, la caisse d'émission ou la dollarisation. Ceci pourrait constituer une bonne stratégie pour combattre l'inflation, selon eux (Vernengo et Rochon [2000]).

### **1.1.2. Ajustement des déséquilibres externes**

#### **A- Changes flexibles et mécanismes d'absorption des chocs extérieurs**

Parmi les facteurs qui alimentent le débat sur le choix d'un régime de change, la contrainte d'équilibres externe et interne prend une place importante (Lahrèche-Révil [1999]). Sous un régime de change fixe, la contrainte est double en termes d'équilibres (externe et interne), tandis qu'elle se réduit au seul équilibre interne dans l'hypothèse des changes flexibles. La disparition de la contrainte externe est due au fait que la flexibilité des changes joue un rôle de stabilisateur automatique. Autrement dit, du fait de la flexibilité des changes, l'économie dispose d'une plus grande capacité d'ajustement ou d'absorption des chocs extérieurs (Aubin et Norel [2000]).

En changes flexibles les chocs extérieurs sont absorbés grâce à la volatilité du taux de change nominal, et non par des ajustements internes en matière de chômage ou d'inflation. Dans ce sens, Mundell [1961] note « .. (la) dépréciation peut prendre la place du chômage lorsque la balance courante est déficitaire, et l'appréciation peut remplacer l'inflation lorsqu'elle est excédentaire »<sup>1</sup>. Dans ce qui suit, on essaye d'expliquer ce mécanisme sans aborder la relation entre changes flexibles et équilibre interne<sup>2</sup>.

#### **A.1- Les chocs liés aux échanges commerciaux**

Ces chocs sont dus à des changements sensibles dans le contexte du commerce extérieur d'un pays suite à une diminution de la demande étrangère des produits d'exportation ou une détérioration des termes de l'échange par exemple. Ce type de choc est dit "défavorable", contrairement aux chocs "favorables" influencés par une augmentation importante des recettes d'exportation ou une amélioration des termes de l'échange, etc. (Lindert et Pugel [1997]).

---

<sup>1</sup> Mundell [1961], p. 657.

<sup>2</sup> Une bonne analyse (théorique) de cette question peut être faite à travers le modèle Mundell-Fleming, qui met en valeur la relation entre politiques économiques, régimes de change et degré de mobilité des capitaux.

Par exemple, en cas de choc défavorable, celui-ci réduit à la fois le compte courant (aggravation du déficit) et le revenu national (avec l'hypothèse que la baisse des importations engendrée par celle du revenu n'annule pas la dégradation du compte courant). En conséquence, cet effet conduit à la dégradation de la balance des paiements, qui influence à son tour la dépréciation de la monnaie nationale, et provoque donc une amélioration de la compétitivité-prix du pays. Les exportations augmentent et les importations baissent, améliorant ainsi le compte courant et le revenu (Edwards et Levy-Yeyati [2005]). Cette tendance mène à une appréciation de la monnaie et par conséquent au rééquilibrage de la balance (globale) des paiements (Plihon [2001]).

#### A.2- Les chocs liés aux mouvements de capitaux

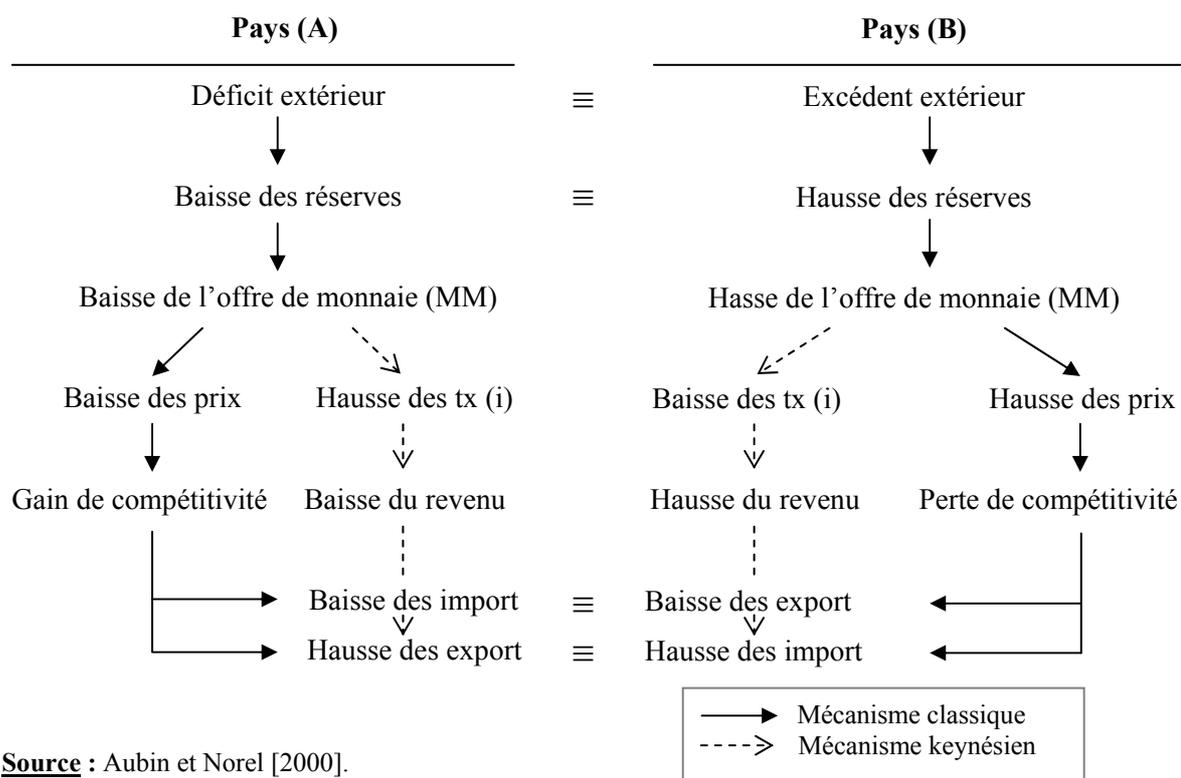
Le changement de comportements des investisseurs d'une manière assez sensible (revirement des flux nets de capitaux) est une forme de chocs extérieurs. Ce changement d'attitude est souvent influencé par des hausses des taux d'intérêt étrangers, des anticipations de dépréciation de la monnaie du pays ou d'une évolution négative de la conjoncture économique ou politique. Un choc défavorable signifie une sortie nette des capitaux. Un choc favorable est lié à une entrée nette (Lindert et Pugel [1997]).

Dans l'exemple suivant on décrit comment les changes flexibles jouent le rôle d'une variable d'ajustement. Lorsque les taux d'intérêt étrangers augmentent, ils conduisent à une sortie de capitaux et donc à une dégradation du compte du capital. Cette tendance exerce une pression à la dépréciation de la monnaie locale et améliore la compétitivité-prix du pays. L'amélioration du solde courant conduit à un effet pareil sur la balance des paiements, rétablissant ainsi l'équilibre externe (automatiquement), et à un accroissement du revenu national en parallèle.

### **B- Mécanismes classiques et keynésiens d'ajustement en changes fixes**

Les classiques ainsi que les keynésiens présentent le régime de fixité comme choix donnant possibilité à l'ajustement automatique (Aubin et Norel [2000]). Les présents développements ne diffèrent pas considérablement de la mécanique de rééquilibrage du système de l'étalon-or, décrite plus haut. La seule différence réside dans le fait que l'or ne représente pas ici une contrepartie de la masse monétaire. Il est substitué par les réserves de change. La figure (3.1.), ci-dessous, décrit la mécanique de rééquilibrage

**Figure (3.1.) : Ajustement automatique en régime de change fixe**



**Source :** Aubin et Norel [2000].

### C- La "zone monétaire optimale" : Alternative en termes de stabilisation

La théorie des "zones monétaires optimales" (ZMO) repose sur l'idée selon laquelle les changes flexibles ne représentent pas toujours un moyen efficace de stabilisation face aux chocs extérieurs, notamment lorsque ces derniers revêtent un aspect asymétrique. La théorie proposée originellement par Mundell [1961] ainsi que ses développements ultérieurs proposent la fixité des taux de change dans une zone géographique entant qu'alternative en termes de stabilisation. Pour que la zone monétaire soit "optimale", la littérature propose un certain nombre de critères.

#### C.1- Mobilité du travail / flexibilité des salaires et des prix

Mundell [1961] donne une définition très simple d'une zone monétaire : « c'est l'étendue à l'intérieur de laquelle les taux de change sont fixes »<sup>1</sup>. Cette étendue est un pays ou un ensemble de pays. Le point de départ est l'incapacité des changes flexibles de procurer un instrument d'absorption des chocs extérieurs asymétriques qui frappent deux régions d'un même pays, différemment spécialisées. La conséquence pourrait être

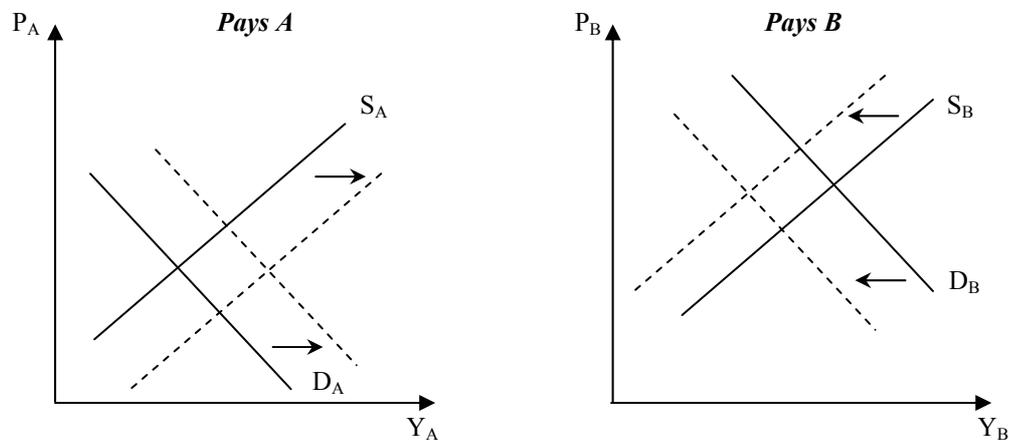
<sup>1</sup> Mundell [1961], p. 657.

chômage dans l'une et inflation dans l'autre. Les décisions de politique monétaire deviendraient difficiles à prendre dans ce cas (Mundell [1961]).

La zone monétaire est considérée comme étant optimale dans le sens où la stabilisation macroéconomique est assurée par les changes fixes, à condition qu'il y ait une mobilité suffisamment forte du facteur travail entre les régions de la zone subissant des chocs asymétriques. Autrement dit, une main d'œuvre mobile au-delà des frontières nationales signifie que les changes fixes ou une monnaie unique constitueraient un système de stabilisation plus efficace. C'est ce que Tavlas [1993] résume : « la mobilité de la main d'oeuvre entre pays rend moins nécessaires les modifications de taux de change pour restaurer la compétitivité internationale et l'équilibre extérieur ... »<sup>1</sup>.

En parallèle, la flexibilité des salaires et des prix joue le même rôle en termes de rétablissement d'équilibre suite à un choc asymétrique frappant deux pays (ou régions), et remplace donc les modifications de taux de change nécessaires, autorisées par un régime de change flexible. La figure ci-dessous schématise le mécanisme de rééquilibrage.

**Figure (3.2.) : Processus d'ajustement par la flexibilité des salaires**



**Source :** Yvars [1997].

Pour une économie (A) en situation de sous-emploi, une baisse des salaires en résulte, déplaçant ainsi la courbe d'offre globale ( $S_A$ ) vers le bas. Ceci diminue les prix de la production, renforce la compétitivité des produits domestiques et augmente, par conséquent, la demande globale ( $D_A$ ) dans ce pays. Ainsi, le pays (A) retourne à l'équilibre. Symétriquement, le pays (B) connaît une situation d'expansion. Par voie de conséquence, les salaires augmentent, et la courbe ( $S_B$ ) se déplace vers le haut. Par contre,

<sup>1</sup> Tavlas [1993], p. 33.

la demande globale ( $D_B$ ) se contracte par suite à la hausse des prix, rendant ainsi le pays (B) à l'équilibre (Yvars [1997]).

### C.2- Ouverture et taille des économies

Selon ce critère, les coûts liés à l'abandon du taux de change dans le cadre d'une zone monétaire, diminuent en fonction du degré d'ouverture des économies<sup>1</sup>. En effet, les économies très ouvertes (et donc fortement interdépendantes) ont intérêt à constituer une zone monétaire qui remplit les critères d'optimalité pour plusieurs raisons. En premier lieu, les variations de change affectent fortement le rapport des prix des produits échangeables à ceux des produits non échangeables (important dans l'hypothèse de la forte ouverture), ce qui est source d'une forte instabilité interne. Plus une économie est ouverte, plus les prix et les coûts de production domestiques deviennent sensibles aux variations des taux de change (McKinnon [2004]).

En second lieu, l'efficacité de la politique de change diminue avec le degré d'ouverture de l'économie. Des mesures telles que la dévaluation deviennent inefficaces, faisant ainsi compenser les effets "favorables" sur les exportations par des effets "pervers", notamment celui d'inflation importée. En d'autres termes, au lieu que la dévaluation (ou la dépréciation en changes flexibles) améliore la balance commerciale, elle ne serait traduite que par une hausse correspondante des prix domestiques (Yvars [1997]). Enfin, la taille de l'économie est supposée être en relation négative avec son degré d'ouverture. Plus l'économie est petite, plus il lui est nécessaire de s'ouvrir pour se procurer biens et services étrangers, et donc devient plus sensible aux variations du taux de change (Tavlas [1993]).

### C.3- Spécialisation des économies

L'accent est mis ici sur la nature de spécialisation et le degré de diversification de la production d'un pays comme critère d'adhésion à une zone monétaire, et par conséquent le remplacement du rôle de la flexibilité des taux de change comme stabilisateur face aux chocs extérieurs. Selon ce critère, moins les économies sont spécialisées (au sens de plus elles ont une production diversifiée), moins elles sont sensibles aux chocs, et moins il devient nécessaire de procéder souvent par des modifications des prix relatifs par une action sur les taux de change (Tavlas [1993]). Les

---

<sup>1</sup> Le degré d'ouverture d'une économie est défini par le rapport entre biens échangeables et produit national brut (Yvars [1997], p. 343).

effets négatifs d'un choc (asymétrique) extérieur sur un secteur sont amoindris par le fait que le tissu industriel soit très diversifié (McKinnon [2004]).

Dans ce sens, les économies développées sont mieux préparées pour adhérer à des unions monétaires, grâce à leur niveau élevé de diversification. En parallèle, les économies moins développées (caractérisées par une mono-production / mono-exportation) sont tenues d'effectuer le plus souvent des modifications sur leurs taux de change, voire les laisser flotter librement pour assurer les mécanismes d'ajustement (McKinnon [2004]).

#### C.4- Intégration financière

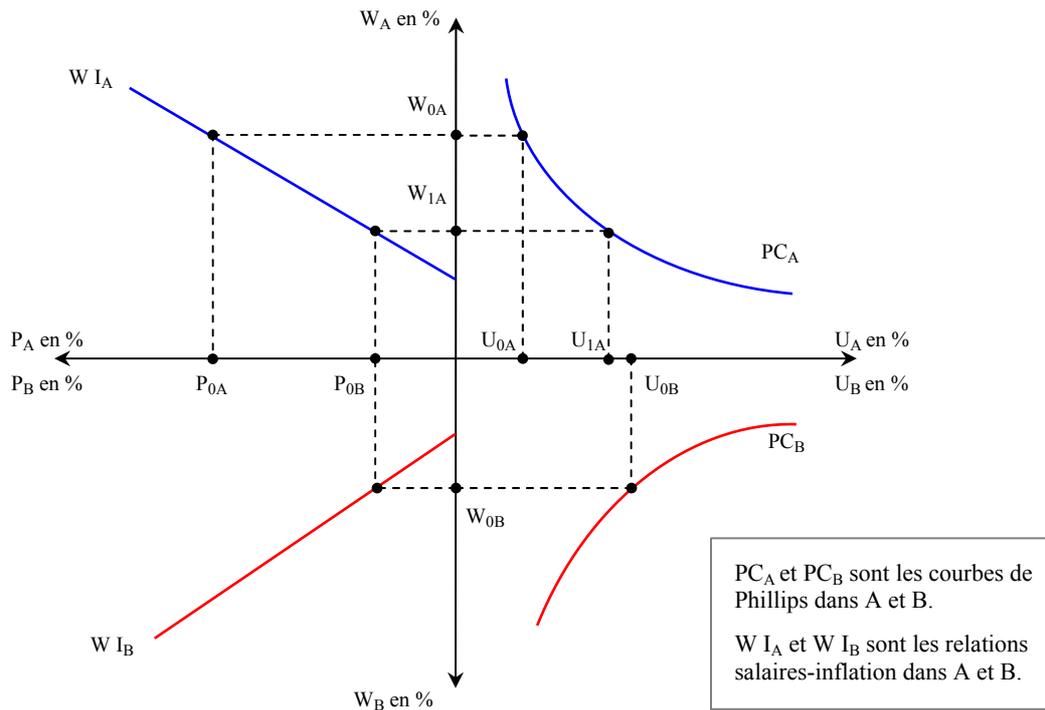
Une ZMO ne peut fonctionner sans une mobilité totale des capitaux et une libéralisation de l'offre des services financiers. Une ZMO est une zone caractérisée d'une intégration poussée des marchés financiers. Les déséquilibres externes entre régions ou pays de la zone sont financés par des mouvements de capitaux, sans modifications des coûts et prix relatifs à travers l'ajustement des taux de change (Tavlas [1993]). De plus, l'intégration budgétaire entre les régions de la zone monétaire (à travers un système fiscal intégré et un budget centralisé ou fédéral) leur permet d'amortir des chocs variés par des transferts d'une région à faible chômage vers une région en crise. Pour ce faire, une union politique entre les membres d'une union monétaire devient une nécessité (Tavlas [1993]).

#### C.5- Homogénéité des préférences

Le critère d'homogénéité des préférences va dans le sens que la ZMO repose sur une homogénéité de préférences, non seulement pour les biens privés échangés entre pays, mais aussi des biens publics (ou collectifs). Celle-ci signifie l'existence d'un compromis en termes de coûts socio-économiques (entre inflation et chômage principalement) issus de la fixation des taux de change. Autrement dit, les pays qui veulent faire partie d'une zone monétaire doivent partager les mêmes préférences en matière d'objectifs de politique économique pour les attendre simultanément.

Toutefois, dans une logique keynésienne, si l'arbitrage inflation-chômage diffère d'un pays à un autre, l'appartenance à la zone monétaire entraîne des coûts dans le processus d'ajustement face aux chocs extérieurs (Yvars [1997]). Le graphique ci-dessous illustre les conséquences de la non convergence en matière d'objectifs de politique économique entre deux pays (A) et (B).

**Figure (3.3.) : Schéma keynésien d'une union monétaire entre deux pays**



**Source :** Yvars [1997].

La situation de départ est définie par le choix du Pays B d'une politique économique caractérisée par un niveau de chômage ( $U_{0B}$ ) élevé par rapport à celui du pays A ( $U_{0A}$ ). Le niveau de chômage dans B est accompagné d'un niveau d'inflation ( $P_{0B}$ ) – dans les termes de la relation chômage-inflation définie par la courbe de Phillips – plus faible cependant, en comparaison avec A ( $P_{0A}$ ). La formation d'une union monétaire entre les deux pays conduit à une égalisation des niveaux d'inflation, dans cet exemple, au plus bas niveau ( $P_{0B}$ ), ce qui mène à une augmentation du niveau de chômage dans A jusqu'à ( $U_{1A}$ ). Cet exemple montre que le pays A supporte les coûts de l'intégration monétaire en termes d'augmentation du niveau de chômage, nonobstant une baisse d'inflation. Dans ce sens, la convergence des politiques économiques (ou homogénéité des préférences en matière de choix socio-économiques) dans une perspective de formation d'une union monétaire est nécessaire dans une optique de ZMO, à laquelle on assigne la tâche de stabilisation en alternative aux régimes de change flexibles (Yvars [1997]).

#### C.6- Endogénéité des critères de la ZMO

Frankel et Rose [1996b] explorent la relation entre l'intensité du commerce (critère d'ouverture) et la synchronisation des cycles économiques (critère d'homogénéité) entre les différents pays formant une union monétaire. Ils constatent une forte relation

entre les deux phénomènes, à partir d'une étude empirique utilisant des données portant sur 20 pays industrialisés et s'étalant sur une période de 30 ans (1967-1996). Ils en concluent que même pour les pays qui ne remplissent pas ces critères "d'optimalité" pour former une ZMO, l'adhésion à une union monétaire pourrait être profitable. Ceci est expliqué par la nature "endogène" des critères de la ZMO. En fait, l'adhésion elle-même permet de renforcer les liens commerciaux et à partir de cela la synchronisation des cycles. Ainsi, les critères "d'optimalité" sont satisfaits après quelques étapes dans la voie de l'intégration. Frankel et Rose [1996b] notent dans ce sens qu' « un pays a plus de chances de satisfaire les critères ("d'optimalité") pour entrer en union monétaire *ex post* plutôt qu'*ex ante* »<sup>1</sup>.

## **1.2. AUTRES AVANTAGES (ET INCONVÉNIENTS) DES RÉGIMES POLAIRES**

### **1.2.1. Changes fixes**

#### **A- Ancrage nominal pour la politique monétaire**

L'ancrage nominal désigne le fait d'utiliser le rattachement à une monnaie comme stabilisateur des prix internes à travers la stabilité du taux de change nominal. Cet argument en faveur des changes fixes repose sur l'idée que lorsque la politique monétaire est plus discrétionnaire (en changes flexibles), les tensions inflationnistes augmentent (Edwards et Savastano [1999]). Ainsi, une banque centrale qui veut combattre l'inflation procède à une fixation du taux de change. Le régime de change fixe (ou d'ancrage nominal) instaure une discipline monétaire, manquante en changes flexibles, puisque le pays ne peut émettre trop de monnaie sans risque de dépréciation (Aubin et Norel [2000]). De son côté, Frankel [2003] explique la relation "ancrage monétaire – faible inflation" par le fait qu'employés et employeurs anticipent la stabilité des prix dans un contexte de changes fixes et d'une politique monétaire non autonome en matière d'offre de monnaie. En conséquence, ils agissent par la détermination de salaires appropriés à ce contexte.

Cependant, la crédibilité acquise par la banque centrale dans ce cadre dépend de la monnaie d'ancrage. Le rattachement à une "grande" monnaie donne plus d'efficacité en termes de crédibilité et de discipline monétaires. De ce fait, les changes fixes (ou régimes d'ancrage ferme) apparaissent comme instruments avec objectif implicite de "ciblage d'inflation" (ou "*inflation targeting*"), indiquent Calvo et Reinhart [1999].

---

<sup>1</sup> Frankel et Rose [1996b], p. 22.

### **B- Stimulation du commerce extérieur et de l'investissement**

L'un des plus anciens arguments contre la flexibilité des changes réside dans le fait qu'une grande volatilité des taux de change crée de l'incertitude en matière de prévisions, et influence négativement le commerce international et l'investissement direct étranger (Barmoullé et Augey [1998]). Les taux fixés par rapport aux monnaies des principaux partenaires éliminent le risque de change, d'autant plus que la fixité influence les coûts de transactions réels et monétaires à la baisse. Ainsi, un régime de change fixe se présente comme étant favorable à la croissance économique (Frankel [2003]).

### **C- Exclusion des possibilités de dépréciations compétitives**

Dans un environnement de dépréciations / dévaluations compétitives, chaque pays essaye de gagner à travers un commerce plus avantageux qu'à ces partenaires (effet sur les prix à l'exportation). Ainsi, des taux de change fixes appariassent comme solution coopérative issue d'actions concertées. Les dévaluations compétitives reposent sur des politiques d'appauvrissement du voisin (ou "*beggar thy neighbor*") (Frankel [2003]). L'aspect compétitif de ce genre de dépréciation est dû à la séquence de changement des rapports de change entre différents pays partenaires (ou concurrents), donnant naissance à de fréquentes modifications des avantages comparatifs en termes de prix. Ce phénomène succède généralement les épisodes de déclenchement de crises financières (Colletaz et alii [1999]). Des dévaluations compétitives ont été effectuées lors de la Grande dépression des années 1930, entre autres mesures non coopératives aggravent la crise. Dans les années 1990, le phénomène ressurgit lors des crises d'Asie et d'Amérique latine. À chaque fois qu'un pays dévalue, ses voisins se voient affectés par des pressions sur leurs balances des paiements (du Mexique à l'Argentine en 1995, de la Thaïlande au reste de l'Asie du sud-est en 1997, et du Brésil au reste de l'Amérique du sud en 1999).

### **D- Coordination internationale entre autorités monétaires**

Les décisions relatives aux parités et aux mesures de stabilisation sont effectuées d'une manière concertée dans un régime de change plus ou moins fixe. Tout ajustement de parité (s'il est permis) nécessite un accord des partenaires. Un régime flottant est caractérisé par un défaut de coordination entre autorités monétaires, puisque les taux de change sont déterminés sur le seul marché des changes. Historiquement, c'est cet

inconvenient lié à la flexibilité de change qui a poussé à la création de zones-cibles entre les trois "grandes" monnaies (dollar, yen et mark) dans la seconde moitié des années 1980, impliquant des actions concertées entre les autorités monétaires des trois pays. La mi-stabilité des changes à travers les zones-cibles va dans le sens de réalisation d'objectifs consensuels entre les pays partenaires (Plihon [2001]).

### **1.2.2. Changes flexibles**

#### **A- Indépendance de la politique monétaire**

L'absence de discipline monétaire en régime flexible découle de l'absence de la contrainte externe pour la politique monétaire (Aubin et Norel [2000], Frankel [2003]). La politique monétaire devient indépendante en matière de contrôle de la masse monétaire, et par conséquent des taux d'intérêt, à l'inverse des régimes fixes tels que la caisse d'émission ou la dollarisation totale. Une augmentation de l'offre de monnaie par exemple, influence les taux d'intérêt domestiques dans le sens de la baisse, et permet par conséquent une relance de l'investissement. En parallèle, la monnaie locale se déprécie par suite à la sortie des capitaux due à la baisse des taux d'intérêt, ce qui renforce la compétitivité-prix des exportations et influe sur le revenu positivement (Aubin et Norel [2000]). Le modèle "Mundell-Fleming" illustre l'efficacité de la politique monétaire dans un régime de change flexible (à l'inverse de la politique budgétaire). En l'absence (théorique) de la contrainte d'équilibre externe, le seul objectif en termes d'équilibres devient interne<sup>1</sup>.

Une autre œuvre de Mundell inspirée de la même logique, fait montrer l'inadaptation des changes fixes à une politique monétaire indépendante dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux. Dans son "triangle d'incompatibilité", Mundell exclut la possibilité de concilier trois objectifs en même temps. En fait, choisir l'autonomie de monétaire et la liberté des capitaux nécessite le sacrifice de l'objectif de changes fixes.

D'un point de vue opposé, Miles [1978] remet en cause l'association entre flexibilité des changes et indépendance de la politique monétaire. Selon lui, l'autonomie monétaire sous régimes de flexibilité se base sur l'hypothèse implicite de non substituabilité des monnaies nationales – hypothèse avancée par la théorie monétariste et les premiers modèles de choix de portefeuille pour la détermination des taux de change.

---

<sup>1</sup> Voir Aglietta [1997] pour une présentation détaillée du modèle Mundell-Fleming.

Pour Miles [1978], les monétaristes soutiennent l'argument d'indépendance de la politique monétaire sous flexibilité des changes parce qu'ils soutiennent l'hypothèse qu'un tel régime rend l'offre de monnaie indépendante du fait qu'il permet l'absorption des chocs extérieurs. Les autorités monétaires se libèrent donc de la charge d'intervention sur les marchés des changes (et s'occupent seulement de la stabilité interne des prix). L'indépendance de la politique monétaire vis-à-vis de la contrainte externe signifie, par conséquent, une non substituabilité des monnaies, mais seulement du côté de l'offre, note Miles [1978]. Il ajoute que, toutefois, l'évolution de la finance internationale a fait que la demande de monnaies sur les marchés internationaux de capitaux soit parfaitement substituable. Ainsi, les autorités monétaires adoptant des changes flexibles ne sont pas totalement indépendantes, puisque l'offre de monnaie devient contrainte par une demande de monnaies substituables, en plus de l'objectif (monétariste) de stabilité des prix.

### **B- Seignuriage et rôle de prêteur en dernier ressort**

Le seignuriage est le droit détenu par l'autorité monétaire d'émettre de la monnaie ayant cours légal. Pour la banque centrale – "seigneur ayant droit" de battre de la monnaie – le seignuriage permet de s'endenter (à travers l'émission monétaire) sans assumer de coûts financiers. Le seul coût restant est relatif aux frais d'impression de billets, frappe de pièces et fonctionnement de la banque centrale. Cette conception est celle d'un seignuriage *lato sensu*. La forme large du concept dépend de la base monétaire qui correspond non seulement aux billets et pièces, mais aussi aux réserves des banques commerciales déposées à la banque centrale (Bourguinat et Dohni [2000]).

Ceci dit, le seignuriage correspond au caractère discrétionnaire de la politique monétaire qui n'est assurée, pratiquement, que par des changes flexibles. Certaines formes de changes fixes, notamment la caisse d'émission et la dollarisation, font disparaître toute faculté de seignuriage puisque le pouvoir de création monétaire devient subordonné aux entrées de devises. D'autre part, dans un régime flexible, la banque centrale acquiert un rôle de prêteur en dernier ressort (PDR) pour le système bancaire local. Ceci dépend du degré de capacité de l'institut monétaire à fournir de la liquidité aux banques en difficultés, notamment en cas de déclenchement de crises (Calvo et Mishkin [2003]). Cette capacité plus ou moins importante peut jouer un rôle important pour arrêter la propagation des troubles à l'ensemble du système bancaire et financier. Dans un régime fixe, les autorités monétaires locales se voient démunies de ce rôle (Bourguinat et Dohni [2000]).

### **C- Disparition du besoin de détention des réserves pour défendre la parité officielle**

On a constaté plus haut que dans un régime de change fixe, la banque centrale est obligée de détenir des réserves de change pour les utiliser comme moyen d'intervention sur le marché des changes pour défendre la parité officielle en cas de dépréciation du cours commercial (cours du marché). Ainsi, un régime de change flexible fait (théoriquement) disparaître les coûts liés à la détention des réserves (Plihon [2001]).

### **1.3. PERFORMANCES MACROÉCONOMIQUES DES RÉGIMES INTERMÉDIAIRES**

Le qualificatif "intermédiaires" signifie que cette catégorie de régimes de change comporte des caractéristiques communes avec l'un ou l'autre des deux groupes de régimes polaires. En fait, on distingue dans cette catégorie intermédiaire entre ancrages souples (ou "*soft pegs*") et flottements fermes (ou "*hard floats*"). Par conséquent, ces régimes regroupent les avantages des deux pôles, mais aussi leurs inconvénients, voire dangers. Ceci dit, les implications et conséquences ne sont pas aussi évidentes en pratique, surtout dans un contexte de libéralisation financière.

#### **1.3.1. Avantages et inconvénients des régimes intermédiaires**

##### **A- Parités fixes mais ajustables**

Pour Ghosh et alii [2003], ce régime comporte un certain nombre d'avantages, notamment la réduction du problème d'incohérence temporelle (ou "*time-inconsistency problem*") à travers l'engagement des autorités monétaires à des objectifs de change vérifiables (ou préalablement connus) en cas d'ajustement de la parité<sup>1</sup>. D'autre part, la dévaluation procure un outil potentiellement crédible pour faire face aux chocs réels liés aux échanges internationaux (Edwards et Savastano [1999], Ghosh et alii [2003]). Ce régime permet aussi de réduire la volatilité du TCR à travers les ajustements effectués : les dévaluations prennent le TCR comme référence d'ajustement (Aubin et Norel [2000]).

---

<sup>1</sup> Le problème d'incohérence temporelle d'un régime de change (ou d'une politique monétaire) consiste en la durabilité (ou soutenabilité) du régime. Cette notion est liée à celle de crédibilité de la banque centrale. Ainsi, les régimes ultra-fixes (union monétaire, caisse d'émission et dollarisation), réduisent, voire éliminent ce problème dans les pays émergents ou en développement. Pour les pays développés ayant de "grandes" monnaies (ou "*hard currencies*"), la crédibilité est due à la maturité des institutions plutôt qu'à la fixité des changes. Pour plus de détails sur ce point, voir Armenter et Bodenstern [2002].

Du côté des inconvénients, l'ajustement à travers la dévaluation introduit, souvent, incertitude et tensions inflationnistes (Edwards et Savastano [1999]). Aussi, la relative stabilité du TCR n'est pas toujours synonyme de disparition de mésalignement. Le régime ne représente pas, en soi, des contraintes pour les politiques monétaire et budgétaire. Pour Ghosh et alii [2003], deux problèmes en découlent : une situation d'incompatibilité selon les termes du triangle d'incompatibilité, et aussi une insuffisance de conditions pour la réduction du problème d'incohérence temporelle, car l'effet de crédibilité dépend aussi de mesures d'accompagnement, notamment institutionnelles.

### **B- Parités glissantes**

Cette configuration permet, en même temps, fixité et flexibilité du taux de change. Elle est généralement conçue pour les économies connaissant des niveaux élevés d'inflation. Le glissement de la parité permet d'éviter l'appréciation du TCR, à condition que la monnaie d'ancrage soit à un niveau faible d'inflation (Ghosh et alii [2003]). D'un autre côté, le régime à parité glissante facilite les prévisions grâce au processus de dépréciations graduelles pré-annoncées (ou "*tablita*"), comme l'indique Frankel [1999].

En parallèle, les parités glissantes comportent aussi des inconvénients, notamment lorsqu'il s'agit d'un système à démarche rétrospective (taux nominal ajusté selon le différentiel d'inflation passée ou observée, et non future ou anticipée). Cette version risque de rendre le niveau d'inflation plus rigide (problème d'inertie inflationniste ou "*inflationary inertia*") en faisant perdre le rôle d'ancrage nominal à la politique monétaire (Edwards et Savastano [1999]). Sur le plan de la crédibilité, le régime impose peu de discipline monétaire, comparativement aux régimes plus fixes. Le risque d'incohérence temporelle devient ainsi plus important, si le régime n'est pas accompagné de mesures institutionnelles et d'un échéancier d'accomplissement (Ghosh et alii [2003]).

### **C- Rattachement à un panier**

Ce régime peut être confondu avec d'autres régimes intermédiaires, notamment celui de parité fixe par rapport à une seule monnaie mais avec possibilité d'ajustement. La fixation autour d'un panier se distingue par le comportement du taux de change ou des engagements de la banque centrale vis-à-vis de ce comportement. De ce fait, cette configuration intermédiaire est assimilée à la parité fixe mais ajustable en termes

d'avantages et d'inconvénients. Toutefois, il en reste qu'un régime de rattachement autour d'un panier est préférable pour les petites économies ouvertes à un commerce international avec structure géographique diversifiée (Frankel [1999]). Le rattachement par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux assure une stabilité du taux de change effectif. Dans le cas des monnaies à convertibilité faible ou nulle, le rattachement à un panier composé de "grandes" monnaies (dollar, euro et yen par exemple) est souhaitable pour assurer le dit avantage (stabilité du taux de change effectif).

#### **D- Bande de fluctuation (zone-cible)**

Ce système combine l'avantage d'un certain degré de flexibilité et de fixité. Cet aspect hybride est à la fois source d'atouts et d'insuffisances. La volatilité à l'intérieur de la bande permet au taux nominal d'assumer la tâche d'absorption des chocs relatifs aux fondamentaux. Les paramètres-clés (largeur de la bande et parité centrale) donnent des normes pour les prévisions en matière de taux de change (Edwards et Savastano [1999]). Ce système retient aussi une incertitude relative motivant le développement des instruments de gestion du risque de change (Ghosh et alii [2003]).

Parallèlement, le régime à bande de fluctuation a des inconvénients. On note d'abord ce qui fait l'objet de caractéristique commune entre régimes intermédiaires : le problème d'insuffisance de contraintes pour les politiques monétaire et budgétaire, et le problème d'incohérence temporelle affectant la crédibilité du régime (Ghosh et alii [2003]). D'autre part, la largeur de la bande nécessite un choix judicieux, car elle exerce un effet sur le comportement des opérateurs sur le marché des changes, et celui du taux de change lui-même (Krugman [1991]). Ainsi, un système instable qui permet de fréquents changements des paramètres-clés du régime affecte sa crédibilité. L'effet crédibilité est un élément crucial pour la réussite d'un régime de change. En cas de défaut, il peut peser sur sa soutenabilité en provoquant des attaques spéculatives.

#### **1.3.2. Performances comparées et évidences empiriques**

Les manuels de macroéconomie ouverte se focalisent généralement, en matière de choix de régime de change, sur les deux régimes polaires (Ghosh et alii [1997], Bénassy-Quéré et Coeuré [2002]). Plaçant les performances macroéconomiques des deux régimes comme déterminants importants de choix, on parle souvent d'effets favorables des

changes fixes sur l'inflation (à travers l'effet de discipline), et donc sur la croissance à travers l'impact positif sur le commerce extérieur et l'investissement (Moreno [2000]). Inversement, l'influence des changes fixes sur la volatilité de la croissance est négative, dans la mesure où ce type de régime fait défaut en matière d'absorption des chocs réels et de stabilité des taux de changes réels (Ghosh et alii [1997], Levy-Yeyati et Sturzenegger [2005]). En parallèle, on reproche aux changes flexibles des niveaux d'inflation plus hauts. Mais pour ce qui est de la croissance, la flexibilité exerce une bonne influence, grâce à l'atout d'ajustement automatique et la capacité d'absorption des chocs extérieurs (Levy-Yeyati et Sturzenegger [2005]).

L'objet des développements qui suivent est double. D'une part, on présente des vérifications pour ces constats théoriques à travers des travaux empiriques traitant de la question. D'une autre part, on intègre pour comparaison, l'analyse des performances macroéconomiques (inflation et croissance) des régimes intermédiaires – relation qui est pratiquement absente dans les manuels de macroéconomie internationale.

### **A- Inflation**

En matière d'inflation, Rogoff et alii [2004] constatent que se sont des régimes fixes et intermédiaires qui sont associés aux meilleures performances et priment, à cet égard, sur les régimes flexibles. Ces constats reposent sur la classification "*de facto*" proposée par Reinhart et Rogoff [2004], mais ne diffèrent, cependant, pas beaucoup des résultats basés sur la classification "*de jure*" du FMI avant 1999, ou de celle de Ghosh et alii [1997] et Ghosh et alii [2003]. L'association des régimes fixes (au premier rang) et des régimes intermédiaires (dans un second) à une stabilité relative des prix est expliquée par le fait que ces régimes sont caractérisés par un contrôle de la croissance de l'offre de monnaie, traduit par les effets instaurés en matière de discipline et de crédibilité que favorisent ces types de régimes (Edwards et Savastano [1998], Ghosh et alii [2003]).

Pour aboutir à des résultats plus pertinents, Rogoff et alii [2004] analysent la relation selon le niveau de développement des économies étudiées. Ainsi, l'étude, qui couvre la période de 1970 à 1999, sépare les 158 pays concernés en trois sous-ensembles (en développement, émergents et développés). Pour les pays en développement, on constate que le niveau d'inflation croît avec l'accroissement du degré de flexibilité des changes. Les régimes fixes sont donc plus performants que les régimes intermédiaires qui,

à leur tour, sont associés à de meilleurs résultats que les régimes flexibles. Pour les pays émergents, la relation entre régimes et inflation n'est pas aussi claire. Mais, en introduisant dans leur régression le régime adopté un ou deux ans avant l'observation "Année-Performance", la tendance de la relation se rapproche de celle des pays en développement<sup>1</sup>.

Pour ce qui est des pays développés. Rogoff et alii [2004] montrent que ce sont les régimes flexibles qui sont les plus performants. L'effet de crédibilité à ce niveau de développement ne tient pas de la fixité des changes, mais de la maturité des institutions, notamment les banques centrales et les marchés financiers. L'étude ne donne aucun résultat clair quant aux performances des régimes intermédiaires pour cette catégorie de pays. Ceci est expliqué par le fait que la tendance dans les économies développées est plus orientée vers les deux régimes extrêmes (spécialement dans les années 1990). C'est ce que font remarquer Bailliu et Murray [2003] en notant qu'à l'exception du Danemark, tous les pays considérés actuellement par le FMI comme industrialisés adhèrent à un régime de flottement libre ou à une union monétaire.

### **B- Croissance du PIB *per capita***

D'une manière générale, la plupart des travaux empiriques traitant de la relation entre régimes de change et croissance n'aboutissent pas à des résultats pertinents en la matière (Eichengreen [2001], Bailliu et alii [2003]). Le même constat est exprimé par Rogoff et alii [2004], lorsqu'ils testent la régression (représentant la relation entre régimes de change et croissance) en prenant l'ensemble des trois groupes de pays intégralement. Mais, en distinguant entre les trois sous-ensembles, les résultats paraissent plus clairs.

Dans le cas des pays en développement, la croissance décline avec l'accroissement du degré de flexibilité du régime. Rogoff et alii [2004] expliquent ceci (à l'instar de Dornbusch [2001]) par le fait que les régimes d'ancrage ferme ou souple (associés à une faible inflation) stimulent la croissance à travers l'effet à la baisse sur les taux d'intérêt et donc l'encouragement de l'investissement, ainsi qu'à travers la diminution de l'incertitude et donc la stimulation du commerce extérieur.

---

<sup>1</sup> Par ailleurs, l'étude de Gonçalves et Salles [2008], portant sur 36 économies émergentes, montre que les 13 pays ayant adopté un régime de flottement avec "ciblage d'inflation" ont affiché de meilleures performances en matière de baisse d'inflation, comparativement aux autres pays émergents de l'échantillon n'ayant pas adopté un régime monétaire pareil.

Pour les pays émergents, les résultats sont ambigus et ne permettent pas d'en tirer des conclusions claires. Par contre, l'étude des pays développés montre que la flexibilité enregistre les meilleures performances, ce qui est dû à la relation flexibilité-inflation, constatée plus haut. De la même manière, Ghosh et alii [2003] trouvent qu'en matière de croissance du PIB *per capita*, les pays développés et émergents avec régimes flexibles arrivent en tête du classement. Rogoff et alii [2004] expliquent ce résultat par le fait que la flexibilité permet un ajustement plus rapide face aux chocs, et aussi par le facteur de développement et de maturité des institutions monétaires et financières.

Giovanni et Shambaugh [2007] montrent que dans un contexte de régimes d'ancrage, le niveau de croissance est affecté négativement par les hausses des taux d'intérêt mondiaux. Dans ce cas, le canal de transmission de chocs par excellence est le canal direct de la politique monétaire (changement des taux de base des pays "périphériques" induit par le changement de ceux des pays dont la monnaie sert d'ancre). Giovanni et Shambaugh [2007] ajoutent que les autres canaux de transmission tels que le taux de change, les flux de capitaux et les "spreads" sur taux d'intérêt de base du pays "centre" n'exercent pas d'impacts empiriquement solides. Cette étude apporte des résultats qu'on considère comme étant complémentaires aux travaux cités plus haut, dans la mesure où ces derniers se focalisent sur l'effet de la crédibilité en matière d'inflation comme facteur déterminant pour la croissance. Aussi, Giovanni et Shambaugh [2007] introduisent l'impact des chocs extérieurs (hausse des taux d'intérêts des pays développés) sur la croissance. Cet impact, ils concluent, ne peut exister que sous régimes d'ancrage.

Dans la même voie, Benbouziane et Benamar [2007] s'intéressent à la question d'influence de la nature des régimes de change sur les performances macroéconomiques de 13 pays de la région du MENA. L'étude couvre la période de 1970 à 2003, et utilise deux classifications "*de facto*" (Reinhart et Rogoff [2004] et Levy-Yeyati et Sturzenegger [2005]). Les auteurs concluent que dans le long terme, la nature des régimes n'exerce pas d'impact significatif sur les performances étudiées, mais dans le court terme, se sont bien les régimes de fixité qui affectent les résultats économiques. L'effet des régimes intermédiaires est empiriquement insignifiant, ils déduisent<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L'étude de Benbouziane et Benamar [2007] ne donne pas de résultats pour les régimes de flottement du fait que l'échantillon considéré ne couvre que des pays adoptant des régimes fixes ou intermédiaires.

## **SECTION 2 : RÉGIMES DE CHANGE ET VULNÉRABILITÉ AUX CRISES DE CHANGE DOMESTIQUES : L'APPORT DE LA LITTÉRATURE**

Dans la présente section, on repose la question de supériorité d'un régime de change spécifique depuis un angle différent de celui traité dans la première section (relatif aux performances macroéconomiques). On s'interroge ici sur le degré de fragilité des différents types de régimes de change dans un contexte de déclenchement de crises de change domestiques. Cette section s'intéresse à l'apport de la littérature économique sur la relation entre régimes et crises de change domestiques. Les réponses ne semblent pas faire l'objet d'un consensus. La divergence d'approches et de présupposés doctrinaux exerce un effet sur les résultats constatés en la matière.

### **2.1. VULNÉRABILITÉ DES RÉGIMES D'ANCRAGE DANS LA THÉORIE CONVENTIONNELLE DES CRISES DE CHANGE**

#### **2.1.1. Sources de fragilité des régimes d'ancrage**

Dans ce qui suit, on expose en quoi, selon la théorie conventionnelle des crises de change, les régimes d'ancrage rigide (régimes de change fixes) ou souple (régimes de change intermédiaires) sont-ils fragiles.

#### **A- La surévaluation du taux de change réel**

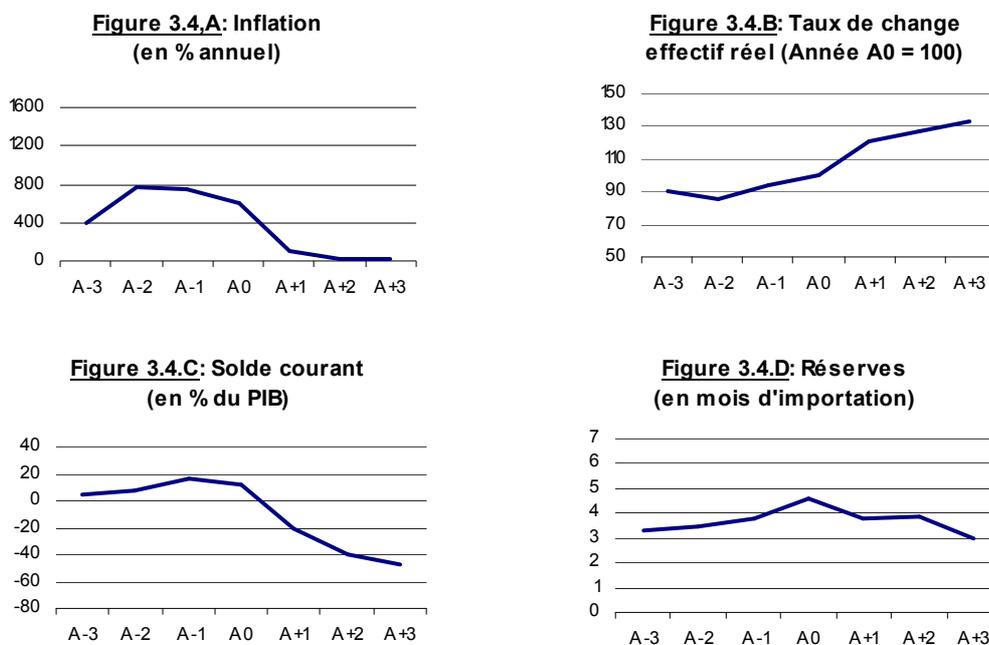
La surévaluation du TCR fait l'objet d'un quasi-consensus dans la littérature quant au fait qu'elle soit considérée comme facteur jouant un rôle considérable dans le déclenchement des crises de change (Corsetti et alii [1998], FMI [1998b], Kruger et alii [1998], Coudert [2004], et autres). En général, l'argument de surévaluation du TCR s'articule autour du fait que, durant les quelques années qui précèdent la crise, l'ancrage rigide ou souple du taux de change nominal conduit à une appréciation du TCR. Ceci entraîne une dégradation de la balance courante par le biais de la détérioration de la compétitivité-prix du pays. Cette situation engendre une perte de confiance des investisseurs internationaux à l'égard de la soutenabilité du déficit courant, et par conséquent à l'égard du régime de change. Le résultat en est une sortie de capitaux spéculatifs sous forme de pressions sur la monnaie.

Selon cette approche, les régimes d'ancrage sont associés donc au mésalignement du TCR vis-à-vis de son niveau d'équilibre (Corsetti et alii [1998], Coudert [2004]). Aussi, Abdelbaky [2008] traite de la relation entre mésalignement du TCR et degré de flexibilité des régimes de change dans 8 pays du MENA, et aboutit à un constat pareil : un mésalignement plus faible est lié à une plus grande flexibilité des changes.

Calvo et Végh [1999] et Edwards [1999] mettent aussi l'accent sur le rôle de l'inflation dans le déclenchement des crises de balance des paiements à travers la surévaluation des taux de change dans un contexte de régimes d'ancrage nominal. Ces auteurs posent le problème d'inertie inflationniste. Ils se basent dans leurs propos sur l'expérience de certains pays émergents appliquant au cours des années 1980 et 1990 des programmes de stabilisation d'inflation sous forme de politiques d'ancrage du taux de change nominal (ou "*exchange rate-based stabilization programs*"), pour faire face à l'hyper-inflation. La figure ci-dessous (empruntée de Mussa et alii [2000]) montre les effets de ces programmes sur l'inflation, le taux de change effectif réel, le solde courant et les réserves de change.

**Figure (3.4.) : Indicateurs économiques de quelques expériences de programmes de stabilisation basée sur le taux de change\***

(centrés sur l'année de mise en place du programme)



\* Données tirées des expériences des pays suivants (l'année de début d'application du programme est mise entre parenthèses) : Mexique (1987), Pologne (1990), Uruguay (1990), Argentine (1991), Croatie (1993), Brésil (1994), Lituanie (1994) et Russie (1995).

**Source** : Mussa et alii [2000].

Ces mesures (programmes de stabilisation basée sur le taux de change) s'avèrent efficaces dans un premier temps et réduisent le taux d'inflation à de plus bas niveaux, mais pas en deçà d'un certain seuil (d'inertie inflationniste). Si dans un second temps, le régime de change n'est pas assoupli (en adoptant des parités glissantes par exemple), le niveau résiduel d'inflation conduit à une surévaluation réelle, et par conséquent à une baisse de compétitivité externe, et donc à la détérioration du solde courant (Calvo et Végh [1999]). Selon Edwards [1999], après de tels programmes, les pays en question doivent adopter des ancrages plus souples à l'image des parités glissantes.

D'autre part, le problème de surévaluation réelle comme conséquence d'application d'un régime d'ancrage, et son rôle comme cause indirecte de crise de change, sont soulignés dans d'autres travaux en termes de capacité d'ajustement face aux chocs extérieurs. Osakwe et Schembri [1998] notent qu'en réduisant la flexibilité du taux de change nominal, les régimes d'ancrage entravent par conséquent l'ajustement nécessaire du TCR. Ceci est dû au fait que le poids de l'ajustement retombe dans ce cas sur les prix et les coûts domestiques, qui sont relativement peu flexibles. Les déséquilibres macroéconomiques, étant perçus comme insoutenables par le marché, poussent ce dernier à intensifier ses pressions sur la monnaie<sup>1</sup>.

Aussi, l'utilisation des "*pegs*" comme instruments anti-inflationnistes constitue une "trappe" selon Aizenman et Glick [2005], dans la mesure où la surévaluation du taux de change réel débouche *in fine* sur l'abandon du régime de change à l'occasion d'un important choc réel, après une première phase réussie en termes stabilisation des prix (à l'instar de l'analyse de Edwards [1999]).

### **B- L'épuisement des réserves de change**

Les régimes de fixité rigide ou souple nécessitent, pour leur pérennité, l'existence de niveaux suffisants de réserves de change. Cependant, lorsque les mouvements de capitaux sont libéralisés, le niveau des réserves détenues devient faible par rapport à la taille du marché des changes. Les réserves sont généralement épuisées après une durée relativement courte d'attaques spéculatives dans le sens de la baisse. En conséquence, la banque centrale se voit dans l'obligation d'abandonner la parité ou la marge défendue, voire même le régime d'ancrage. Certes, l'utilisation des taux d'intérêt

---

<sup>1</sup> Osakwe et Schembri [1998], p. 24.

comme instrument de défense peut s'avérer possible et efficace pour la sauvegarde de la parité, tel que ce qui a été constaté avec le "*currency board*" de Hong Kong lors de la crise asiatique. Mais, le problème que pose cette mesure est qu'elle ne peut être maintenue pour longtemps sans risques d'effet récessif sur l'activité économique<sup>1</sup>.

Le lien de causalité entre épuisement des réserves de change et effondrement des régimes d'ancrage est à la base des modèles de 1<sup>ère</sup> génération. Il est retenu aussi dans les modèles de 2<sup>ème</sup> génération comme l'une des hypothèses principales. Aussi, des travaux empiriques (Kaminsky et alii [1998], Burkart et Coudert [2000,2002]) mettent en évidence le fait que l'approche des crises de change est souvent caractérisée par une baisse des ratios des réserves pour plusieurs trimestres avant le déclenchement de la crise. Dans le même sens, Berg et Pattillo [1999] et Kruger et alii [1998] constatent une pertinence du ratio (M2 / Réserves) comme indicateur avancé de crises de change. Pour Berg et Pattillo [1999], plus le ratio est élevé et plus la vulnérabilité augmente.

### **C- L'incitation à la spéculation**

Le troisième argument s'articule autour de l'incitation à la spéculation à l'approche des limites de fluctuation tolérée. Dans le cas où la parité centrale est considérée comme crédible par les spéculateurs, l'intervention des autorités pour stabiliser le cours à l'approche de la limite de dépréciation peut prouver une certaine efficacité. Dans le cas contraire, le marché perçoit le cours central comme étant insoutenable et anticipe la dévaluation. L'action "à sens unique" des spéculateurs qui en résulte se traduit par une vente massive de la monnaie considérée, obligeant ainsi les autorités de sortir de la bande tolérée, voire d'abandonner le régime de change.

Le signal perçu par les spéculateurs est donné par l'approche de la borne supérieure de la bande (dépréciation cotée à l'incertain). Le fait de gérer le taux de change au jour le jour à l'intérieur de la bande précipite la spéculation anticipant la dévaluation. Selon Coudert [2004], les difficultés qu'éprouvent les autorités monétaires pour la défense de la bande sont signalées précisément dans le temps à cause de ce type de stratégie (gestion du cours au jour le jour).

---

<sup>1</sup> Dans le même sens, Goderis et Ioannidou [2008] montrent que l'augmentation des taux d'intérêt permet de faire baisser la probabilité de réussite d'une attaque spéculative, sous réserve de niveaux faibles d'endettement à court terme de la part des entreprises résidentes. Dans le cas contraire, avec une forte exposition au risque de taux, le durcissement monétaire devient inefficace et pourrait même favoriser la réussite des attaques (Goderis et Ioannidou [2008], p. 166).

### **2.1.2. Explications tirées des modèles de crises de change**

#### **A- Les modèles de 1<sup>ère</sup> génération**

Dans la logique des modèles de 1<sup>ère</sup> génération (Krugman [1979], Flood et Garber [1984]), les attaques spéculatives suivent des anticipations de dévaluation à cause de l'opinion d'insoutenabilité d'un taux de change surévalué et considéré comme conséquence du financement inflationniste du déficit public. Dans cette logique, l'ancrage du taux de change est la cible principale d'accusation. D'autres travaux s'inspirent de ce raisonnement et le présentent sous d'autres formes. Bordo et Schwartz [1996], par exemple, donnent dans une étude historique un exposé des principales crises de change entre 1797 et 1994. Ils en déduisent que sur une grande échelle, la cause principale des crises fut le "conflit" entre objectifs de stabilité interne et externe. Cette expression, basée sur des modèles d'équilibre général, met en évidence l'incompatibilité entre politiques économiques et régimes de fixité rigide ou souple.

Osakwe et Schembri [1998] soulignent (comme noté plus haut) le rôle de l'inflexibilité du taux de change nominal comme système qui nuit à l'ajustement du TCR, créant ainsi une situation d'incompatibilité entre régimes de change et fondamentaux. Plus récemment, Fontaine [2005] se place dans un contexte d'économies émergentes et note que celles-ci souffriraient des crises de change plus que les économies développées dans le cas de poursuite de politiques macroéconomiques laxistes, avec des régimes de rattachement.

Les modèles et les explications diffèrent, mais la logique reste commune : les régimes d'ancrage ne sont pas crédibles à cause du biais de surévaluation réelle qui conduit à leur effondrement certain.

#### **B- Les modèles de 2<sup>ème</sup> génération**

Selon les modèles de 2<sup>ème</sup> génération, les attaques spéculatives sont issues d'anticipations auto-réalisatrices. Les autorités sont confrontées à arbitrer entre objectifs internes et objectifs de stabilité (externe) du taux de change. Même en absence de situation de fondamentaux dégradés (du moins *stricto sensu*), le marché anticipe et agit, et par la même, provoque l'orientation des autorités vers le sacrifice de l'objectif de stabilité du taux de change. Les spéculateurs procèdent selon le scénario connu, et leur action débouche sur la "réalisation" de leur anticipation de dévaluation.

Dans les modèles de 2<sup>ème</sup> génération, il est admis que l'effondrement du régime d'ancrage soit éventuellement provoqué sans nécessité d'une situation "fondamentale" dégradée, du moins à l'échelle des fondamentaux "réduits". Le régime d'ancrage est considéré comme étant fragile à cause du contexte qu'il procure pour les anticipations auto-réalistes (Obstfeld et Rogoff [1995]).

### **C- Les modèles de 3<sup>ème</sup> génération**

Pour les modèles assis sur l'hypothèse de liens communs entre crises de change et crises bancaires, notamment Calvo et Végh [1999] et Kaminsky et Reinhart [1999], l'argument principal est relatif à la surévaluation due aux conséquences d'application des programmes de stabilisation d'inflation (abordé plus haut). Les modèles pour lesquels les crises bancaires entraînent des crises change, tel que celui de Vélasco [1987], soulignent la fragilité d'un "peg" dans une situation de "sauvetage" (ou "bail out") des banques en difficultés par la banque centrale. Dans un cas pareil, l'émission monétaire excessive qui en résulte affecte la crédibilité du régime par le biais de l'évolution du niveau d'inflation. Chang et Vélasco [1998] aussi, stipulent qu'un régime flottant élimine la vulnérabilité de l'économie aux paniques bancaires, et par voie de conséquence, aux crises de change.

Dans l'autre sens, les modèles selon lesquels les crises de change entraînent des crises bancaires, cernent le rôle des garanties implicites données par un régime d'ancrage. Osakwe et Schembri [1998] proposent un mécanisme qui reflète l'apport de la plupart de ces modèles. Ils notent que l'engagement des autorités envers la parité (fixe) favorise une prise de risque importante par les emprunteurs nationaux et les prêteurs étrangers de devises, qui voient dans l'ancrage une assurance suffisante. Cet "aléa moral" conjugué à la faiblesse du système financier et bancaire (en matière de surveillance et de contrôle), mènent en cas de dévaluation à une crise bancaire (crise de passif et / ou d'actif). La sortie des capitaux qui en résulte valide et aggrave la crise de change.

## **2.2. LE "BIPOLARISME": NOUVELLE PENSÉE DOMINANTE**

À partir du milieu des années 1990, une nouvelle approche (dite "bipolaire") en termes de viabilité (ou de fragilité) des régimes de change a commencé à prendre de l'ampleur. De nombreux économistes, tels que Obstfeld et Rogoff [1995], Eichengreen [1999], Summers [2000] et Fischer [2001], entre autres, ont conclu que les régimes

d'ancrage souple (intermédiaires) sont insoutenables et sont considérés comme principal facteur de plusieurs épisodes de crises de change (SME 1992-93, Mexique 1994-95, Asie 1997-98). Selon ce nouveau courant, seules les "solutions en coin" (fixité rigide et flottement) sont en mesure d'éviter les difficultés monétaires dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux.

Obstfeld et Rogoff [1995] considèrent qu'« il y a, le cas échéant, une fine séparation intermédiaire confortable entre l'adoption du flottement et celle d'une monnaie commune »<sup>1</sup>. Fischer [2001] estime que le niveau actuel d'intégration des marchés de capitaux ne permet pas de soutenir des parités fixes, à moins que les pays ne s'engagent irrévocablement à défendre leurs parités et soient prêts à s'appuyer sur les politiques et institutions nécessaires. La seule alternative devient le flottement libre. Il note en ce sens : « .. les ancrages souples (régimes intermédiaires) sont vulnérables aux crises et ne sont pas viables pour de longues périodes. Ceci est essentiellement dû à une logique de triangle d'incompatibilité »<sup>2</sup>.

Dans ce qui suit, on présente trois arguments en faveur des "solutions en coin", à savoir : le principe du "triangle d'incompatibilité", le critère de crédibilité, et l'hypothèse de "disparition des régimes intermédiaires".

### **2.2.1. Le "triangle d'incompatibilité"**

#### **A- Principe**

Cette notion, avancée par R. Mundell, tire enseignements du modèle IS-LM en économie ouverte. Le triangle d'incompatibilité préconise qu'il est impossible (ou insoutenable) pour un pays de réaliser, en même temps, plus que deux des trois objectifs de la politique économique, à savoir : la fixité des taux de change, l'autonomie de la politique monétaire et la liberté des mouvements de capitaux.

Trois stratégies possibles en découlent. Premièrement, une fixation du taux de change conjuguée à une politique monétaire expansionniste débouchent sur une sortie des capitaux à cause de la baisse des taux d'intérêt domestiques. Il en résulte des pressions à la dépréciation de la monnaie. La sauvegarde de la parité stipule donc le sacrifice de

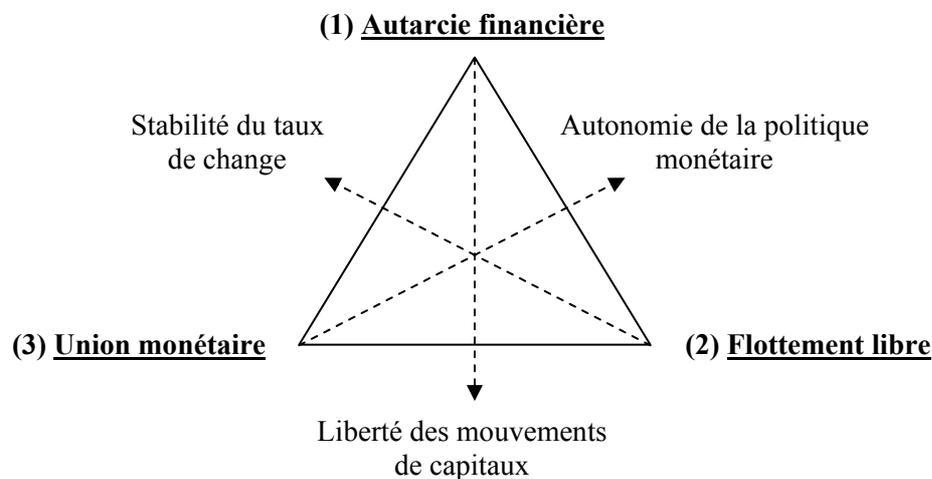
---

<sup>1</sup> Obstfeld et Rogoff [1995], p. 74.

<sup>2</sup> Fischer [2001], p. 22.

l'objectif de liberté des mouvements de capitaux, en y imposant des restrictions. Deuxièmement, si l'on préfère garder comme objectifs une autonomie monétaire et une liberté des mouvements de capitaux, ça ne serait possible qu'au prix d'une plus grande flexibilité du taux de change. Troisièmement, la tenue d'un régime de fixité dans un contexte d'intégration financière importante ôte tout pouvoir discrétionnaire aux autorités monétaires du pays. Généralement, dans une union monétaire avec forte intégration financière, tous les pays se voient obligés de suivre la politique monétaire la plus restrictive adoptée par l'un des pays membres (Aubin et Norel [2000]).

**Figure (3.5.) : Triangle d'incompatibilité**



**Source** : À partir de Plihon [2001].

De cette présentation, on déduit que dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux, le choix ne peut être fait qu'entre deux solutions : fixité du taux de change éliminant toute autonomie monétaire d'une part, ou adoption d'un régime de flottement pour garder son indépendance monétaire d'autre part.

### **B- Evidences historiques**

De nombreuses études constatent une pertinence historique des enseignements du triangle d'incompatibilité dans l'explication des crises de change. Taylor [2004] fait remarquer que le triangle d'incompatibilité constitue une référence, vérifiée historiquement, pour l'explication des crises de change dans un contexte d'intégration financière, comme conséquence du problème d'arbitrage entre stabilité des changes et autonomie monétaire. Il signale que, similairement à la première période de globalisation

financière (allant de 1870 à 1914)<sup>1</sup>, les gouvernements sont toujours confrontés au même "trilemme" en matière de politique économique. De la même façon, dans une étude systématique traitant des liens historiques entre taux de change, politique monétaire et mobilité des capitaux, Obstfeld et alii [2005] concluent que le "trilemme" et ses conséquences sont vérifiés historiquement.

### **2.2.2. "Solutions en coin" et crédibilité**

#### **A- Efficacité des politiques de stabilisation d'inflation**

Selon la vision "bipolaire", les régimes extrêmes procurent plus de crédibilité aux autorités monétaires. La crédibilité est reflétée ici par le degré d'efficacité de stabilisation d'inflation. L'objectif de lutte contre l'inflation est au centre des paramètres de choix du régime de change pour la "nouvelle orthodoxie" (Williamson [2000b])<sup>2</sup>. En d'autres termes, le choix du régime de change est lié au choix de la politique monétaire. L'objectif de maîtrise de l'inflation stipule, soit l'adoption d'un régime de change de fixité rigide comme moyen d'ancrage nominal (ou "*exchange rate-based stabilization*"), soit l'utilisation de la politique monétaire comme moyen d'ancrage nominal dans le cadre d'une stratégie de "ciblage d'inflation" et flottement du taux de change (ou "*monetary policy-based stabilization*").

L'approche bipolaire ne va pas à l'encontre de l'idée selon laquelle il existe une relation inverse entre crédibilité et flexibilité. Les régimes fixes annulent la flexibilité, mais procurent (théoriquement) un plus haut niveau de crédibilité à la politique économique. Lorsque le marché croit que l'objectif premier des autorités monétaires avec un régime fixe est le maintien de la parité, il limite ses anticipations de hausse des salaires et des prix. Ceci conduit l'économie à réaliser un niveau faible d'inflation (Edwards et Savastano [1999]).

Alternativement, sous un régime flottant, l'économie est dotée à travers la politique monétaire d'instruments efficaces pour faire face aux chocs domestiques et étrangers. Cependant, cette flexibilité comporte un coût en termes de manque de

---

<sup>1</sup> De même, Bordo, Eichengreen et Kim [1998] considèrent la période de l'étalon-or comme une première ère de globalisation financière comparable à celle de nos jours qui s'est progressivement développée depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

<sup>2</sup> Williamson [2000b] parle de "nouvelle orthodoxie" en comparaison avec "l'orthodoxie monétariste" plaçant l'objectif d'inflation au centre du débat concernant le choix de politique économique.

crédibilité, dans la mesure où elle permet d'alimenter les tensions inflationnistes. Toutefois, selon la vision bipolaire, la stratégie de "ciblage d'inflation" tend à combler cette lacune en termes de baisse de crédibilité (Edwards et Savastano [1999]).

### **B- Problème d'efficacité de la politique monétaire dans les pays émergents**

L'opinion officielle du FMI a adopté la vision bipolaire, notamment avec les événements des crises asiatique, russe et brésilienne vers la fin des années 1990. Les administrateurs du Fonds ont soutenu l'idée selon laquelle un régime d'ancrage souple ne peut être soutenable que s'il est appuyé par deux éléments : une politique macroéconomique rigoureuse et un système financier puissant capable de supporter les hausses brutales, et parfois durables, des taux d'intérêt, décidées pour riposter aux pressions spéculatives (en cas d'interventions non stérilisées) (FMI [1998a]).

Dans le même ordre d'idées, Mussa et alii [2000] considèrent que la faiblesse de crédibilité des ancres souples dans les économies émergentes est due, entre autres, à la faiblesse institutionnelle des mesures monétaires. En effet, le problème de ce type de régime dans ces économies est que la politique monétaire se voit attribuer l'objectif de défense de la monnaie. Mais, dans un contexte de faiblesse du système financier, l'action de défense à travers la hausse des taux d'intérêt, par exemple, devient insoutenable.

### **C- La transparence**

Calvo [2001] offre une justification théorique à la vision "bipolaire" en termes de transparence. Selon lui, dans un monde caractérisé par une forte mobilité des capitaux, ainsi que d'acteurs de marché ne disposant pas d'information complète, les marchés émergents deviennent sujets propices aux rumeurs et aux paniques financières non justifiées. Ceci est dû au fait que les agents mal-informés agissent avec une mauvaise interprétation des événements sur un marché devenu global. Cette situation peut être remédiée, ou du moins réduite, par l'adoption de systèmes (régimes) très transparents, et donc crédibles. Selon Calvo [2001], seulement deux types de régimes sont en mesure de satisfaire cette exigence : un régime de fixité rigide (notamment la dollarisation) et un régime de (vrai) flottement.

### **2.2.3. L'hypothèse de "disparition des régimes intermédiaires"**

#### **A- Principe de l'hypothèse**

Les enseignements de l'approche bipolaire se basent sur le fait qu'après les épisodes de crises de change, et surtout ceux des années 1990, beaucoup de pays se sont orientés vers des régimes rentrant dans le cadre des "solutions en coin". En d'autres termes, il y a eu une nette tendance d'abandon des régimes intermédiaires et leur remplacement par des configurations extrêmes. Ces observations se sont regroupées sous ce qui est devenu "l'hypothèse de disparition des régimes intermédiaires". Cette hypothèse signifie l'orientation des transitions des régimes, et non leurs causes. C'est dire que l'hypothèse est basée sur l'observation plutôt que l'explication (Masson [2000]). Par ailleurs, au-delà de la tendance constatée en termes de transition, l'hypothèse offre un cadre de prédiction d'une disparition future de la catégorie des régimes intermédiaires (ou ancrages souples).

#### **B- Tendance de transition**

Parmi ceux qui ont adopté l'hypothèse d'une future "disparition des régimes intermédiaires", on trouve des personnalités ayant occupé de hautes fonctions dans des instances ou institutions d'ordre politique et / ou économique. L. Summers, alors Secrétaire d'État au Trésor aux États-Unis, déclare en 2000 que « ... le choix du régime de change approprié, ..., pour les économies ayant accès aux marchés internationaux de capitaux, signifie, de plus en plus, une sortie des solutions du milieu envers les régimes corners ... »<sup>1</sup>.

Stanley Fischer, ancien Premier Directeur général adjoint du FMI, constate, sur la base d'une étude traitant de l'évolution des régimes de change des pays membres du FMI<sup>2</sup>, que : « dans la dernière décennie, il y a eu une tendance vers l'abandon du milieu de la distribution des régimes de change, avec une montée des régimes d'ancrage rigide et de flottement aux prix des régimes d'ancrage souple. »<sup>3</sup>. Pour ce qui est des prédictions de l'hypothèse pour l'avenir, il ajoute qu' « une vision prospective suggère que cette tendance va continuer, plus particulièrement pour les économies à marchés émergents »<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Summers [2000], p. 8.

<sup>2</sup> Des détails statistiques à propos de l'étude de Fischer [2001] sont présentés dans le cadre de l'étude de l'évolution des régimes de change (Chapitre 1 – Section 3).

<sup>3</sup> Fischer [2001], p. 22.

<sup>4</sup> Ibidem.

## **2.3. CRITIQUE DU "BIPOLARISME"**

### **2.3.1. Insuffisance des fondements théoriques**

#### **A- Limites du "triangle d'incompatibilité" comme cadre d'argumentation**

Les tenants du "bipolarisme" se basent sur la logique du principe du "triangle d'incompatibilité". Mais selon Frankel [1999,2003], cette théorie, nonobstant sa pertinence, ne donne pas vraiment d'arguments clairs quant à la fragilité des solutions intermédiaires. La théorie ne signifie pas que, dans un contexte de libéralisation financière, les autorités d'un pays donné ne peuvent pas choisir une solution assurant une "mi-stabilité" du taux de change et une "mi-indépendance" de la politique monétaire. En effet, dans un régime "moyennement" flexible (régime intermédiaire), les autorités monétaires ont la possibilité de faire face à "une partie" de la fluctuation à travers leurs interventions, et laisser "l'autre partie" se refléter sur la valeur du change. Autrement dit, la théorie du "triangle d'incompatibilité" n'empêche pas de choisir un régime situé entre le flottement libre et la fixité rigide.

#### **B- Fragilité des "solutions en coin"**

D'après Williamson [1998,2000a], les "solutions en coin" sont aussi vulnérables aux attaques spéculatives que les formes classiques de régimes intermédiaires. Tout s'articule autour de la confiance des marchés, dont la perte débouche sur une sortie spéculative des capitaux. Par exemple, dans une "caisse d'émission", les réserves de change ne couvrent pas l'ensemble de la masse monétaire (M3). Le mécanisme de ce régime stipule seulement la couverture de la base monétaire qui est normalement beaucoup moins importante que l'agrégat (M3). Ceci veut dire que les réserves ne sont pas suffisantes pour couvrir la demande éventuelle en cas de perte de confiance provoquant une sortie de capitaux.

En parallèle, dans un régime de flottement, lorsque la monnaie inspire confiance, sa valeur s'apprécie, ce qui renforce par conséquent la confiance en elle. Les emprunts en cette monnaie forte se font sans couverture contre le risque de change (phénomène "d'aléa moral"). En cas de prise de conscience par les marchés de cette situation, suscitée par une dégradation des fondamentaux par exemple, la tendance

s'inverse. : sortie des capitaux sous forme de demande excessive de devises qui conduit à une dépréciation brutale du cours de change (ou krach monétaire).

Calvo et Reinhart [1999] donnent une autre explication de la fragilité des régimes de flottement. Les auteurs notent que « ... dans de nombreux cas de crises, l'État ou le secteur privé – ou l'un et l'autre – avait contracté des engagements à court terme en devises relativement élevés et dépassant de loin l'encours des réserves internationales. Dans ces circonstances, il y aurait eu probablement des crises de balance des paiements en régimes de change plus flexibles de même qu'en régimes de taux fixes »<sup>1</sup>.

### **2.3.2. Vérifications de l'approche bipolaire**

#### **A- La "peur du flottement"**

Utilisant une classification "*de facto*" élaborée par leurs soins, Calvo et Reinhart [2002] tirent la conclusion qu'il est inexact de prétendre que les pays s'éloignent davantage des régimes intermédiaires<sup>2</sup>. Ils en déduisent qu'une tendance vers les régimes d'ancrage persiste, surtout parmi les pays émergents ou en développement. Ils expliquent cette tendance par ce qu'ils appellent "peur du flottement" (ou "*fear of floating*"). Ce phénomène est défini par le fait que ces pays diffèrent des pays développés pour lesquels le flottement peut prouver ses vertus. La "peur du flottement" est due à plusieurs facteurs caractérisant les économies émergentes ou en développement : 1) manque de crédibilité de la politique monétaire ; 2) problème de la dette dollarisée ; 3) commerce extérieur utilisant le dollar U.S. comme monnaie principale ; 4) biais inflationniste du flottement ; 5) non développement des marchés de couverture.

En alternative, les auteurs préconisent qu'il est préférable pour ces pays d'opter pour la fixité rigide, notamment la dollarisation. Cette idée va dans le même sens des propos de Calvo et Reinhart [1999]. La dollarisation aide à réduire l'impact des chocs extérieurs, surtout lorsqu'ils sont transmis par les mouvements de capitaux. Ainsi, elle neutralise les attaques spéculatives contre la monnaie adoptée. Mendoza [2002] préconise, lui aussi, l'abandon de monnaies nationales pour renforcer la crédibilité et éviter, par conséquent, les revirements brusques de capitaux (ou "*sudden stop*") synonymes de crises.

---

<sup>1</sup> Calvo et Reinhart [1999], p. 14.

<sup>2</sup> La question des différentes classifications "*de facto*" et "*de jure*" est traitée avec plus de détails dans le Chapitre 4 traitant du volet empirique du présent travail.

### **B- Quelques expériences récentes de pays ayant adopté des "solutions en coin"**

Edwards [2001] souligne que l'approche bipolaire se base, en réalité, sur les insuffisances des régimes intermédiaires et non sur des mérites historiques des "solutions en coin". En fait, peu de pays se sont effectivement orientés vers des régimes extrêmes, d'autant plus que la période sur laquelle se basent les constats des défenseurs des "solutions en coin" n'est pas assez longue (années 1990)<sup>1</sup>.

Dans les faits, les régimes extrêmes ne se sont pas avérés exempts de crises. Il est souvent arrivé à des régimes flottants de subir la pression spéculative des marchés (Bubula et Otker-Robe [2002, 2003]). Plusieurs cas en sont témoins : dollar canadien (1992), lire italienne (1995), rand sud-africain (1998 et 2001), real brésilien (2001). De l'autre côté, des régimes fixes ont fait aussi l'objet d'attaques : dévaluation du franc CFA (1994), pressions spéculatives coûteuses sur le dollar de Hong Kong (1998) et effondrement du même régime (caisse d'émission) en Argentine (2002).

### **C- Vérification de l'hypothèse de "disparition des régimes intermédiaires"**

Plusieurs travaux ont tenté de vérifier la pertinence des conclusions des adeptes du "bipolarisme", selon lesquels les pays ont tendance à abandonner les régimes intermédiaires pour des solutions extrêmes, et par conséquent, la catégorie du "milieu" finira par disparaître. Bénassy-Quéré et Coeuré [2000] concluent, sur la base d'une étude de l'évolution des régimes de change "*de facto*" après la crise asiatique, que la tendance générale ne confirme pas l'hypothèse de "disparition des régimes intermédiaires". Selon eux, le nombre de "*pegs*" "*de facto*" est plus important que ceux déclarés. Ainsi, le SMI ne semble pas évoluer vers davantage de flexibilité.

D'autre part, Masson [2000] estime que la projection systématique de la tendance actuelle de transition sur le futur ne débouche pas sur une confirmation de l'hypothèse. Les conclusions de Masson sont intéressantes dans la mesure où elles se basent sur deux classifications de régimes de change fondamentalement différentes. La classification de Ghosh et alii [1997] qui se base fortement sur les déclarations officielles des pays, et la classification de Levy-Yeyati et Sturzenegger [2005] basée purement sur le comportement effectif du taux de change. L'évidence suggérée par l'étude de Masson est

---

<sup>1</sup> Edwards [2001], p. 13-14.

qu'il est catégoriquement impossible de prétendre une disparition future des solutions intermédiaires sur la base d'une projection de la tendance actuelle.

Aussi, Bubula et Otker-Robe [2003] utilisent leur propre classification "*de facto*" et confirment la tendance de réduction de la part des régimes intermédiaires, mais estiment que ça n'offre aucune preuve solide quant à l'hypothèse d'une disparition future de cette catégorie de régimes de change.

### **2.3.3. Un rôle continu pour les régimes intermédiaires**

#### **A- Viabilité conditionnelle des solutions intermédiaires**

Le débat sur la fragilité des régimes de change continue à travers les travaux d'un groupe de défenseurs des solutions intermédiaires, à côté de ceux de leurs détracteurs abordés plus haut. À titre d'exemple, Frankel [1999] préconise un rôle permanent pour cette catégorie de régimes dans la logique des critères des zones monétaires optimales (ZMO). Bénassy-Quéré et Coeuré [2002] avancent que les régimes intermédiaires restent fiables sous réserve que les chocs extérieurs (commerciaux et financiers) ne soient pas trop importants, et que le canal des taux d'intérêt ne soit pas trop puissant (pour éviter l'effet récessif en cas d'intervention à travers les taux d'intérêt pour contrer les pressions spéculatives). Allegret [2007] recommande aux pays émergents l'adoption d'un régime monétaire axé sur deux points : un ancrage monétaire domestique sous forme de "cible d'inflation", et un régime de change intermédiaire sous forme de bande de fluctuation large. Ces deux mesures représentent des outils de politique économique pour le contrôle de l'inflation à court terme, et aussi pour le contrôle des taux de change. Le système ainsi présenté vise à regrouper les avantages des régimes polaires en matière d'indépendance de la politique monétaire pour le contrôle de l'inflation (dans le cadre d'un régime de flottement), et de stabilité relative du taux de change (dans le cadre d'un régime de fixité).

#### **B- Le système "BBC" de Williamson**

Williamson [2000a] tire la conclusion que les trois classes de régimes de change sont aussi vulnérables aux crises de change. Mais se sont des régimes intermédiaires bien conçus et gérés qui assurent de meilleures performances macroéconomiques, sans pour autant être source de sacrifices importants en termes d'objectifs domestiques, tel qu'il est cas pour les régimes extrêmes. Ces performances

s'articulent autour de l'efficacité des régimes intermédiaires (bien gérés) contre le mésalignement du taux de change que représente la surévaluation réelle. En ce sens, Williamson [2000a, 2001] propose un système de bande de fluctuation glissante et "molle" autour d'un panier ("*Basket-Band-Crawl regime*" ou "BBC"). Le système "BBC" vise une grande flexibilité en matière d'ancrage de la monnaie, tirant parti des avantages de ses trois composantes pour faire face à la surévaluation réelle et / ou à la spéculation.

Le système "BBC" se définit par trois éléments. Premièrement, la fixation autour d'un panier de monnaies permet d'éviter les inconvénients de la volatilité des monnaies de rattachement entre elles. L'adoption d'un panier commun pour les pays émergents liés économiquement par la concurrence dans le secteur extérieur (tels que les pays du sud-est asiatique) est considérée comme un prolongement de rattachement autour d'un panier, avec l'avantage de stabilité de la compétitivité-prix entre pays concurrents (Williamson [1996]). Cette mesure, garantissant la stabilité du TCR pour un ensemble de pays, donne plus de crédibilité au régime en ce sens qu'elle permet d'éviter le problème "d'incohérence temporelle". En conséquence, cette mesure amoindrit la probabilité d'attaques basées sur les anticipations de dévaluation qui pourrait être due à la surévaluation réelle. Deuxièmement, le "BBC" contient l'élément "bande de fluctuation" qui permet de disposer d'une flexibilité considérable du taux de change et d'une flexibilité de la politique monétaire.

Cependant, ce qui marque l'originalité de la proposition de Williamson [2000a,2001], c'est le troisième élément de définition du système "BBC", selon lequel la bande de fluctuation n'est pas rigide. D'un côté, la bande est glissante, comme dans le cas des parités glissantes, et d'un autre côté, les marges limites de la bande sont "molles" ("*soft margins*")<sup>1</sup>. De cette façon, le taux de change devrait rester à l'intérieur des bandes seulement en moyenne mobile sur une période, et non à tout moment. Ainsi, dans des périodes de pression, le taux de change peut déborder des marges "molles" de la bande pour éviter l'épuisement (parfois inutile) des réserves. D'autre part, cette mesure permet aussi de suivre l'évolution des fondamentaux pour ajuster le taux de change nominal, et donc en procurer de la crédibilité en réduisant la surévaluation réelle.

---

<sup>1</sup> Bergsten et alii [1999] proposent, dans le même but, un régime de parité glissante par rapport à un panier sans prendre en compte l'élément "bande".

### **SECTION 3 : RÉGIMES DE CHANGE ET VULNÉRABILITÉ À LA CONTAGION : ÉLÉMENTS THÉORIQUES DE RÉFLEXION**

Avant de tenter d'apporter des éléments de réponse théorique à la question de viabilité / fragilité des régimes de change étudiés vis-à-vis du déclenchement des crises de change par contagion, on propose de s'interroger tout d'abord sur l'importance de la variable "régimes de change" en tant que facteur de vulnérabilité à la contagion. Une réponse affirmative est considérée comme condition nécessaire pour le passage à l'examen de la question principale. Ainsi, cette section est sub-divisée en deux titres distincts dans lesquels sont traitées, consécutivement, les deux questions.

#### **3.1. ENDOGÉNÉISATION DES RÉGIMES DE CHANGE DANS L'EXPLICATION DES CRISES DE CHANGE PAR CONTAGION**

Pour introduire la variable "régimes de change" comme facteur explicatif, on procède à une relecture des théories de la contagion en se focalisant sur le rôle que joue le régime de change dans le processus considéré. À ce titre, le problème du degré d'importance du régime de change par rapport aux autres facteurs de contagion ne se pose plus du moment où notre variable "régimes de change" est introduite de sorte qu'elle explique l'implication des autres facteurs pris en compte dans la littérature sur la contagion. Toutefois, avant de ce faire, il convient de prime abord de passer en revue quelques unes des études empiriques (peu nombreuses) qui introduisent la variable "régimes de change" dans l'explication des crises de change contagieuses.

##### **3.1.1. Exemples de travaux empiriques traitant de l'endogénéité des régimes de change dans le processus de contagion**

La littérature tant théorique qu'empirique sur la contagion des crises financières et de change n'offre pas de cadre explicite reliant directement entre la propagation des perturbations financières et de change et les régimes de change adoptés dans les pays affectés. Ceci dit, certains travaux évoquent, d'une manière ou d'une autre, le rôle que peut jouer tel ou tel régime pour expliquer des mécanismes de transmission de chocs. Toutefois, ces analyses ne procèdent pas à une implication systématique de la

variable "régimes de change" dans l'explication de la vulnérabilité aux crises de change contagieuses.

Caramazza et alii [2000] prospectent, dans une étude empirique (abordée au Chapitre 2 - Section 3), les facteurs de vulnérabilité aux crises de change par contagion dans les années 1990 pour un échantillon de (61) pays émergents et développés (séparément). Ils trouvent (comme noté plus haut) que le facteur relatif aux liens financiers, notamment avec un créancier commun, est le plus explicatif, tandis que la variable "régimes de change" ou celle de contrôle de mouvements de capitaux ne possèdent qu'un pouvoir explicatif minime. De plus, il apparaît, selon ces auteurs, que l'adoption d'un régime de fixité avec liberté des mouvements de capitaux n'augmente pas la probabilité d'être affecté par une crise de change contagieuse, lorsque l'économie est caractérisée par de "bons" fondamentaux et une moindre vulnérabilité aux chocs liés aux interdépendances commerciales et financières.

Ffrench-Davis et Larrain [2002] examinent l'efficacité / fragilité de trois différents types de régimes de change adoptés par trois pays latino-américains face au choc que représente la crise asiatique en termes de performances macroéconomiques (croissance et volatilité de la croissance). Ces pays sont : l'Argentine avec une caisse d'émission, le Chili avec une bande de fluctuation et le Mexique avec un régime de flottement. Cette étude aboutit à la conclusion que le régime optimal varie dans le temps et selon la conjoncture. En effet, cette étude ne met pas directement l'accent sur la vulnérabilité à une crise de change par contagion. Elle traite plutôt de la question de choix du régime optimal basé sur les performances macroéconomiques dans un contexte de contagion.

Par ailleurs, Edwards [2000,2001] étudie l'efficacité du contrôle des entrées de capitaux dans le Chili comme mesure de prévention contre les crises de change contagieuses (pendant les épisodes de crises mexicaine, asiatique et brésilienne), avec l'adoption d'un régime de bande de fluctuation. Il tire la conclusion que ce pays a subi l'effet de tous les épisodes de contagion examinés. Ceci signifie pour lui que les restrictions financières appliquées ne sont pas aussi efficaces, d'une part, et que le régime (intermédiaire) adopté ne procure pas une crédibilité suffisante permettant de minimiser la vulnérabilité externe, d'autre part.

Enfin, l'étude de Desroches [2004] s'intéresse aux effets de propagation de deux types de chocs communs (production réelle et taux d'intérêt mondiaux) sur (22) économies émergentes. Selon elle, le choix du régime de change ainsi que le degré de libéralisation financière jouent un rôle crucial dans la dynamique de transmission des chocs communs (contrairement aux résultats de Caramazza et alii [2000]). Toutefois, les interdépendances régionales et l'ouverture des échanges commerciaux sont relativement moins importantes.

### **3.1.2. Régimes de change et théories non contingentes aux crises**

#### **A- Explications par les chocs communs**

Le régime monétaire en général (politiques monétaire et de change), et le type de régime de change particulièrement, influencent la façon à travers la quelle une économie subit les chocs extérieurs. Dans le cas de chocs réels communs, le degré d'effet diffère entre les pays subissant le choc selon leurs spécificités structurelles et en termes des régimes de change suivis. L'ajustement consécutif aux chocs dépend du niveau de flexibilité du taux de change (dans le cadre d'un régime flexible), du niveau d'intégration avec le pays originaire du choc, et de la flexibilité des prix / salaires internes (dans le cadre d'un régime de fixité appréhendé dans une optique de ZMO). Ainsi, il paraît clair que le régime de change influence en grande partie la dynamique de réponse à un choc réel commun et, par conséquent, influence l'ampleur de la contagion.

Un autre schéma de choc commun, indiqué plus haut (Chapitre 2 - Section 3), à travers les travaux de Corsetti et alii [1998] et Frankel et Roubini [2001], s'articule autour de l'impact des variations tendanciennes du taux de change des "grandes" monnaies sur des économies de moindre importance arrimant leurs monnaies à ces devises internationales. Le mode de gestion du taux de change dans le pays subissant le choc (d'appréciation de la monnaie "ancree" par exemple) détermine principalement l'impact sur la compétitivité commerciale. Une dynamique de dévaluations compétitives et / ou contagieuses s'installe dans ce contexte.

## **B- Explications par les canaux d'interdépendance économique**

### **B.1- Les liens commerciaux**

Au cours des développements antérieurs, on avait constaté que le canal commercial défini un mécanisme important de transmission des turbulences financières et monétaires (Eichengreen et alii [1996], Glick et Rose [1999], etc.). Selon les deux approches de la balance des paiements (monétaire et keynésienne), la dévaluation du taux de change dans un pays est au cœur du mécanisme de contagion. La crise de change "déborde" d'un pays vers l'autre via le canal commercial en influençant le niveau de demande de monnaie étrangère ou le solde courant dans le second pays. Ceci se répercute sur son volume de réserves de change, et alimente par conséquent les anticipations spéculatives à la baisse de la valeur de sa monnaie.

Selon les deux approches, la variable "régimes de change" est fortement impliquée, dans la mesure où les explications vont dans le sens des modèles de 1<sup>ère</sup> génération des crises de change par attaques spéculatives. Autrement dit, dans une logique d'influence des variations des niveaux des réserves sur les anticipations alimentant la spéculation (et donc provoquant une crise de change), le régime de change joue un rôle déterminant dans l'orientation de l'opinion des spéculateurs.

Aussi, l'aspect coopératif ou non des régimes de change suivis par un ensemble de pays (appartenant à une zone d'intégration régionale) exerce lui aussi un impact important sur l'ampleur de la contagion suite à une crise. La proximité géographique est souvent synonyme de proximité commerciale, d'où l'importance du canal commercial comme vecteur de contagion régionale. Ainsi, le degré de coopération monétaire régionale et, par conséquent, le type de régime de change, expliquent la profondeur et l'étendue de la contagion, dans la logique de l'étude Colletaz alii [1999].

### **B.2- Les liens financiers**

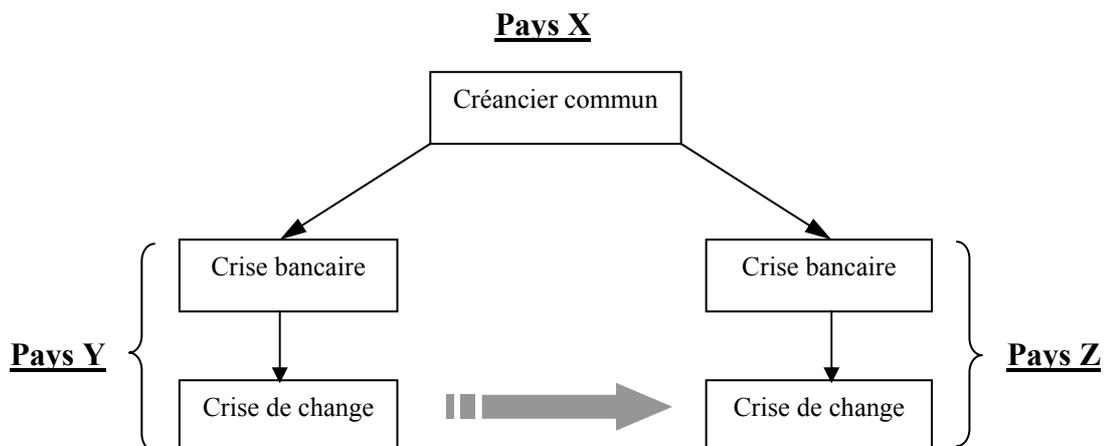
L'implication de la variable "régimes de change" est effectuée, dans ce sens, à travers l'analyse de la relation entre crises de change et crises bancaires dans une dimension internationale. Plusieurs scénarios de propagation des tensions sur les taux de change et / ou dans les secteurs bancaires (dans lesquels les régimes de change jouent un

rôle incontournable), peuvent être imaginés – n’imaginant ici que trois cas parmi d’autres possibilités.

Un premier scénario (qui pourrait être inspiré des travaux de Van Rijckeghem et Weder [1999], Kaminsky et Reinhart [2000] et Sbracia et Zaghini [2003]) traite du cas où un créancier commun dans un pays (X) provoque un choc de liquidité dans les systèmes bancaires des pays (Y) et (Z), comme illustré dans la figure (3.6.) ci-dessous. La crise de liquidité dans (Y) et (Z) se manifeste initialement par des défaillances bancaires (avec ou sans "run"). Par voie de conséquence, la crise bancaire dans chacun des deux pays affectés par le choc de liquidité débouche sur une crise de change dans le même pays.

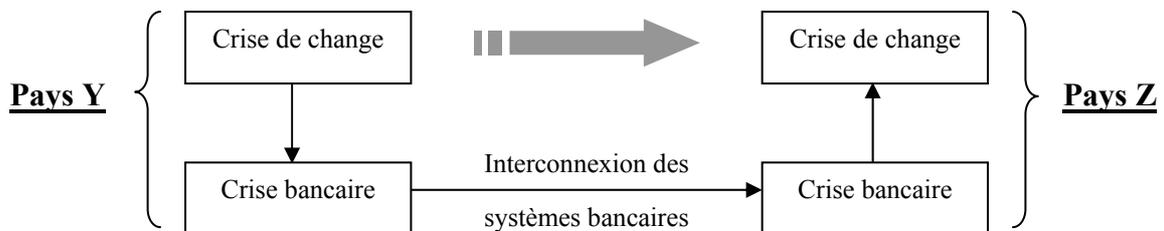
Cette propagation systémique domestique s’explique dans le cadre du modèle de Vélasco [1987] abordé plus haut (Chapitre 2 - Section 2). Le régime de change prend toute son importance dans ce raisonnement dans la mesure où, à la suite d’une crise bancaire, les autorités monétaires procèdent à un financement de sauvetage des établissements en difficulté, sous régime d’ancrage du taux de change. L’émission monétaire excessive qui en résulte provoque l’effondrement du régime de change et, *in fine*, une crise de change. En appliquant ce scénario pour les deux économies (Y) et (Z), affectées par le choc de liquidité initial, on déduit que le régime de change influence la dynamique de contagion de crise de change par le biais du canal de crédit à travers le créancier commun.

**Figure (3.6.) : Créancier commun et crises de change contagieuses**



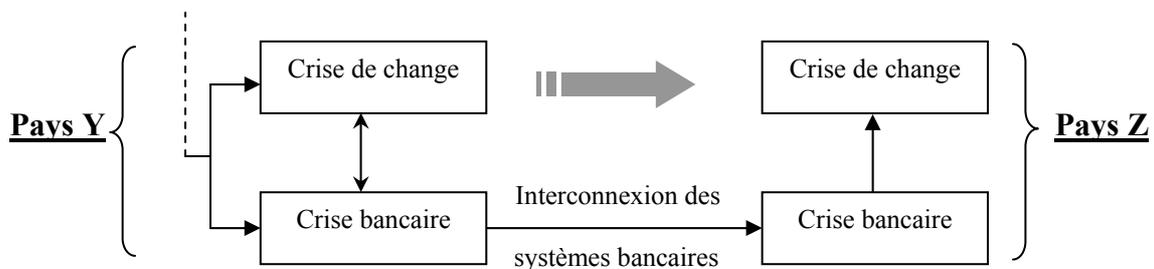
La deuxième possibilité (Figure 3.7.) s’articule autour des interconnexions bancaires dans un modèle où la causalité (crise bancaire – crise de change) prend l’un ou l’autre sens entre deux pays (Y) et (Z). Une crise de change dans le pays (Y) se transforme en une crise bancaire dans le même pays selon plusieurs modèles (Obstfeld [1994], Mishkin [1996], Miller [1996] et autres). Ces modèles indiquent la responsabilité d’une certaine fixité du régime de change. Le débordement des tensions bancaires vers une deuxième économie (Z), via l’interconnexion des deux systèmes bancaires, se termine par le déclenchement d’une crise de change dans (Z) suivant une dynamique interne à la Vélasco [1987].

**Figure (3.7.) : Interconnexions bancaires et crises de change contagieuses**



Aussi, dans le cas des crises jumelles avec causes communes (modèles de Calvo et Végh [1999], Chang et Vélasco [1999] et McKinnon et Pill [1999]), la transmission des crises de change par la voie des interconnexions bancaires indique l’influence importante du régime de change suivi (Figure 3.8.).

**Figure (3.8.) : Causes communes des crises jumelles et crises de change contagieuses**



### **3.1.3. Régimes de change et théories contingentes aux crises<sup>1</sup>**

#### **A- La multiplicité d'équilibres**

L'explication de la contagion financière à travers les modèles d'équilibres multiples considère que les investisseurs utilisent l'information d'une crise éclatée ailleurs comme "tache solaire". Par voie de conséquence, ils anticipent dans un processus auto-réalisateur l'occurrence d'une crise dans l'économie considérée. Ainsi faisant, leur action fait basculer l'économie d'un "équilibre sans crise" à un "équilibre de crise financière". L'explication de ce schéma dans un contexte de crise de change contagieuse suit la même logique. Une dévaluation dans un pays (Y) est considérée comme "tache solaire" par les investisseurs, ce qui induit un changement dans le sens de leurs anticipations quant à la valeur future de la monnaie du pays (Z). Les anticipations de dévaluation s'auto-valident par l'effet d'attaques spéculatives (réussies), et débouchent concrètement sur une dévaluation de la monnaie du pays (Z).

Le rôle de la variable "régimes de change", dans la lumière des modèles d'équilibres multiples se constate du moins à travers deux points. Premièrement, la considération de la dévaluation dans (Y) par les investisseurs comme "tache solaire" est fortement influencée par une éventuelle similarité entre les régimes de change de (Y) et (Z). Dans ce cas, l'information que représente la crise de change dans (A) est traduite comme signe de succès d'une éventuelle attaque contre la monnaie de (Z), qui adopte un régime de change pareil.

Deuxièmement, la variable prend une ampleur plus importante lorsque la notion de "zone d'équilibres multiples" (à la Masson) est introduite. En fait, le passage entre équilibres (multiples) n'est pas totalement arbitraire. La vulnérabilité d'un pays (autre que le "centre") augmente avec la hausse de la dette extérieure, la dégradation de la balance commerciale et la baisse du niveau des réserves. On constate bien l'influence du régime de change dans la définition de ces trois facteurs de vulnérabilité. La nature de celui-ci détermine la composition et le rythme de croissance de la dette extérieure. Le changement du régime ou l'abandon de la parité affecte directement le montant de la dette en monnaie locale. Du côté de la situation de la balance commerciale et des réserves de change, les

---

<sup>1</sup> Ne sont considérées ici, que les explications introduisant les mécanismes de transmission dans une logique macroéconomique, à savoir la multiplicité d'équilibres et la contagion politique.

propriétés en termes d'ajustement donnent aux différents types de régimes de change une importance particulière.

### **B- La contagion politique**

La modèle de Drazen [1999] introduit le coût politique de l'abandon du régime de change comme facteur explicatif de la dynamique des crises de change par contagion. La dévaluation ou l'abandon du régime par un pays réduit le coût de faisabilité politique de mesures pareilles dans d'autres pays.

Ce modèle trouve un bon contexte dans la propagation de crises dans des zones où les régimes adoptés sont régis dans un cadre coopératif, ou du moins, où ils sont typiquement comparables. Drazen [1999] étudie la crise du SME (1992-93) selon cette logique. Il va de soi, ainsi, que le régime de change soit considéré comme étant une variable explicative de la crise de change par contagion.

#### **3.1.4. Déduction d'un cadre d'analyse théorique de synthèse**

Les développements précédents (présentés dans le premier titre de cette section) ont été agencés dans le but de justifier la pertinence du choix du régime de change comme déterminant principal et explicatif du phénomène de contagion relatif aux crises de change. Après avoir effectué une relecture déductive à partir des principales théories et études empiriques sur les crises de change contagieuses, notre hypothèse centrale semble être (théoriquement) confirmée. D'une manière générale, on peut synthétiser ce constat de la manière suivante.

Les reflux de capitaux d'un pays représentent le facteur le plus direct dans la dynamique de déclenchement d'une crise financière. À l'origine des reflux de capitaux, la perte de confiance des investisseurs / spéculateurs y joue un rôle déterminant. Celle-ci se manifeste par une fuite vers la liquidité, lorsqu'il s'agit d'actifs financiers (titres et créances), et provoque une crise financière et / ou bancaire. La perte de confiance peut déboucher aussi (ou seulement) sur une crise de change par le biais d'attaques spéculatives, lorsqu'il s'agit d'actifs monétaires.

La perte de confiance par attaques spéculatives (nous intéressant dans le cadre de ce travail) est liée à la situation des fondamentaux et / ou à des anticipations auto-réalisatrices. Ces deux voies d'explication impliquent le type de régime de change suivi. Ainsi, ce dernier peut être considéré comme variable définissant (ou synthétisant) la vulnérabilité à une crise de change domestique.

Dans un contexte international, la contagion ("fondamentale" ou "pure") représente une transmission de la perte de confiance (par attaques spéculatives) du pays "centre" aux pays "périphériques". Un schéma représentant une extension de la dynamique domestique d'une crise de change se reproduit à l'échelle internationale. En fait, la perte de confiance (par attaques spéculatives) transmise se traduit par des reflux de capitaux, et en conséquence par des crises de change (isolées ou conjuguées à des tensions financières et / ou bancaires).

La contagion, dans une optique "fondamentale", est liée aux fondamentaux des économies concernées, eux-mêmes affectés par la nature des régimes de change suivis. La contagion hors-interdépendances fondamentales, dite "pure", est expliquée pertinemment selon une logique d'équilibres multiples, et est due donc à des anticipations auto-réalisatrices – ce qui implique, aussi, la variable "régimes de change".

En définitive, on peut conclure que le régime de change peut être, du moins théoriquement, considéré comme facteur central de vulnérabilité à la contagion internationale des crises de change.

### **3.2. TYPOLOGIE DES RÉGIMES DE CHANGE VULNÉRABLES AUX CRISES DE CHANGE PAR CONTAGION**

Après avoir mis en valeur (théoriquement) l'hypothèse d'implication des régimes de change dans la contagion des crises de change, on passe à la seconde question, sur laquelle s'articule la problématique posée dans ce travail : sous quel(s) régime(s) de change, une économie émergente devient-elle (plus) vulnérable à la contagion lors des épisodes de crises de change internationales (ou contagieuses) ?

Une réponse (théorique) à cette question nécessite l'examen du problème de vulnérabilité à la contagion à travers une lecture extensive des modèles et travaux mettant

en relation régimes et crises de change domestiques, pour tenter de retracer la relation (régimes de change – crises de change) dans une logique de contagion internationale.

### **3.2.1. La théorie conventionnelle des crises de change comme cadre d'analyse**

À travers les trois générations de modèles, les théories de crises de change par attaques spéculatives mettent l'accent sur la responsabilité des régimes d'ancrage rigide ou souple. Dans la logique des trois générations, la fragilité de ces deux catégories de régimes va être transposée, dans ce qui suit, sur un contexte international pour expliquer la vulnérabilité aux crises déclenchées ailleurs.

#### **A- Arguments selon la 1<sup>ère</sup> génération de modèles**

La fragilité des régimes de change fixes et intermédiaires pour expliquer la contagion dans la logique des modèles de 1<sup>ère</sup> génération s'argumente de la manière suivante (dans un schéma à deux pays). Une crise de change dans un pays (A), qui se manifeste par une forte dévaluation ou un flottement, se répercute sur le pays partenaire (B). Cet impact représente un choc défavorable pour ce dernier, et se caractérise par une création ou une aggravation du déficit courant, et d'une baisse importante du niveau des réserves dans (B). Cette situation, éventuellement conjuguée à une surévaluation réelle précédant le choc, pousse les investisseurs à conclure que le régime d'ancrage suivi par (B) devient insoutenable, et qu'une dévaluation future est inévitable. Suivant le schéma connu, les attaques spéculatives qui en résultent débouchent sur une dévaluation / flottement de la monnaie du pays (B).

Il est important aussi de noter que les propos des monétaristes, souvent favorables au flottement des taux de change, se rapprochent des enseignements de la 1<sup>ère</sup> génération relatifs à la fragilité des régimes d'ancrage rigide (fixes) et souple (intermédiaires) dans un contexte de crises domestiques ou par contagion. Schwartz [1998] considère que la contagion n'est qu'un "mythe". Les pays avec de "bons" fondamentaux et une cohérence entre objectifs internes et externes ne sont pas vulnérables aux crises de change, comme expliqué par Bordo et Schwartz [1996] (voir Chapitre 3 – Section 2). L'existence "trompeuse" de la contagion est expliquée par les mesures de sauvetage (ou "*bail out*") mises en place par un prêteur international en dernier ressort (à l'image du FMI ou d'un grand pays tel que les États-Unis), dont l'efficacité n'est qu'un "mythe" aussi. En

fait, selon Schwartz [1998], l'échec d'organisation d'un tel sauvetage génère une crise internationale par effet de "débordement" (ou effet "domino"). En dehors de ces mesures "peu efficaces", voire "dangereuses", l'adoption du flottement permet d'éviter les effets de transmission internationale des chocs provoqués par une crise de change dans un pays tiers.

Globalement, on remarque que la dynamique décrite trace un schéma de contagion fondamentale via le canal commercial. Ainsi, on peut déduire que la logique des modèles de 1<sup>ère</sup> génération s'adapte parfaitement à un contexte de propagation internationale des crises de change par la voie des interdépendances économiques (commerciales et financières).

### **B- Arguments selon la 2<sup>ème</sup> génération de modèles**

Dans un contexte de crise de change domestique, c'est l'anticipation du choix d'arbitrage des autorités qui est utilisée comme "tache solaire" guidant l'action d'attaque. Lorsqu'il s'agit de contagion internationale, on procède à une extension du modèle à deux pays (à l'instar de ce qui a été fait pour l'explication du rôle de la variable "régimes de change" dans la contagion avec multiplicité d'équilibres). C'est la défaillance du régime d'ancrage dans (A) qui constitue l'information considérée comme "tache solaire". Le régime d'ancrage suivi dans (B) est attaqué par la suite, soit parce qu'il représente une similarité avec (A) (malgré un état "tolérable" de fondamentaux dans (B)), soit parce que ces derniers définissent ce que Masson appelle "zone d'équilibres multiples". Notons bien que cette seconde explication peut être perçue plutôt comme une conciliation entre les modèles de 1<sup>ère</sup> et de 2<sup>ème</sup> générations.

En définitive, on constate que l'argument de fragilité des régimes d'ancrage aux crises de change contagieuses, dans la logique de la 2<sup>ème</sup> génération, est plus proche de la définition "pure" de la contagion financière.

### **C- Arguments selon la 3<sup>ème</sup> génération de modèles**

Au cours de la première partie de cette section, on a tenté de relier entre l'importance de la variable "régimes de change" pour l'explication des crises contagieuses, d'une part, et l'interaction (crises de change – crises bancaires), d'autre part. Ainsi, on a constaté que les modèles de 3<sup>ème</sup> génération offrent un contexte adéquat pour la confirmation du rôle des régimes de change pour expliquer la dynamique de propagation

internationale des crises de change. Les différents modèles analysés soulignent la fragilité des régimes d'ancrage définissant la vulnérabilité à la contagion fondamentale des crises de change via le canal des interdépendances financières.

### **3.2.2. Le débat autour du "bipolarisme" comme cadre d'analyse**

#### **A- Argument de l'efficacité anti-inflationniste**

Selon les adeptes de l'approche bipolaire, les "solutions en coin" exercent un effet favorable en matière de diminution de la surévaluation réelle, à travers la maîtrise de l'inflation. Selon ce point de vue, la vulnérabilité à la contagion décroît grâce aux performances des régimes extrêmes en matière de surévaluation réelle. Il s'agit d'une logique de contagion fondamentale, dans la mesure où les "solutions en coin" minimisent la dégradation des fondamentaux externes (compte courant et réserves de change) par conséquence à la surévaluation réelle.

La vision bipolaire se distingue des propos avancés dans le cadre de la théorie conventionnelle qui soulignent la fragilité des régimes d'ancrage (fixes et intermédiaires) sans exception. La vision bipolaire stipule que seule la catégorie intermédiaire est marquée par une fragilité inhérente, traduite par une forte vulnérabilité aux crises de change domestiques ou par contagion. Cette distinction se base sur le fait que les régimes de fixité rigide consistent, soit en l'abandon de la monnaie nationale (union monétaire ou dollarisation), soit en son rattachement ultra-rigide (caisse d'émission). Théoriquement, ces régimes sont adoptés dans un objectif de stabilisation d'inflation et de diminution du mésalignement du taux de change réel, ce qui fait baisser naturellement leur vulnérabilité à des crises de change par contagion.

#### **B- Argument de la transparence**

Au-delà de l'efficacité anti-inflationniste des "solutions en coin", Calvo [2001] évoque l'argument de la transparence comme facteur de crédibilité. Selon lui, dans un contexte de mobilité importante de capitaux et d'imperfection d'information, les économies émergentes deviennent davantage vulnérables aux chocs extérieurs que représentent les arrêts brusques d'entrée de capitaux (ou "*sudden stop*"). Les revirements de capitaux causés pas les mouvements de rumeurs et de paniques financières signifient une grande vulnérabilité à la contagion financière (comme expliqué plus haut).

Pour réduire l'exposition au "*sudden stop*", et donc renforcer l'immunité contre la contagion, les pays émergents doivent adopter des régimes de change procurant plus de transparence pour les investisseurs. Pour ce faire, le choix du régime doit être effectué parmi les différentes "solutions en coin", et ce selon les spécificités de chaque pays. Ainsi présenté, l'argument de transparence des régimes de fixité rigide ou de flottement mène à déduire que les solutions intermédiaires font preuve d'une fragilité vis-à-vis des crises de change par contagion, dans l'hypothèse implicite que cette dernière est définie selon une conception "pure".

### **C- Fragilité des régimes de flottement dans le cadre de la critique du "bipolarisme"**

La théorie conventionnelle des crises de change (domestiques) ainsi que le débat autour du bipolarisme ne s'accordent pas sur la question de fragilité des régimes de change fixes, mais ces deux groupes de travaux considèrent que les régimes de flottement sont des solutions peu fragiles. D'un point de vue de vulnérabilité externe (contagion), l'argument par excellence de l'efficacité du flottement réside dans sa propriété d'ajustement automatique face aux chocs extérieurs. Dans cette logique, la contagion est considérée comme manifestation de chocs extérieurs subis.

Toutefois, plusieurs travaux montrent que le flottement n'est pas aussi facilement faisable dans le cas des pays émergents vues les difficultés institutionnelles et structurelles qu'ils éprouvent pour la conduite de politiques monétaires efficaces en matière de "ciblage d'inflation", comme l'indiquent Mussa et alii [2000], Mishkin et Savastano [2001]. La "peur du flottement" de Calvo et Reinhart [2001,2002] en est une manifestation. Néanmoins, les critiques en matière de faisabilité des régimes de change flottants ne donnent pas un aperçu clair de la vulnérabilité du flottement à la contagion des crises de change.

À ce titre, la critique de Williamson [1998,2000a] (Chapitre 3 - Section 2) s'avère d'une grande utilité. Selon lui, sous un régime de flottement, lorsque l'économie inspire confiance, sa monnaie s'apprécie, ce qui conduit à procurer davantage de confiance aux investisseurs. Dans un contexte pareil de "cercle vertueux", les emprunts en devises s'effectuent sans couverture contre le risque de dépréciation. Ainsi, en cas d'éclatement d'une crise financière et / ou de change dans un pays émergent tiers, "l'effet réveil" (ou

"*Wake-up call effect*") matérialisant la prise de conscience par les investisseurs conduit à une panique financière généralisée. Ceci débouche sur un revirement de capitaux, notamment dans le pays flottant qui voit, par conséquent, sa monnaie devenir cible d'attaques spéculatives et subir une dépréciation brutale (krach monétaire).

## CONCLUSION

Le troisième chapitre constitue l'aboutissement théorique de la présente étude. Il a pour objectif la présentation argumentée des trois hypothèses secondaires exposées selon une démarche évolutive pour essayer de donner une réponse (théorique) à la question centrale, définissant la problématique du présent travail. Ainsi, la première section consiste à montrer que les régimes de change diffèrent en matière de performances macroéconomiques. Cette divergence contribue, du moins partiellement, au fait que les régimes influencent le déclenchement des crises de change domestiques, ce qui fait l'objet de la seconde section.

Dans la troisième section on est parvenu à constater que les régimes de change, par leur différence en termes de performances et de vulnérabilité aux crises domestiques, influencent fortement le déclenchement de crises de change par contagion (fondamentale ou pure). Ce dernier constat est considéré comme étant la condition logique donnant sens à la question centrale matérialisant la problématique de notre étude, à savoir : Quels régimes de change influencent-ils le plus les crises de change par contagion ?

Pour tenter d'apporter des éléments de réponse (théorique) à cette question, notre réflexion s'est basée sur les enseignements de la théorie conventionnelle des crises change par attaques spéculatives, ainsi que sur ceux relatifs au débat autour du "bipolarisme". L'extension des trois générations de modèles de crises, dans le cadre du premier groupe de théories, montre que les régimes fixes et intermédiaires (ou ancrages rigides et souples) accroissent la vulnérabilité aux crises contagieuses aussi bien qu'aux crises domestiques. Notons, toutefois, que chacune des trois générations de modèles s'adapte plus à un type distinct de contagion (fondamentale – pure). Il s'agit de contagion fondamentale via le canal du commerce extérieur pour la 1<sup>ère</sup> génération. La 2<sup>ème</sup> est mieux expliquée par un modèle de contagion pure à la Masson, où la multiplicité d'équilibres est au centre de la dynamique de propagation internationale des crises de change. Quant aux modèles de 3<sup>ème</sup> génération, ceux-ci font ressortir une logique de contagion fondamentale via le canal financier et bancaire, du fait de l'implication des crises bancaires.

Le recours au second groupe de travaux recentrés autour du débat sur le "bipolarisme" (adeptes – détracteurs) débouche sur des constats aussi contradictoires qu'en contexte de crises domestiques. La vision bipolaire souligne la fragilité des régimes intermédiaires. On utilise deux arguments dans cette voie. Premièrement, celui de l'efficacité anti-inflationniste montre la fragilité de la classe intermédiaire pour la contagion basée sur les fondamentaux (sans pour autant préciser le canal de transmission). Deuxièmement, un autre argument s'articule autour de la transparence comme facteur de crédibilité. Là aussi, les régimes intermédiaires font défaut, mais face à une contagion pure cette fois-ci.

Parallèlement, suivant une logique de critique de l'approche bipolaire, les régimes de flottement aussi, peuvent afficher de la fragilité dans un contexte de contagion de crises de change. L'argument en ce sens s'inspire de ce qu'avance Williamson [1998,2000a] lorsqu'il met le point sur "l'effet réveil" qui schématise la prise de conscience par les investisseurs à propos de la vulnérabilité d'une économie adoptant un régime de flottement. En cas de crise de change dans un pays émergent tiers, la prise de conscience par les investisseurs conduit à une panique financière généralisée, ce qui conduit à un revirement de capitaux, notamment dans le pays adoptant le flottement qui voit par conséquent sa monnaie attaquée et subir une dépréciation brutale.

Au total, on déduit que les réponses à notre question et qui sont inspirées de la littérature semblent peu satisfaisantes pour deux raisons. D'une part, la littérature ne traite de la question d'implication des régimes de change dans la dynamique de contagion qu'indirectement et non de manière systématique. Ceci nous a poussé à s'interroger sur la pertinence de la relation entre régimes de change et vulnérabilité aux crises de change par contagion. L'hypothèse d'une telle relation est confirmée à travers l'implication (endogénéisation) de la variable "régimes de change" dans les explications théoriques des mécanismes de contagion. D'autre part, les réponses théoriques sont assez contrastées dans une vue d'ensemble, et ne permettent pas de préconiser une solution optimale "incontestable".

C'est dans cet état de l'art qu'il devient intéressant de faire appel à l'instrument empirique afin d'aborder la question de la typologie des régimes de change accroissant la vulnérabilité aux crises de change par contagion. Le quatrième chapitre, ci-après, est ainsi consacré à une investigation empirique en la matière.



**Chapitre IV**

**ÉVIDENCES EMPIRIQUES**



## **INTRODUCTION**

Le quatrième et dernier chapitre constitue le volet empirique de notre travail dans le cadre de la double exigence définissant la méthodologie suivie pour le traitement de la problématique définie. En fait, le troisième chapitre a été élaboré dans le but de présenter un cadre de réflexion permettant de cerner les éléments de réponse relatifs à la question de vulnérabilité (ou fragilité) des différents régimes de change dans un contexte de crises de change par contagion.

Une lecture (déductive) de la littérature sur la vulnérabilité des régimes de change aux crises domestiques d'un côté, et sur la contagion de ces dernières d'un autre côté, nous a servi pour confirmer (théoriquement) l'hypothèse centrale de ce travail. En effet, il est possible de considérer les régimes de change entant que facteur déterminant dans l'explication du déclenchement des crises de change par contagion. Ceci dit, cette lecture ne permet pas, pour autant, d'apporter une réponse claire (et unanime) à la question constituant la suite logique de cette hypothèse, et relative au degré de fragilité des différents types de régimes dans un contexte de contagion. C'est dans cette perspective que le présent chapitre se présente comme une tentative de réponse en abordant la question depuis un angle empirique.

L'étude tente d'offrir des évidences empiriques dans cette voie en se focalisant sur un champ spatio-temporel précis. L'étude empirique couvre les épisodes de crises de change par contagion affectant les économies émergentes et constatés durant la seconde moitié des années 1990. Ainsi, trois vagues majeurs de contagion contribuent à définir le champ temporel de notre étude : crise mexicaine (décembre 1994), crise thaïlandaise (juillet 1997) et crise russe (août 1998). Les trois pays sont considérés comme pays d'origine de la contagion (ou pays "centres"), et les dates entre parenthèses indiquent les mois de déclenchement des dites crises. D'autres crises de change locales survenues après, ne sont pas considérées ici du fait de leur faible effet contagieux : crise brésilienne (janvier 1999), crise turque (février 2001), et crise argentine (décembre 2001 – janvier 2002). Le champ spatial de l'étude est cerné par la définition d'une liste de 28 pays émergents.

La première section est construite dans l'objectif de présenter les trois variables centrales de la problématique, à savoir : "pays émergents", "régimes de change" et "crises de change par contagion". La définition de chaque variable, ainsi que les sources de données utilisées pour ce faire, sont illustrées et expliquées. Dans la seconde section, ces variables sont traitées dans le but de déboucher sur des résultats empiriques à propos de la question centrale posée dans ce travail.

## **SECTION 1 : DÉFINITION DES VARIABLES ET SOURCES DE DONNÉES**

L'étude empirique se base sur un traitement d'observations définies par trois variables : "pays émergents", "régimes de change", et "crises de change par contagion". On commence d'abord par la sélection des pays retenus dans l'étude, à savoir ceux qualifiés "d'émergents". En suite, on s'intéresse à la question de classification des régimes de change dans le but d'en choisir une, qui s'adapte le mieux à l'objet de cette étude. Enfin, la dernière étape consiste à déterminer les pays émergents affectés par chaque épisode de crise de change contagieuse (en dehors du pays "centre"). La méthodologie utilisée pour la définition empirique de chaque variable, ainsi que les sources de données sont présentées dans cette section. Le motif de chaque choix y est expliqué aussi.

### **1.1. GROUPE DES PAYS INCLUS DANS L'ÉTUDE**

#### **1.1.1. Critères de sélection des pays classés comme "émergents"**

La détermination de la population de pays avec qualificatif "d'émergents" semble être un préalable nécessaire avant d'entamer l'analyse statistique. En réalité, il n'existe pas, jusqu'à présent, une définition universelle donnée à la notion de "marchés (ou économies) émergent(e)s". Par conséquent, la sélection de pays dans cette classe ne fait pas l'objet d'un consensus entre les différentes sources académiques ou professionnelles. La définition qu'on adopte ici, est celle donnée par Plihon [2004] et qui désigne assez explicitement les caractéristiques des économies indiquées comme "marchés émergents".

Selon Plihon [2004], ce « terme désigne les nouveaux pays en voie d'industrialisation qui se sont ouverts à la finance internationale, à la suite des politiques de libéralisation et de développement de leurs marchés financiers domestiques. Ces pays, à fort potentiel de croissance, ont attiré les investisseurs internationaux à la recherche de rendements élevés et d'une diversification de leurs portefeuilles de placements. Les marchés ou pays émergents constituent une classe de pays "neufs", dans une situation intermédiaire entre les pays (anciennement) industrialisés et les pays en voie de développement ». À partir de cette définition, on déduit au moins deux types de critères de définition d'économies émergentes : le niveau d'activité économique et financière, et le degré d'ouverture financière.

### A- Niveau d'activité économique et financière

Les économies émergentes sont caractérisées par un niveau moyen de PIB. Ce dernier est généralement rapporté à la taille de la population pour définir le PIB *per capita*. Le ratio est considéré comme indice plus significatif du niveau d'activité d'un pays. Cependant, il n'existe pas de consensus, là aussi, sur les limites inférieures et supérieures de l'indice pour cerner la classe de pays correspondante. Certaines sources professionnelles (fournisseurs d'indices de marchés financiers ou agences de notation) se basent sur la classification de la Banque Mondiale des pays selon le niveau du revenu *per capita*. Pour qu'un pays soit considéré comme "émergent", il faut, tout d'abord, qu'il fasse partie de ceux "à faible ou moyen revenu *per capita*". Pour la classification de 1999, ce dernier ne doit pas dépasser (9 635) dollar U.S. (JP Morgan [1999])<sup>1</sup>. Toutefois, il faut noter que ce seuil maximum n'est pas toujours respecté par les fournisseurs d'indices ou agences de notation dans leurs classifications de pays.

La taille du marché boursier (ou capitalisation boursière) figure aussi parmi les critères de définition des "marchés émergents". Ainsi, le niveau de capitalisation boursière dans ces marchés est classé dans un rang inférieur à celui des "marchés développés". Le ratio (Capitalisation boursière / PIB) offre aussi un aperçu sur le niveau de financiarisation de l'économie considérée. En comparaison aux pays développés, ce ratio est, de loin, plus faible dans les pays émergents (Kortas et alii [2004], Tchemeni [1997]).

**Tableau (4.1.) : Niveau de financiarisation de l'économie  
(Comparaison entre quelques pays émergents et développés)\***

Pays	Capitalisation boursière (1)	PIB (2)	(1) / (2)
<b>Brésil</b>	76,1	1 311,5	0,06
<b>Chine</b>	64,9	5 732,0	0,01
<b>Jordanie</b>	1,4	21,2	0,07
<b>États-Unis</b>	9 571,3	10 446,2	0,92
<b>Canada</b>	463,9	965,4	0,48

\* Capitalisation boursière et PIB en milliards de dollar U.S. au 31 décembre 2003.

\* Taux de conversion des données en dollar U.S. calculés selon la PPA.

**Source** : À partir de Kortas et alii [2004].

<sup>1</sup> Le niveau du revenu *per capita* calculé par la Banque Mondiale pour ses pays membres figure dans son rapport annuel "Global Development Finance".

## **B- Degré d'ouverture financière**

Au-delà du potentiel économique en termes de croissance et de seuil minimum de capitalisation boursière, le qualificatif "émergent" nécessite que l'économie concernée soit caractérisée par un certain degré d'ouverture financière. Autrement dit, un marché émergent tolère une plus grande mobilité internationale des capitaux privés, par rapport aux économies en développement. Cet élément de définition requiert une importance capitale par rapport à l'objet de la problématique posée dans ce travail. En fait, la nature des crises de change étudiées est définie par deux aspects qui mettent en avant le rôle des mouvements internationaux de capitaux dans le processus de déclenchement. Il s'agit de crises de change par attaques spéculatives, d'une part, et qui sont considérées comme étant des conséquences d'effet de contagion, d'autre part.

L'ouverture du compte du capital (privé) dans le cadre de politiques de libéralisation financière permet d'augmenter la dynamique des flux de capitaux entrants / sortants du pays émergent. Les investisseurs privés internationaux se voient ainsi attirés par des opportunités de diversification de portefeuilles et de rendements potentiellement élevés (Grimbert et alii [1995]).

Globalement, l'ouverture financière consiste en trois éléments fondamentaux, en ce sens que les investisseurs étrangers constatent plus de facilités et d'attractivité concernant leur action sur le marché du pays en question. Premièrement, le marché doit être suffisamment ouvert pour comprendre des transactions effectuées par des étrangers et / ou non-résidents. Les autorités de régulation sont concernées donc par un démantèlement au préalable, du moins partiel, des restrictions vis-à-vis de la détention des titres domestiques par les investisseurs internationaux. En deuxième lieu, le marché doit être doté de structures financières et réglementaires offrant un cadre propice pour l'utilisation d'instruments de gestion d'actifs, tels que les produits dérivés sur indices, taux d'intérêt, taux de change, etc. (Tchemeni [1997]). Enfin, les autorités monétaires du pays doivent instaurer une convertibilité, du moins externe, si ce n'est intégrale, de leur monnaie afin de procurer aux investisseurs la flexibilité que nécessite la gestion d'un portefeuille international<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Pour une étude détaillée sur les expériences d'ouverture financière dans les pays émergents, voir par exemple Edison et Warnock [2003] et Bekaert et alii [2003].

### **1.1.2. Sélection du groupe des pays émergents**

#### **A- Sources de données**

Pour sélectionner la liste de pays émergents, on se base dans la présente étude sur des bases de données fournies par d'importants organismes fournisseurs d'indices de marchés. Faire recours à de telles sources repose sur l'idée que le comportement des investisseurs internationaux en matière de gestion de portefeuille (et par conséquent la dynamique internationale des capitaux) est fortement influencé par l'information donnée à travers les indices élaborés par ces organismes. Ainsi, le choix de telle ou telle source semble pertinent dans la mesure où les mouvements de capitaux jouent un rôle central dans l'explication des crises de change par attaques spéculatives contagieuses.

Les pays retenus sont sélectionnés par combinaison des listes définies par deux importants fournisseurs d'indices. Il s'agit premièrement de la base de données de l'IFC sur les marchés émergents élaborée depuis 1975 et mise à jour régulièrement<sup>1</sup>. On utilise ici l'indice "*IFCI*" (ou "*IFC Investable*"), introduit en 1989, et qui représente une synthèse de tous les pays, considérés comme émergents par l'IFC, en termes de capitalisation boursière ouverte aux étrangers et / ou non-résidents. La deuxième source de données utilisée est celle d'un autre fournisseur d'indices de marchés, à savoir le MSCI<sup>2</sup>. On utilise ici l'indice "*EMF*" (ou "*Emergent Markets Free*") qui se base sur une liste de marchés ouverts aux investisseurs étrangers et / ou non-résidents.

D'autres indices élaborés par d'autres organismes tels que le "*EMBI+*" (ou "*Emergent Market Bond Index Plus*") de J. P Morgan ou le "*S&P / IFC Composite*" de Standard & Poors (utilisant la base de données de l'IFC depuis 2000) ne sont pas utilisés ici comme sources de données, soit pour non-conformité de la période couverte, ou pour le nombre réduit de pays classés comme émergents.

#### **B- Liste des pays émergents sélectionnés**

La liste retenue dans cette étude est une combinaison des listes définissant les indices "*IFCI*" et "*EMF*" entre 1995 et 1998. Cette période est choisie en considération des épisodes de crises de change contagieuses étudiés.

---

<sup>1</sup> L'IFC (International Finance Corporation) est l'une des quatre filiales du Groupe de la Banque Mondiale.

<sup>2</sup> Morgan Stanley Capital International.

En parallèle, deux pays actuellement membres de l'UEM (Grèce et Portugal) ont été classés comme "marchés émergents" dans les deux listes. Leur passage au rang de "marchés développés" ne s'est produit que plus tard, dans une période non couverte par notre étude. Deux autres pays classés par les deux fournisseurs de données comme "marchés développés" (Hong Kong et Singapour) sont rajoutés à notre liste de pays (marchés) émergents. Ceci est justifié par l'importance des liens économiques et financiers des deux dits pays avec les autres marchés émergents, notamment ceux d'Asie. Au total, une liste de 28 pays émergents est retenue dans notre étude empirique et sera présentée dans la section suivante.

## **1.2. CLASSIFICATION DES RÉGIMES DE CHANGE**

La typologie des régimes de change donnée par le *continuum de flexibilité* de Frankel [1999] (abordée au Chapitre 1 - Section 2) illustre les caractéristiques de neuf configurations de régimes regroupées en trois groupes (fixes, intermédiaires et flottants). Cette typologie a été introduite au début de ce travail pour sa simplicité d'ordre pédagogique. Par ailleurs, tant sur le plan officiel qu'effectif, les classifications des régimes de change diffèrent selon la perception de ceux qui les établissent (académiciens, autorités nationales ou administrateurs des institutions financières internationales). Cette différence s'explique par la divergence des approches et des méthodes utilisées pour la classification des régimes.

Dans ce qui suit, on examine tout d'abord les approches de classification des régimes de change. En suite, on passe à la présentation de la classification retenue dans notre étude empirique.

### **1.2.1. Approches de classification**

#### **A- Approche "de jure"**

Avant 1999, le FMI se basait pour la classification des régimes de change suivis par ses pays membres sur l'annonce officielle faite par les autorités monétaires de chaque pays. Cette approche est dite "de jure" ou "officielle" et ne prend pas en compte le comportement effectif des cours sur les marchés des changes. Les déclarations officielles d'un régime traduisent les intentions annoncées officiellement par les autorités monétaires

d'un pays à l'égard de sa politique de change. D'autre part, cette approche a aussi l'avantage de la disponibilité des données, grâce à une large base de données élaborée par les services du FMI pour la plupart des pays membres, et sur une longue période.

Parallèlement, l'approche "*de jure*" adoptée par le FMI avant 1999 comporte aussi des insuffisances, dont la plus importante est liée au décalage entre les "dires" et les "faits". Autrement dit, les autorités monétaires affichent souvent des intentions quant à leur politique de change qui ne correspondent pas exactement à la conduite effective constatée en la matière. Par exemple, en régime de change fixe "officiel", des changements fréquents de parité transforment la fixité "*de jure*" en une flexibilité effective. À l'inverse, une flexibilité annoncée peut cacher dans les faits une politique de rattachement à une monnaie ou à un panier (secret), ou une politique de flexibilité dirigée selon une trajectoire prédéterminée.

### **B- Approche "*de facto*"**

Depuis 1999, le FMI adopte une approche "*de facto*" de classification. Cette approche est traduite par une constatation du comportement effectif de la politique de change de chaque pays membre, sans se baser uniquement sur les déclarations officielles. Ainsi, l'approche "*de facto*" permet de détecter la conduite réelle du taux de change et des mouvements sur le marché des changes.

Ceci dit, cette approche possède aussi des insuffisances. Premièrement, une confusion peut être faite entre stabilité du taux de change grâce à un régime d'ancrage nominal ou une politique d'intervention active, d'une part, et stabilité résultant d'une absence de chocs extérieurs (monétaires, financiers ou réels), d'autre part. De plus, la taille et la structure du commerce extérieur diffèrent d'un pays à un autre, faisant qu'ils ne soient pas affectés de la même manière par les chocs extérieurs. Un petit pays ouvert avec une structure étroite d'exportation (nombre réduit de produits exportés) et adoptant un régime de flottement, assumerait d'importants effets en cas de chocs traduits par une grande volatilité de son taux de change. Cependant, un grand pays ouvert avec une structure commerciale diversifiée, et opérant sous un régime flottant, ne serait pas affecté grandement par des chocs extérieurs, et donc ne serait pas confronté à une volatilité importante de son taux de change. Dans cet exemple, selon l'approche "*de facto*" le petit

pays est classé (correctement) comme ayant un régime flottant, et le grand pays est classé (incorrectement) comme ayant un régime plus fixe (ou moins flexible).

D'autre part, la démarche "*de facto*" est rétrospective. Elle prend en compte le comportement effectif du taux de change dans une perspective historique. Ceci ne permet pas, par conséquent, de considérer les intentions des autorités monétaires pouvant affecter le comportement du taux de change lui-même.

### 1.2.2. Classification de "Bubula et Otker-Robe" (BOR)<sup>1</sup>

#### A- La nouvelle classification du FMI comme référence

En réalité, la classification "*de facto*" proposée par Bubula et Otker-Robe [2002] représente un enrichissement de la nouvelle classification du FMI adoptée à partir de 1999. Dans cette dernière, le FMI distingue entre huit types de régimes de change en se référant à la variété des degrés d'autonomie de la politique monétaire et d'engagement à suivre une trajectoire prédéterminée. Les définitions données ici sont sommaires (la plupart des régimes étant déjà examinés au Chapitre 1- Section 2).

- **Régimes des pays n'ayant pas de monnaie officielle distincte** : Une autre devise devient la seule monnaie ayant cours légal dans le pays (dollarisation officielle *lato sensu*), ou le pays devient membre d'une union monétaire ou d'un mécanisme de coopération monétaire ayant adopté une monnaie commune qui a cours légal dans chacun des pays membres.
- **Caisse d'émission** : Régime monétaire pour lequel le pays s'engage (implicitement ou explicitement) en vertu de la loi à échanger à un taux fixe sa monnaie contre une devise spécifique. Cet engagement impose des restrictions aux autorités monétaires pour garantir le respect des obligations imposées par la loi.
- **Autre régime conventionnel de parité fixe** : Le pays rattache (officiellement ou "*de facto*") sa monnaie à taux fixe, à une "grande" monnaie ou à un panier. Le taux

---

<sup>1</sup> D'autres auteurs proposent différentes classifications "*de facto*", notamment Ghosh et alii [1997], Calvo et Reinhart [2002], Bailliu et alii [2003], Ghosh et alii [2003], Reinhart et Rogoff [2004], Levy Yeyati et Sturzenegger [2005], entre autres. Au cours de nombreux développements théoriques dans ce travail, on a fait référence à plusieurs de ces classifications.

fluctue à l'intérieur d'une bande étroite de (+ ou - 1%) au maximum autour d'un taux central.

- **Rattachement à l'intérieur d'une bande de fluctuation horizontale** : La valeur de change de la monnaie est maintenue à l'intérieur d'une bande de fluctuation supérieure à (1 %) de part et d'autre du taux central (officiel ou "de facto").
- **Système de parités mobiles** : La valeur de change de la monnaie est ajustée périodiquement dans de faibles proportions, à un taux fixe annoncé au préalable ou en réponse aux variations de certains indicateurs quantitatifs (différentiel d'inflation constatée ou cible d'inflation vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux, différentiel entre taux officiel et parallèle de change, etc.). Ce système correspond au régime de parités glissantes.
- **Système de bande de fluctuation mobile** : La valeur de change de la monnaie est maintenue à l'intérieur de certaines marges de fluctuation de part et d'autre autour d'un taux central qui est ajusté périodiquement à un taux annoncé au préalable ou en réponse à des indicateurs quantitatifs. Ce système correspond à un régime de bandes glissantes et constitue, en quelque sorte, une combinaison des deux systèmes précédents.
- **Flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change** : Les autorités monétaires influencent les mouvements du taux de change par des interventions directes ou indirectes sur les marchés, sans pour autant spécifier, ni s'engager à annoncer au préalable, quelle sera la trajectoire du taux de change.
- **Flottement indépendant** : La valeur de change est déterminée par le marché. Toute intervention est plutôt destinée à modérer la volatilité des cours qu'à les situer à un niveau particulier.

## B- L'approche de classification (BOR)

Bubula et Otker-Robe [2002] adoptent la nouvelle approche "de facto" du FMI et essayent de l'enrichir à travers deux volets. En premier lieu, ils procèdent à une extension de la classification du FMI sur une période précédant l'année d'entrée en vigueur

de celle-ci (1999). En fait, la classification (BOR) couvre la période allant de 1990 jusqu'à 2001 pour tous les pays membres du FMI. À ce titre, la classification (BOR) semble être adaptée au champ spatio-temporel de notre étude du fait qu'elle couvre l'ensemble des pays émergents retenus et les épisodes de crises de change contagieuses étudiés et constatés entre 1995 et 1999.

En second lieu, cette classification apporte un raffinement supplémentaire à celle du FMI, puisqu'elle distingue entre treize configurations de régimes, issues des huit systèmes examinés plus haut. L'ensemble des treize régimes est réparti sur les trois grands groupes, à savoir : régimes fixes (ancrages rigides ou "*hard pegs*"), régimes intermédiaires (ancrages souples ou "*soft pegs*" en plus des flottements fortement dirigés ou "*tightly managed floats*") et régimes de flottement.

### C- Configurations de régimes de change selon la classification (BOR)

#### C.1- Régimes de fixité (3)

Le régime de pays n'ayant pas de monnaie officielle distincte est sub-divisé en deux types : dollarisation officielle et union monétaire. À côté de ces deux configurations, le système de caisse d'émission rentre aussi dans le cadre des régimes de fixité rigide.

#### C.2- Régimes intermédiaires (8)

##### C.2.1- *Régimes d'ancrage souple* (7)

Dans cette catégorie, les régimes fixes conventionnels se séparent en ancrage vis-à-vis d'une monnaie et ancrage vis-à-vis d'un panier de monnaies. Le système de bandes horizontales est inclus tel qu'il figure dans la nouvelle classification du FMI. Le système des parités mobiles et le système de bandes de fluctuation mobiles sont subdivisés en une configuration "à démarche rétrospective" (ou "*backward looking*") et une autre "à démarche prospective" (ou "*forward looking*")<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Une parité glissante est dite "à démarche rétrospective" lorsque le "glissement" est mis en place pour instaurer un ajustement de l'inflation de façon à ce que le différentiel d'inflation constatée soit régulé sous contrainte de TCR. La parité glissante est dite "à démarche prospective" lorsqu'elle est ajustée selon un taux pré-annoncé et / ou sur la base du différentiel d'inflation anticipée (dans le cas où le taux de change joue un rôle d'ancrage nominal). La même conception est utilisée dans le système de bandes de fluctuation ( .. / .. )

### C.2.2- Régime de flottement fortement dirigé (1)

Ce régime, malgré le fait qu'il soit qualifié de flottant, rentre sous la catégorie des régimes intermédiaires à cause de la forte implication des autorités monétaires à le diriger. Les fortes variations du taux de change ne sont pas tolérées. Cependant, ce régime n'est pas considéré comme système d'ancrage souple du fait que la valeur du taux de change et son comportement ne sont pas définis en considération d'une monnaie (ou d'un panier) de référence. Le flottement fortement dirigé est un régime intermédiaire hors ancrages souples.

### C.3- Régimes de flottement (2)

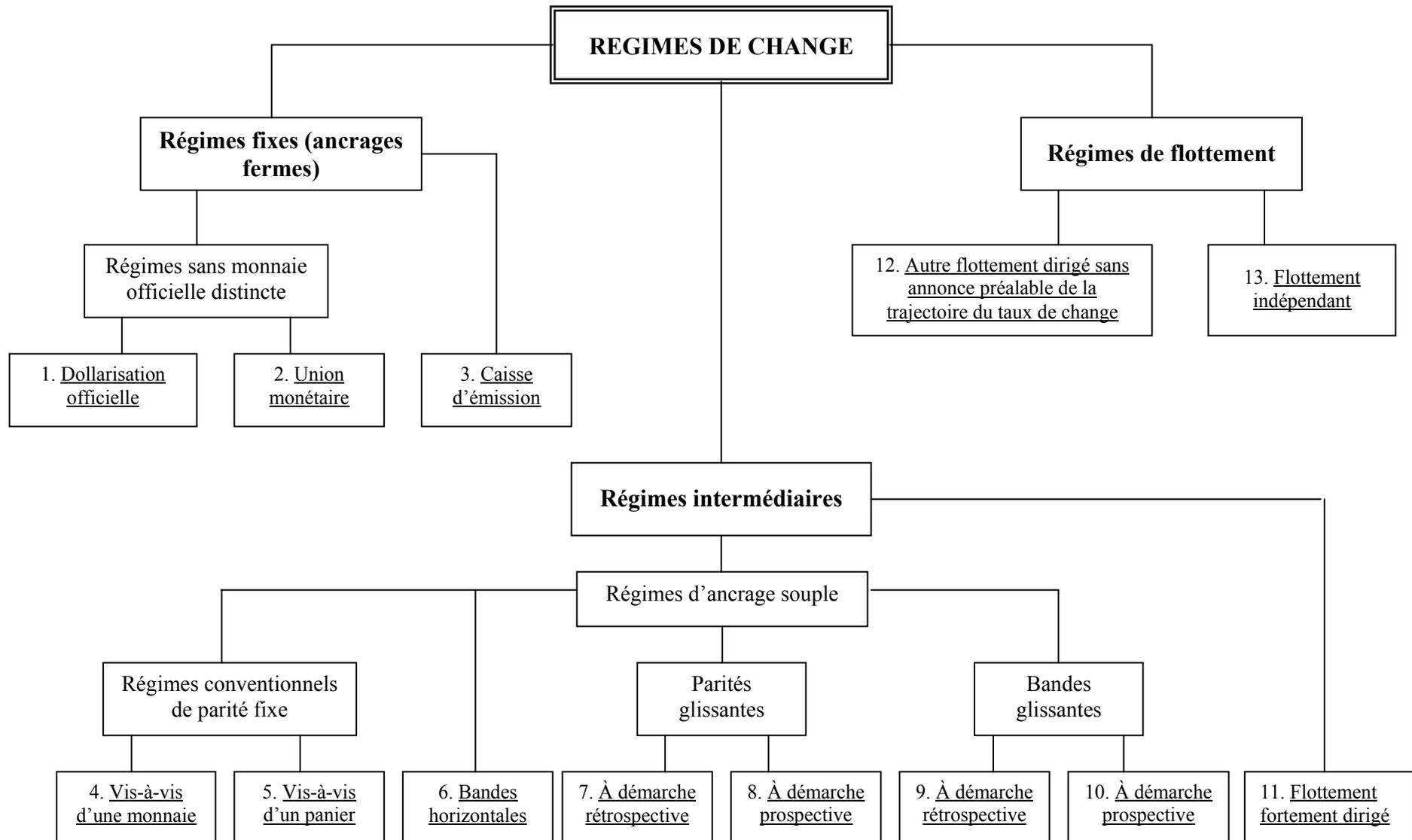
On distingue entre les deux types de flottement pris en considération dans la classification du FMI. Il s'agit du flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change, et du flottement indépendant.

La figure (4.1.) ci-dessous illustre les configurations de régimes de change établies par la classification de Bubula et Otker-Robe [2002].

---

( .. / .. ) mobiles en termes de "démarches rétrospective ou prospective" quant au "glissement" des bandes (Bubula et Otker-Robe [2002]).

**Figure (4.1.) : Classification (BOR) des régimes de change**



**Source** : Bubula et Otker-Robe [2002].

### **1.3. REPÉRAGE DES CRISES DE CHANGE PAR CONTAGION**

Le troisième élément impliqué dans notre étude empirique est représenté par la variable "crises de change par contagion". Dans ce qui suit, on illustre les sources de données et la méthode utilisée pour détecter les épisodes de crises de change par contagion affectant les pays émergents composant la liste retenue.

#### **1.3.1. Sources de données**

Pour déterminer la variable "crises de change par contagion", la présente étude se base sur la liste de Van Rijckeghem et Weder [1999] pour les pays affectés par les trois épisodes de contagion considérés. Ces auteurs empruntent la méthodologie suivie Glick et Rose [1999] qui se focalise sur l'étude des canaux de contagion des crises de change durant les deux premiers épisodes, à savoir : crise mexicaine (1994-95) et crise thaïlandaise (1997). Van Rijckeghem et Weder [1999] adoptent la même démarche pour déterminer quels pays ont été affectés par le troisième épisode de contagion déclenché par la crise russe (1998).

La liste globale de Van Rijckeghem et Weder [1999] pour les trois épisodes contient 45 pays émergents et en développement parmi lesquels figure l'ensemble des 28 pays sélectionnés dans notre liste de pays émergents. Les développements qui suivent visent l'explication la méthodologie suivie par les deux dits travaux pour déterminer les pays affectés par des crises de change par contagion, durant les trois épisodes.

#### **1.3.2. Méthode de repérage utilisée**

##### **A- Détection empirique des crises de change**

Dans certains travaux, tels que celui de Frankel et Rose [1996a], une crise de change est définie empiriquement par une forte dévaluation / dépréciation du taux de change nominal dépassant un seuil prédéfini. Par ailleurs, plusieurs travaux donnent une définition empirique plus large. D'autres variables y sont prises en considération, notamment celles qui sont utilisées par les autorités monétaires tant qu'instruments de défense contre les attaques spéculatives. Ainsi, la crise de change est définie empiriquement par une combinaison entre la variable de dépréciation du taux de change, et au moins l'une des deux variables de défense : réserves de change ou taux d'intérêt courts.

L'argument fondateur de cette seconde approche est que les attaques spéculatives sur les marchés des changes ne débouchent pas forcément sur une dévaluation / forte dépréciation de la monnaie attaquée. Les autorités sont censées défendre leur monnaie à travers la vente de réserves ou une politique monétaire restrictive (augmentation des taux d'intérêt courts). Ces deux types de mesures sont supposés mener, séparément ou conjointement, à l'échec de l'attaque. D'autre part, les autorités d'un pays peuvent, en dehors de toute attaque, procéder à un réaligement du taux de change nominal opéré "à froid" dans le cadre de mesures de stabilisation de la demande ou face à un choc extérieur.

Ces deux cas de figures montrent que la prise en considération de la seule évolution du taux de change nominal pour définir une crise de change ne permet pas de refléter réellement le niveau de pressions sur une monnaie.

La définition adoptée par Van Rijckeghem et Weder [1999], et sur laquelle repose la notre, s'inscrit dans cette seconde optique. Les auteurs lient la possibilité d'une crise de change à une variation, au cours d'une période donnée, de l'ordre de 10 % dans l'une des trois variables : taux de change nominal, réserves de change et taux d'intérêt courts. Cet indice de crise est construit à partir d'opinions d'économistes du FMI.

### **B- Définition empirique des crises de change par contagion**

La définition retenue de la contagion est proche de celle formulée par Eichengreen et alii [1996] et Kaminsky et Reinhart [2000], selon lesquels la contagion est la situation dans laquelle la connaissance de l'existence d'une crise à l'étranger augmente la probabilité d'occurrence d'une crise dans un pays. En ce sens, la contagion selon Van Rijckeghem et Weder [1999] est la transmission d'une crise de change à partir d'un pays "centre" ou "origine" (ou "*ground zero country*").

Dans cette définition "large", on ne distingue pas entre canaux de transmission des attaques spéculatives, ou entre conception "fondamentaliste" et conception "pure". En effet, les pays affectés par une crise de change par contagion lors d'un épisode donné sont, simplement, ceux où une crise est détectée, en plus du pays "centre".

Il en résulte que la variable "crises de change" et la variable "contagion" s'intègrent en une seule : "crises de change par contagion". Cette dernière est une variable binaire. Elle prend la valeur (1) si l'observation correspondante est une "crise" : le pays

considéré (outre le pays "centre") est affecté par une crise de change pendant l'épisode de contagion considéré. Elle prend la valeur (0) si l'observation correspondante est une "non-crise" : le pays considéré n'est pas affecté par une crise de change pendant l'épisode de contagion correspondant.

## **SECTION 2 : ANALYSE STATISTIQUE ET RÉSULTATS**

Cette deuxième section représente l'aboutissement de l'étude empirique pour répondre à la question principale sur laquelle s'articule la problématique, à savoir : Sous quels types de régimes de change la probabilité de déclenchement de crises de change par contagion devient-elle plus importante pour les pays émergents ? Pour ce faire, cette section se construit en trois étapes :

- Présentation des données
- Analyse statistique principale
- Tests de robustesse

### **2.1. LES DONNÉES**

La première section du présent chapitre a servi pour la présentation des sources de définition des trois variables centrales de l'étude : les pays qualifiés "d'émergents", les régimes de change, et les épisodes de crises de change par contagion.

#### **2.1.1. Liste des pays émergents**

Un ensemble de 28 pays est retenu dans cette étude comme étant des pays émergents. L'ensemble est réparti en trois groupes de pays, selon les critères de regroupement régional de l'IFC.

##### **A- Groupe "Asie"**

Les onze pays émergents d'Asie sont : la Chine continentale – la Corée du sud – Hong Kong – l'Inde – l'Indonésie – la Malaisie – le Pakistan – les Philippines – Singapour – le Sri Lanka – la Thaïlande.

##### **B- Groupe "Amérique latine"**

Les sept pays d'Amérique latine sont : l'Argentine – le Brésil – le Chili – la Colombie – le Mexique – le Pérou – le Venezuela.

### C- Groupe "Europe - Moyen Orient - Afrique"

Le troisième groupe est composé de dix pays appartenant à trois continents, et sont : l'Afrique du sud – la Grèce – la Hongrie – Israël – la Jordanie – la Pologne – le Portugal – la République Tchèque – la Russie – la Turquie.

#### 2.1.2. Régimes de change par pays et par année

Les deux tableaux ci-dessus présentent les observations annuelles en termes de régimes de change pour chacun des 28 pays émergents durant la période (1994 – 1998). Le tableau (4.2.) porte classification (BOR) détaillée (13 configurations de régimes de change). Le tableau (4.3.) présente la version agrégée de son prédécesseur : les configurations détaillées sont regroupées sous régimes fixes, intermédiaires et flottants.

**Tableau (4.2.) : Régimes de change par pays (1994 – 1998) :  
Classification (BOR) détaillée\***

Régions	Pays	1994	1995	1996	1997	1998
Asie	Chine	12	4	4	4	4
	Corée. S	11	11	11	13	13
	Hong Kong	3	3	3	3	3
	Inde	4	12	11	11	11
	Indonésie	9	10	10	13	13
	Malaisie	12	11	11	12	4
	Pakistan	11	11	4	4	12
	Philippines	12	4	4	12	13
	Singapour	11	11	11	12	12
	Sri Lanka	9	10	10	10	10
Thaïlande	5	5	5	12	12	
Amérique latine	Argentine	3	3	3	3	3
	Brésil	11	9	9	9	7
	Chili	10	10	10	10	8
	Colombie	8	8	8	8	8
	Mexique	13	13	13	13	13
	Pérou	12	12	12	12	12
	Venezuela	4	4	8	8	8
Europe - Moyen Orient - Afrique	Afrique. S	12	11	12	13	13
	Grèce	7	7	7	7	6
	Hongrie	6	8	8	8	8
	Israël	8	8	8	8	8
	Jordanie	5	4	4	4	4
	Pologne	7	8	8	8	8
	Portugal	6	6	6	6	6
	Russie	12	7	7	7	12
	Tchèque (R)	5	5	6	12	12
	Turquie	7	9	9	9	7

\* Les configurations détaillées sont :

- 1 : Dollarisation officielle.
- 2 : Union monétaire
- 3 : Caisse d'émission
- 4 : Régime conventionnel de parité fixe vis-à-vis d'une monnaie
- 5 : Régime conventionnel de parité fixe vis-à-vis d'un panier de monnaies
- 6 : Bandes horizontales
- 7 : Parités glissantes à démarche rétrospective
- 8 : Parités glissantes à démarche prospective
- 9 : Bandes glissantes à démarche rétrospective
- 10 : Bandes glissantes à démarche prospective
- 11 : Flottement fortement dirigé
- 12 : Autre flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change
- 13 : Flottement indépendant

**Source** : À partir de Bubula et Otker-Robe [2002].

**Tableau (4.3.) : Régimes de change par pays (1994-1998) :  
Classification (BOR) agrégée\***

Régions	Pays	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Asie</b>	Chine	Flot	Int	Int	Int	Int
	Corée. S	Int	Int	Int	Flot	Flot
	Hong Kong	Fix	Fix	Fix	Fix	Fix
	Inde	Int	Flot	Int	Int	Int
	Indonésie	Int	Int	Int	Flot	Flot
	Malaisie	Flot	Int	Int	Flot	Int
	Pakistan	Int	Int	Int	Int	Flot
	Philippines	Flot	Int	Int	Flot	Flot
	Singapour	Int	Int	Int	Flot	Flot
	Sri Lanka	Int	Int	Int	Int	Int
Thaïlande	Int	Int	Int	Flot	Flot	
<b>Amérique latine</b>	Argentine	Fix	Fix	Fix	Fix	Fix
	Brésil	Int	Int	Int	Int	Int
	Chili	Int	Int	Int	Int	Int
	Colombie	Int	Int	Int	Int	Int
	Mexique	Flot	Flot	Flot	Flot	Flot
	Pérou	Flot	Flot	Flot	Flot	Flot
	Venezuela	Int	Int	Int	Int	Int
<b>Europe - Moyen Orient - Afrique</b>	Afrique. S	Flot	Int	Flot	Flot	Flot
	Grèce	Int	Int	Int	Int	Int
	Hongrie	Int	Int	Int	Int	Int
	Israël	Int	Int	Int	Int	Int
	Jordanie	Int	Int	Int	Int	Int
	Pologne	Int	Int	Int	Int	Int
	Portugal	Int	Int	Int	Int	Int
	Russie	Flot	Int	Int	Int	Flot
	Tchèque (R)	Int	Int	Int	Flot	Flot
	Turquie	Int	Int	Int	Int	Int

\* Les configurations agrégées sont :

- Fix : Régimes fixes
- Int : Régimes intermédiaires
- Flot : Régimes flottants

**Source** : À partir de Bubula et Otker-Robe [2002].

### 2.1.3. Épisodes de crises et de non-crisis

La troisième variable "crises de change par contagion" est reprise de l'étude de Van Rijckeghem et Weder [1999]. Les observations constatées sont des cas de "crise" lorsque le pays considéré a effectivement connu une crise de change par contagion durant l'épisode considéré. Symétriquement, les cas de "non-crise" sont ceux qui indiquent que le pays considéré n'a pas connu de crise de change par contagion lors de l'épisode de contagion considéré. Le tableau (4.4.) reprend les observations de "crise" (notées "1") à partir de Van Rijckeghem et Weder [1999], et est complété par nos soins pour ce qui concerne les cas de "non-crise" (notés "0").

**Tableau (4.4.) : Cas de "crise" et de "non-crise" par pays et par épisode de contagion\***

Régions	Pays	Crise mexicaine	Crise thaïlandaise	Crise russe
Asie	Chine	0	0	0
	Corée. S	0	1	1
	Hong Kong	1	1	1
	Inde	0	0	0
	Indonésie	1	1	1
	Malaisie	0	1	0
	Pakistan	0	1	1
	Philippines	1	1	0
	Singapour	0	1	0
	Sri Lanka	0	0	0
	Thaïlande	1	Centre	1
Amérique latine	Argentine	1	1	1
	Brésil	1	1	1
	Chili	0	0	0
	Colombie	0	0	1
	Mexique	Centre	1	1
	Pérou	1	0	0
	Venezuela	1	0	1
	Europe - Moyen Orient - Afrique	Afrique. S	0	1
Grèce		0	0	0
Hongrie		1	1	0
Israël		0	0	0
Jordanie		0	0	0
Pologne		0	1	1
Portugal		0	0	0
Russie		0	0	Centre
Tchèque (R)		0	1	1
Turquie		0	0	1

\* Les observations correspondant aux pays centres de contagion pour chaque épisode (Mexique, Thaïlande et Russie) sont distinguées dans le tableau et notées "Centre".

**Source** : À partir de Van Rijckeghem et Weder [1999].

## 2.2. ANALYSE STATISTIQUE PRINCIPALE

L'analyse statistique principale se déroule en deux temps. On commence par la présentation de la méthodologie suivie pour le traitement des données. En suite, on met en application la démarche définie.

### 2.2.1. Méthodologie

#### A- Les observations composées

Le traitement empirique des données nécessite la transformation (ou l'expression) des trois variables définissant la problématique ("pays émergents", "régimes de change", et "crises de change par contagion") en observations statistiques. Ces dernières sont présentées sous forme composée. Pour chaque pays figurant dans la liste, on note trois observations composées : "Année-Régime", "Année-Crise" et "Crise-Régime".

##### A.1- Observations "Année-Régime"

Ces observations consistent à définir pour chaque pays le régime de change (exprimé dans la forme agrégée) qui est constaté à la fin de l'année considérée (selon la classification "*de facto*" de (BOR)). Ces observations sont tirées du tableau (4.3.), dans lequel figurent les régimes de change des 28 pays émergents entre 1994 et 1998. À titre d'exemple, l'observation "Année-Régime" pour la Chine en 1994 est notée "Flot" et signifie qu'à la fin de cette année, le régime suivi par ce pays est un régime de flottement.

##### A.2- Observations "Année-Crise"

Chaque observation "Année-Crise" est supposée déterminer si durant une année spécifique, le pays considéré a été, oui ou non, affecté par une crise de change par contagion. Ces observations sont tirées du tableau (4.4.) qui regroupe les cas de "crise" et de "non-crise" pour chaque pays pendant les trois épisodes de contagion. Par exemple, l'observation "Année-Crise" pour le Pérou pour l'année 1995 (crise mexicaine) est notée "1", et signifie que ce pays a connu le déclenchement d'une crise de change par contagion durant cette année. À l'opposé, l'observation "Année-Crise" pour le même pays pour l'année 1997 (crise thaïlandaise) est notée "0", et signifie qu'il n'a pas subi d'effets de contagion en termes de crise de change pendant cet épisode (ou année).

Naturellement, les observations "Année-Crise" pour les années hors épisodes de contagion (année 1994 et 1996 qui ne sont pas illustrées sur le tableau (4.4.)) sont des cas de "non-crise", et sont pris en compte dans le nombre total des observations.

### A.3- Observations "Crise-Régime"

Les observations composées "Crise-Régime" sont déduites à partir de la combinaison des deux premiers types. Chaque observation note pour chaque pays le type de régime de change constaté à la fin de l'année ("Année-Régime") précédant l'année d'éclatement de la crise ("Année-Crise"). La prise en compte du régime pour une année  $t-1$ , lorsqu'on s'interroge sur le régime lié à la crise de l'année  $t$ , est justifiée par le fait que les observations "Année-Régime" sont des observations constatées en fin d'année. L'éclatement de la crise accroît la probabilité d'un changement (transition) vers un autre régime pendant l'année de crise (par exemple abandon d'un régime intermédiaire pour un flottement). Ainsi, la prise en compte du régime de l'année  $t$  et le considérer comme régime existant au moment de la crise, constitue un biais entamant la pertinence des résultats empiriques.

En parallèle, ces observations peuvent correspondre à de cas de "non-crise", pour signifier que le pays considéré adoptant le régime spécifié (constaté comme régime de l'année  $t-1$ ) n'a pas connu de crise de change pendant l'épisode de contagion de l'année  $t$ .

Le tableau (4.5.) regroupe les observations "Crise-Régime" (et les observations "Non-crise-Régime") pour la période étudiée (1994-1998). Par exemple, l'observation "Crise-Régime" pour la République Tchèque durant la crise thaïlandaise est notée (en gras souligné) "**Int**", et signifie que ce pays a été affecté par cet épisode en 1997 en suivant un régime intermédiaire (constaté fin 1996). De même, l'observation "Crise-Régime" pour le même pays pendant la crise russe de 1998 est notée "**Flot**" et signifie que le régime affecté par cette crise est un régime de flottement (constaté fin 1997).

**Tableau (4.5) : Observations "Crise-Régime" par pays**

Régions	Pays	1994	1995	1996	1997	1998
Asie	Chine	Flot	Int	Int	Int	Int
	Corée. S	Int	Int	<b>Int</b>	<b>Flot</b>	Flot
	Hong Kong	<b>Fix</b>	Fix	<b>Fix</b>	<b>Fix</b>	Fix
	Inde	Int	Flot	Int	Int	Int
	Indonésie	<b>Int</b>	Int	<b>Int</b>	<b>Flot</b>	Flot
	Malaisie	Flot	Int	<b>Int</b>	Flot	Int
	Pakistan	Int	Int	<b>Int</b>	<b>Int</b>	Flot
	Philippines	<b>Flot</b>	Int	<b>Int</b>	Flot	Flot
	Singapour	Int	Int	<b>Int</b>	Flot	Flot
	Sri Lanka	Int	Int	Int	Int	Int
	Thaïlande	<b>Int</b>	Int	Centre	<b>Flot</b>	Flot
Amérique latine	Argentine	<b>Fix</b>	Fix	<b>Fix</b>	<b>Fix</b>	Fix
	Brésil	<b>Int</b>	Int	<b>Int</b>	<b>Int</b>	Int
	Chili	Int	Int	Int	Int	Int
	Colombie	Int	Int	Int	<b>Int</b>	Int
	Mexique	Centre	Flot	<b>Flot</b>	<b>Flot</b>	Flot
	Pérou	<b>Flot</b>	Flot	Flot	Flot	Flot
	Venezuela	<b>Int</b>	Int	Int	<b>Int</b>	Int
	Europe - Moyen Orient - Afrique	Afrique. S	Flot	Int	<b>Flot</b>	<b>Flot</b>
Grèce		Int	Int	Int	Int	Int
Hongrie		<b>Int</b>	Int	<b>Int</b>	Int	Int
Israël		Int	Int	Int	Int	Int
Jordanie		Int	Int	Int	Int	Int
Pologne		Int	Int	<b>Int</b>	<b>Int</b>	Int
Portugal		Int	Int	Int	Int	Int
Russie		Flot	Int	Int	Centre	Flot
Tchèque (R)		Int	Int	<b>Int</b>	<b>Flot</b>	Flot
Turquie		Int	Int	Int	<b>Int</b>	Int

**Source** : À partir de Bubula et Otker-Robe [2002] et Van Rijckeghem et Weder [1999].

#### A.4- Nombre total d'observations

Ça correspond à la totalité des constatations, notée " $\sum$  Obs", et définie par le nombre d'observations pour tous les pays émergents, moins les trois observations pour les pays "centres" (Mexique, Thaïlande et Russie) pendant l'année correspondante selon le type d'observation. Le nombre total est :  $(140 - 3) = 137$  observations.

#### B- Techniques de traitement

Rappelons que l'objectif de la présente étude empirique est de répondre à la question posée dans le cadre de la problématique, et relative au degré de fragilité des trois types de régimes quant au déclenchement des crises de change par contagion. Pour résoudre cette question, une première technique consiste à calculer la part de chaque type

de régime dans l'ensemble des crises constatées. Ce faisant, le degré de fragilité de chaque type correspond à la part des crises survenues pendant que le dit régime était en vigueur dans l'ensemble des crises pendant la période étudiée. Autrement dit, le pourcentage représentant le degré de fragilité du régime (i) équivaut au nombre d'observations "Crise-Régime  $i$ " sur le nombre total de crises. Le pourcentage (Pct. Rég  $i$  / Cris) est donné par la formule suivante :

$$\text{Pct. Rég } i / \text{Cris} = ( \text{Nb. Obs. "Crise-Régime } i \text{"} / \sum \text{Crises} ) * 100 \quad (1)$$

Toutefois, cette technique comporte un biais de sélection qui peut induire en erreur les résultats empiriques. En fait, à travers le tableau (4.3.) comportant observations "Année-Régime", on constate que le nombre d'observations n'est pas le même pour les trois types de régimes. Ainsi, le régime avec le plus grand nombre d'observations a une grande probabilité de correspondre à un plus grand nombre de crises (même s'il n'est pas en réalité le régime le plus fragile). Symétriquement, le régime avec le nombre d'observations le moins important a une plus faible probabilité de correspondre à un grand nombre de crises (même s'il s'agit du régime le plus fragile).

Le dit biais est constaté à travers le calcul de la part de chaque régime dans le nombre total d'observations "Année-Régime". Ce pourcentage est noté ( Pct. Rég  $i$  / Rég). Il est donné par la formule :

$$\text{Pct. Rég } i / \text{Rég} = ( \text{Nb. Obs. "Année-Régime } i \text{"} / \sum \text{Obs.} ) * 100 \quad (2)$$

De plus, la part de crises dans l'ensemble des observations constitue un élément qui accroît l'influence dudit biais de sélection. Dans la mesure où cette part ne représente pas une forte majorité dans l'ensemble des observations, la probabilité que la fragilité "empirique" des différents types de régimes ne soit pas représentative de leur "vraie" fragilité devient plus importante. La part de crises dans l'ensemble des observations (Pct. Cris.) est donnée par la formule :

$$\text{Pct. Cris.} = ( \text{Nb. Obs. "Année-Crise"} / \sum \text{Obs.} ) * 100 \quad (3)$$

Dans ces conditions (différence des parts de régimes et faiblesse du pourcentage d'occurrence de crises), on passe à l'application d'une seconde technique qui paraît plus représentative de la fragilité des différents types de régimes. Cette seconde technique consiste à calculer la fréquence de crises pour chaque régime de change dans un objectif de comparaison. La fréquence de crises pour un régime spécifique (i) signifie la probabilité d'éclatement de crises sous ce régime sur la période pendant laquelle il était en vigueur. Ainsi, le biais de sélection des régimes et des crises est éliminé.

La fréquence de crises pour chaque régime (Proba. Rég<sub>i</sub> / Cris.) est donnée par la formule:

$$\text{Proba. Rég}_i / \text{Cris.} = \text{Nb. Obs. "Crise-Régime}_i \text{"} / \text{Nb. Obs. "Année-Régime}_i \text{"} \quad (4)$$

### 2.2.2. Applications

#### A- Parts de vulnérabilité des régimes

Comme expliqué plus haut, on commence par l'application de la première technique qui consiste à calculer la part (pourcentage) de chaque régime de change dans le nombre total de crises selon la formule (1).

**Tableau (4.6.) : Parts des régimes de change dans le nombre total des crises**

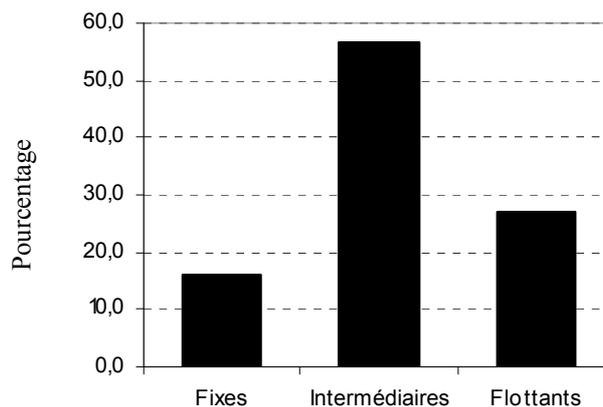
Régimes de change	Nombre de crises par régime	Pourcentage de crises
Fixes	6	16,2
Intermédiaires	21	56,8
Flottants	10	27,0
<b>Total</b>	<b>37</b>	<b>100,0</b>

**Source** : Nos calculs.

Le tableau (4.6.) montre qu'en utilisant la première technique, se sont les régimes de change intermédiaires qui apparaissent, de loin, les plus fragiles avec un total de (21) observations de crise sur un ensemble de (37) crises. En termes de pourcentages, cette part représente (56,8 %), ce qui signifie plus de la moitié des observations "Crise-

Régime". Au second rang, les régimes de flottage représentent un peu plus du quart des crises avec (10) crises (27,0 %). En dernier lieu, les régimes de fixité (ou d'ancrage rigide) sont les moins fragiles avec un total de (6) crises, ce qui représente (16,2 %) du nombre total d'observations "Crise-Régime".

**Figure (4.2.) : Part de crises par régime de change**



**Source :** Tableau (4.6.).

À partir des résultats de la première technique, on peut conclure que la vulnérabilité des pays émergents aux crises de change par contagion devient très importante avec l'adoption des régimes de change intermédiaires. Ainsi, ces derniers sont plus fragiles que les "solutions en coin". Toutefois, il est intéressant aussi de constater que parmi les deux types de régimes extrêmes, la fixité des changes paraît comme étant la plus soutenable.

### **B- Biais de la première technique**

Les résultats constatés manquent de pertinence et de solidité du fait de la présence des biais de sélection qu'on a évoqué plus haut. D'un côté, les régimes de change (exprimés en observations "Année-Régime") ne représentent pas des proportions identiques (ou du moins comparables) dans l'ensemble des observations. De l'autre côté, la part des crises ne représente pas une grande partie des observations pour qu'elle élimine le premier biais.

B.1- Biais de sélection des régimes de change

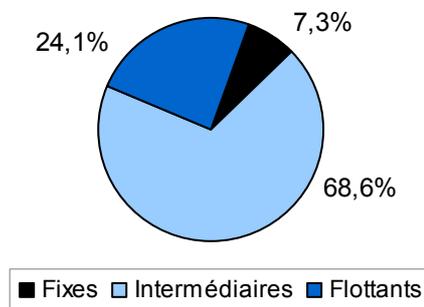
Le biais de sélection des régimes de change est constaté à travers la formule (2). Le tableau (4.7.) reproduit les résultats.

**Tableau (4.7.) : Distribution des régimes de change**

Régimes de change	Nombre de régimes	Pourcentage de régimes
Fixes	10	7,3
Intermédiaires	94	68,6
Flottants	33	24,1
<b>Total</b>	<b>137</b>	<b>100,0</b>

Source : Nos calculs.

**Figure (4.3.) : Distribution des régimes de change**



Source : Tableau (4.7.).

Le tableau (4.7.) et la figure (4.3.) montrent que la distribution des régimes de change dans l'ensemble des observations est fortement déséquilibrée. Les régimes intermédiaires comptent pour (94) observations sur un total de (137), ce qui représente (68,6 %). Les régimes flottants viennent en second lieu avec (33) observations ou (24,1 %). Enfin, les régimes de fixité ne dépassent pas (10) observations du total ou (7,3 %).

Les conclusions sont claires : les régimes intermédiaires, en raison de leur prédominance, ont eu plus de chances pour qu'ils correspondent à des observations de

"crise". Les régimes flottants, et les régimes fixes dans une grande mesure, paraissent moins fragiles à cause du biais de sélection des parts de régimes de change dans l'ensemble des observations.

### B.2- Biais de sélection des crises

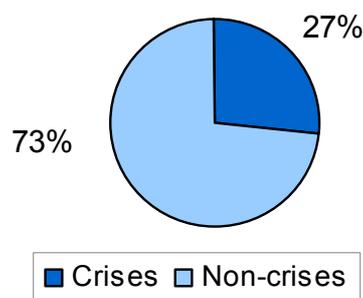
Le second biais, relatif à la part des cas de "crise" dans l'ensemble des observations, joue un rôle complémentaire. Il est illustré par la formule (3). Le tableau (4.8.) reproduit les résultats.

**Tableau (4.8.) : Parts des "crises" dans l'ensemble des observations**

	Nombre	Pourcentage
<b>Crises</b>	37	27,0
<b>Non-crisis</b>	100	73,0
<b>Total</b>	<b>137</b>	<b>100,0</b>

Source : Nos calculs.

**Figure (4.4.) : Parts des "crises" et des "non-crisis"**



Source : Tableau (4.8.).

Les cas de "crise" représentent (37) observations (27,0 %) de la totalité des observations. Ceci implique une grande probabilité qu'une part importante des crises soit constatée comme correspondante aux observations "Année-Régime" relatives au type de régime le plus fréquent, à savoir la classe intermédiaire.

### C- Fréquences de vulnérabilité des régimes

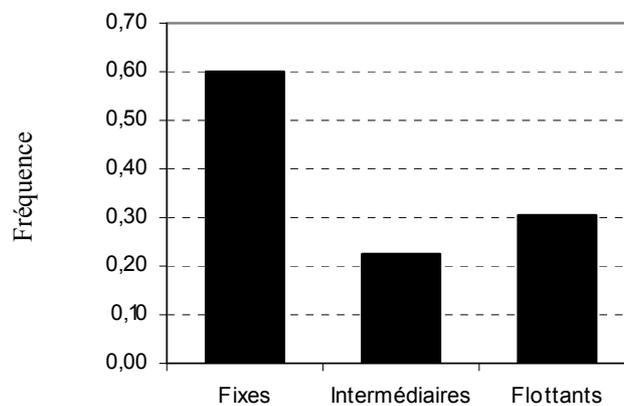
L'application de la seconde technique procure des résultats plus crédibles, tout en éliminant l'effet des biais de sélection des régimes et des crises. La fréquence de vulnérabilité des régimes, exprimée par la formule (4), donne la probabilité de vulnérabilité de chaque type de régime, comme expliqué plus haut. Le tableau (4.9.) et la figure (4.5.) ci-dessous illustrent les résultats.

**Tableau (4.9.) : Fréquence de crises par régime de change**

Régimes de change	Nombre de crises par régime	Nombre de régimes	Fréquence de crises par régime
Fixes	6	10	0,60
Intermédiaires	21	94	0,22
Flottants	10	33	0,30

**Source** : Nos calculs.

**Figure (4.5.) : Fréquence de crises par régime de change**



**Source** : Tableau (4.9.).

Les résultats obtenus sont assez intéressants dans la mesure où ils reflètent toute une autre réalité par rapport à ceux constatés à partir de l'utilisation de la première technique. On déduit que le classement en termes de fragilité entre les différentes classes de régimes est modifié de façon sensible. Les régimes de fixité ont connu (6) crises parmi les (10) observations pour lesquelles ce régime était en vigueur. Ceci signifie que la

fréquence de crises pour ce type est de (0,60), c'est à dire qu'un pays émergent quelconque a une chance (ou mal chance) d'être affecté par une crise de change par contagion avec une probabilité de (60 %) s'il adopte un régime de change fixe.

Dans une moindre mesure, les régimes de flottement arrivent en second lieu avec (10) cas de crise sur les (33) observations où ce type de régime était en vigueur. Ainsi, la fréquence d'occurrence des crises sous régimes de flottement est de (0,30). En d'autres termes, un pays émergent devient confronté au risque d'être affecté par une crise de change éclatée ailleurs avec une probabilité de (30 %) s'il suit l'une des deux configurations de flottement.

En dernier lieu, les régimes intermédiaires paraissent les moins fragiles après l'élimination du biais de sélection des régimes de change. Sur les (94) observations constatées pour ce type de régime, seulement (21) correspondent à des cas de "crise". Ainsi, la fréquence d'occurrence des crises sous un régime intermédiaire est de (0,22). Ceci peut être interprété en se sens qu'un pays émergent possède une chance d'être affecté par une crise de change par contagion s'il adopte une solution intermédiaire avec une probabilité de (22%).

### **2.3. TESTS DE ROBUSTESSE**

Pour tester la solidité des résultats empiriques obtenus à partir de l'analyse statistique principale, on procède à des tests de robustesse dans lesquels on garde la même technique (fréquence de crises par régime), mais avec des changements de la population étudiée. Trois tests sont ainsi établis, et s'articulent autour d'analyses : par région, par épisode de contagion, et des seuls pays affectés.

#### **2.3.1. Analyse par région**

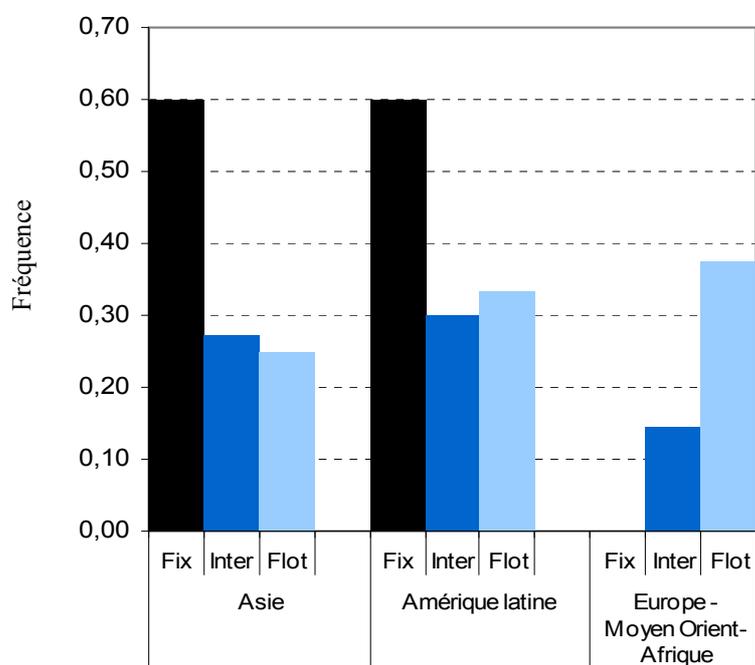
Le tableau (4.10.), ci-dessous, reprend l'ensemble des observations et présente les résultats en termes de fréquence de crises par type de régime selon chacune des trois régions retenues. Le but est de vérifier si les résultats constatés pour l'ensemble des pays, quant au degré de fragilité des différents types de régimes aux crises de change contagieuses, sont valables pour chaque région à part.

**Tableau (4.10.) : Fréquence de crises par régime et par région**

Régions	Régimes de change	Nombre de crises par régime	Nombre de régimes	Fréquence de crises par régime
<b>Asie</b>	Fixes	3	5	0,60
	Intermédiaires	9	33	0,27
	Flottants	4	16	0,25
<b>Amérique latine</b>	Fixes	3	5	0,60
	Intermédiaires	6	20	0,30
	Flottants	3	9	0,33
<b>Europe – Moyen Orient - Afrique</b>	Fixes	0	0	--
	Intermédiaires	6	41	0,15
	Flottants	3	8	0,38

**Source** : Nos calculs.

**Figure (4.6.) : Fréquence de crises par régime et par région**



**Source** : Tableau (4.10.).

Pour la région "Asie" composée de (11) pays, on recense (16) observations de "crise" sur un total de (54). Les régimes fixes se manifestent avec la plus importante fréquence de crises par contagion. Elle est de (0,60), ce qui est synonyme d'une probabilité de (60 %). La catégorie des régimes intermédiaires vient au second rang avec une fréquence de (0,27) ou une probabilité de (27 %). Les régimes flottants sont relativement moins fragiles que la classe intermédiaire avec une fréquence de (0,25) synonyme d'une probabilité de (25 %).

Pour la région "Amérique latine" composée de (7) pays émergents, le nombre d'observations de "crise" est de (12) sur un total de (34). La tendance des résultats de l'analyse principale y est respectée. La fixité des changes est la plus fragile avec une fréquence de (0,60) ou une probabilité de crises de (60 %). Les régimes de change flottants indiquent une fréquence de crises de (0,33), c'est à dire une probabilité de (33 %). La fragilité de la catégorie intermédiaire est relativement moins importante avec une fréquence d'occurrence de crises par contagion de (0,30), significative d'une probabilité de crises de (30 %).

La troisième région, "Europe - Moyen Orient - Afrique", est composée de (10) pays émergents. Un total de (9) observations de "crise" est constaté dans un ensemble de (49) observations. Les régimes fixes ne sont représentés par aucune observation, mais la moindre vulnérabilité des régimes intermédiaires est vérifiée là aussi, avec une fréquence de (0,15), ou une de probabilité de crises de (15 %). Le flottement paraît plus fragile, puisqu'il indique que si un pays l'avait adopté dans cette région, il aurait eu une chance d'être affecté par une crise contagieuse avec une probabilité de (38 %) – synonyme d'une fréquence qui s'élève à (0,38).

### **2.3.2. Analyse par épisode de contagion**

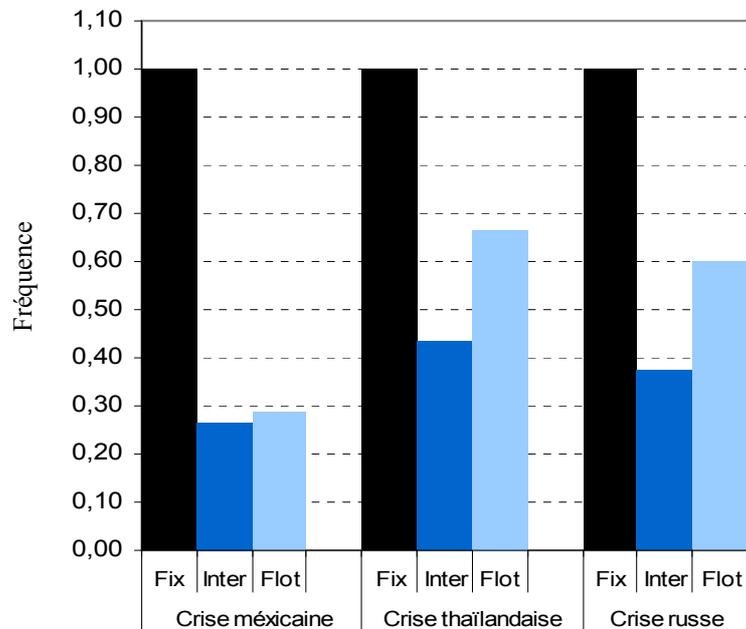
La répartition des observations sur les trois épisodes de contagion en termes de fréquence de crises par régime de change est illustrée à travers le tableau (4.11.) ci-dessous. Ce test confirme parfaitement les résultats de l'analyse principale.

**Tableau (4.11.) : Fréquence de crises par régime et par épisode de contagion**

Régions	Régimes de change	Nombre de crises par régime	Nombre de régimes	Fréquence de crises par régime
<b>Crise mexicaine</b>	Fixes	2	2	1,00
	Intermédiaires	5	19	0,26
	Flottants	2	7	0,29
<b>Crise thaïlandaise</b>	Fixes	2	2	1,00
	Intermédiaires	10	23	0,43
	Flottants	2	3	0,67
<b>Crise russe</b>	Fixes	2	2	1,00
	Intermédiaires	6	16	0,38
	Flottants	6	10	0,60

**Source** : Nos calculs.

**Figure (4.7.) : Fréquence de crises par régime et par épisode de contagion**



**Source** : Tableau (4.11.).

Pour la "crise mexicaine", les régimes de change fixes sont toujours considérés comme étant les plus fragiles, du moment où ils affichent une fréquence de crises de (1,00) ou une probabilité de (100 %). Les deux pays adoptant préalablement des régimes fixes (Argentine et Hong Kong) ont été tous les deux affectés par de fortes pressions sur leurs monnaies (gérées dans le cadre de caisses d'émission) comme manifestation de contagion<sup>1</sup>. Les configurations intermédiaires sont celles qui indiquent la moins importante fréquence lors de cet épisode avec une probabilité de (26 %). Le flottement se place entre les deux dites classes avec un risque de (29 %).

Pendant la "crise thaïlandaise", les régimes fixes (suivis par l'Argentine et Hong Kong) sont toujours les plus fragiles en accroissant la vulnérabilité à la contagion, ce qui fait que la fréquence soit de (1,00) ou une probabilité de (100 %). Le flottement procure un risque de vulnérabilité de (0,67) ou (67 %), et les régimes intermédiaires avec (0,43) ou (43 %).

Le dernier épisode, à savoir la "crise russe", a été marqué par une fragilité indiscutable de la fixité des changes, puisque les même pays affectés lors des crises mexicaine et thaïlandaise (Argentine et Hong Kong) l'ont été aussi pendant cet épisode : fréquence de (1,00) ou probabilité de (100 %). Dans une moindre mesure, le flottement affiche une vulnérabilité à la contagion, tout de même importante, en indiquant une fréquence de (0,60) ou une probabilité de (60 %). Les solutions intermédiaires apparaissent toujours les moins fragiles : un pays émergent adoptant ce type de régime pendant la crise russe avait été confronté au risque d'être "contaminé" par cette crise avec une fréquence de crises de (0,38) ou une probabilité de (38 %).

### **2.3.3. Analyse des seuls pays affectés**

En limitant le champ de l'analyse aux seuls pays affectés par une crise de change par contagion pendant au moins l'un des trois épisodes, la tendance ne change pas complètement. Le nombre d'observations "Année-Régime" baisse de (137) à (93). Le tableau (4.12.) indique la fréquence de crises par contagion pour chaque type de régime, pour cette classe de pays.

---

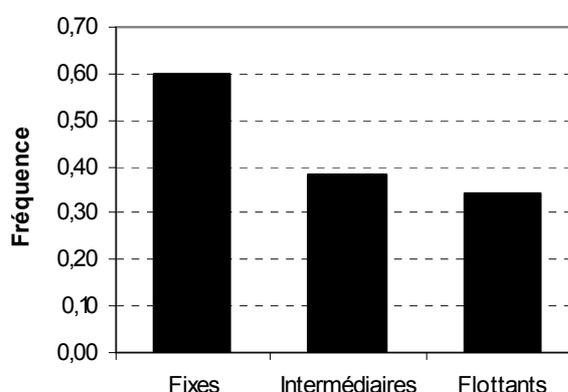
<sup>1</sup> Il est à noter que la transmission de la crise de change vers l'Argentine et Hong Kong ne s'est pas traduite par l'abandon du système de caisse d'émission, mais par de fortes hausses des taux d'intérêt et de considérables pertes de réserves de change.

**Tableau (4.12.) : Fréquence de crises par régime de change pour les seuls pays affectés**

Régimes de change	Nombre de crises par régime	Nombre de régimes	Fréquence de crises par régime
Fixes	6	10	0,60
Intermédiaires	21	55	0,38
Flottants	10	29	0,34

**Source** : Nos calculs.

**Figure (4.8.) : Fréquence de crises pour les seuls pays affectés**



**Source** : Tableau (4.12.).

À travers le tableau et la figure ci-dessus, on constate que la fréquence de crises sous régimes fixes est nettement la plus importante. Près de deux tiers des observations où ce type de régime était en vigueur, sont des cas de "crise". La probabilité d'éclatement d'une crise par contagion pendant la période où la fixité est appliquée est de (60 %).

Les régimes intermédiaires et de flottement sont caractérisés par des degrés de fragilité presque pareils avec des probabilités de (38 %) et (34 %), respectivement. Ainsi, ce test montre, différemment des autres, que la classe intermédiaire n'est pas la moins fragile vis-à-vis des crises par contagion. Ce résultat peut être expliqué par le fait que la plupart des observations "Année-Régime" non reproduites dans le tableau ci-dessus, c'est à dire celles relatives aux pays non affectés par aucun épisode de contagion, sont des observations qui indiquent des régimes intermédiaires. Ceci signifie qu'une grande part d'observations de "non-crise" sous ce type de régime, n'a pas été prise en compte lors du calcul de la fréquence de crises pour les trois types de régimes de change.

## CONCLUSION

L'analyse statistique principale a été entamée par l'utilisation d'une première technique qui consiste à calculer la part des observations "Crise-Régime" dans l'ensemble des crises pour chaque type de régime de change. Selon cette première technique, les résultats vont dans le sens des propos des adeptes du "bipolarisme" qui soulignent la fragilité des solutions intermédiaires, dans un contexte de déclenchement domestique. De plus, la supériorité constatée pour les régimes fixes peut être considérée en faveur des auteurs qui affichent une nette préférence pour cette catégorie en termes de soutenabilité, tels que Calvo [2001] et Calvo et Reinhart [2002].

Ceci dit, on a pu constater aussi que cette technique comporte des biais de sélection de régimes et de crises. Une fragilité importante pourrait être attribuée à un régime juste pour le fait qu'il représente une part importante dans l'ensemble des observations "Année-Régime". En parallèle, une moindre fragilité pourrait correspondre à un régime spécifique du fait qu'il ne représente pas une part importante dans l'ensemble des observations. D'autre part, la proportion des crises dans l'ensemble des observations constitue un élément qui accroît l'influence du biais de sélection. Dans la mesure où cette part ne représente pas une forte majorité dans l'ensemble des observations, la probabilité que la fragilité "empirique" des différents types de régimes ne soit pas représentative de leur "vraie" fragilité devient plus importante.

La deuxième technique utilisée dans l'analyse principale vise la neutralisation des biais de sélection de régimes et de crises, et consiste à calculer la fréquence de crises par régime. À ce titre, les résultats constatés montrent que les "solutions en coin" sont celles qui présentent une plus grande fragilité quant au risque d'être affecté par des crises de change contagieuses, qui ont marqué la seconde moitié des années 1990. Parmi les deux groupes de régimes extrêmes, ceux de fixité (ou ancrages rigides) affichent les plus significatives probabilités, rendant ainsi les pays émergents qui les ont adoptés plus vulnérables à la contagion lors des épisodes étudiés. Les régimes de flottement se sont avérés fragiles aussi, mais dans une moindre mesure comparativement à la fixité.

Symétriquement, la technique de fréquence de crises par régime offre un autre résultat aussi intéressant. Les solutions intermédiaires figurent comme étant les moins fragiles dans l'ensemble des régimes. Certes, la probabilité d'être affecté par une crise contagieuse en adoptant ce type de régime n'est pas trop faible (pratiquement un risque d'un cinquième). Toutefois, la comparaison avec les "solutions en coin", et spécialement avec les ancrages rigides, montre que la classe intermédiaire est sensiblement marquée par plus de solidité vis-à-vis de la contagion des crises de change.

La solidité des résultats empiriques obtenus à partir de l'analyse principale, fait l'objet de différents tests de robustesse dans lesquels on garde la même technique, mais avec des changements de la population étudiée. Trois tests sont élaborés et s'articulent autour d'analyses : par région, par épisode de contagion, et des seuls pays affectés. Ces tests confirment considérablement nos résultats en matière de la tendance de fragilité des différents types de régimes de change.

Les conclusions tirées de l'analyse principale et des tests de robustesse, à travers l'utilisation de la méthode de fréquence de crises, vont dans le sens des propos des défenseurs des solutions intermédiaires, notamment Williamson [1999,2000a, ...]. Ceux-ci notent que ces régimes ne sont pas forcément les plus vulnérables au déclenchement domestique des crises financières et de change. Par contre, selon ce courant "anti-bipolarisme", les régimes intermédiaires, s'ils sont bien gérés, procurent les meilleurs résultats en termes de performances, notamment celles relatives à la diminution de la surévaluation réelle, et font baisser la vulnérabilité aux crises par conséquent. De ce fait, nos résultats constituent une extension argumentée de ces propos en matière de vulnérabilité des économies émergentes aux crises de change internationales sous différents types de régimes de change.



**CONCLUSION  
GÉNÉRALE**



Notre travail traite de la vulnérabilité des différents types de régimes de change au déclenchement de crises de change par attaques spéculatives, non pas sous l'influence de facteurs domestiques, mais comme effet de contagion. Aussi, on s'est intéressé au cas particulier des pays dits "émergents" pour les spécificités qu'ils présentent et qui se montrent en concordance avec l'objet d'intérêt de notre problématique. La question principale, matérialisant cette dernière a été formulée de la façon suivante : Quel(s) type(s) de régimes de change rendrait (rendraient) une économie émergente plus vulnérable à la contagion lors d'une crise de change à dimension internationale ?

Notre étude se divise en trois chapitres théoriques, et un quatrième sous forme d'investigation empirique. Les développements théoriques sont agencés dans une logique débouchant sur une tentative de réponse à la question centrale posée. Les deux premiers chapitres sont élaborés en ce sens qu'ils constituent une introduction à l'économie des régimes et des crises de change domestiques et contagieuses. Le troisième chapitre concrétise l'aboutissement de notre réflexion sur un plan théorique, avec présentation argumentée des trois hypothèses secondaires, ainsi que des éléments de réponse (théorique) à la question "centrale" de l'étude.

Pour apporter des éléments de réponse (théorique) à la question centrale, notre réflexion a été menée sur la base des enseignements de la théorie conventionnelle des crises de change par attaques spéculatives, ainsi que de ceux relatifs au débat autour du "bipolarisme". L'extension des trois générations de modèles de crises, dans le cadre du premier groupe de théories, montre que les régimes fixes et intermédiaires (ou ancrages rigides et souples) accroissent aussi la vulnérabilité aux crises de change par contagion qu'aux crises domestiques. Notons, toutefois, que chacune des trois générations de modèles s'adapte plus à un type distinct de contagion (fondamentale – pure).

En effet, il s'agit de contagion fondamentale via le canal du commerce extérieur pour la première génération. La seconde est mieux expliquée par un modèle de contagion pure à la Masson, où la multiplicité d'équilibres est au centre de la dynamique de propagation internationale des crises de change. Quant aux modèles de troisième génération, ceux-ci font ressortir une logique de contagion fondamentale via le canal financier et bancaire, du fait de l'implication des crises bancaires dans le processus de transmission.

Le recours au second groupe de travaux recentrés autour du débat sur le "bipolarisme" (adeptes – détracteurs) débouche sur des résultats aussi disparates qu'en contexte de crises domestiques. La vision bipolaire souligne la vulnérabilité des régimes intermédiaires.

On utilise deux arguments dans cette voie. Premièrement, celui d'efficacité anti-inflationniste montre la fragilité de la classe intermédiaire pour la contagion basée sur les fondamentaux (sans pour autant préciser le canal de transmission). Deuxièmement, un autre argument s'articule autour de la transparence comme facteur de crédibilité. Là aussi, les régimes intermédiaires font défaut, mais face à une contagion pure cette fois-ci.

Parallèlement, selon une logique de critique de l'approche bipolaire, les régimes de flottement aussi, peuvent afficher de la fragilité dans un contexte contagion de crises de change. S'inspirant des arguments des détracteurs des "solutions en coin", tels que Williamson, "l'effet-réveil" et la panique financière généralisée qui en résulte, affectent *in fine* un pays "périphérique" à changes flottants, qui voit par conséquent sa monnaie faire l'objet d'attaques et subir une dépréciation brutale.

Ces analyses théoriques affichent une divergence de conclusions en termes de vulnérabilité des différents régimes de change à la contagion (à l'image d'une divergence pareille dans le contexte de vulnérabilité aux crises de change domestiques). Ceci nous pousse à chercher des éléments de réponse à la question posée en procédant à une investigation empirique.

Le traitement empirique de la question centrale à travers le test de vulnérabilité d'un ensemble d'économies émergentes, pendant des épisodes définis de crises de change contagieuses, fait l'objet du quatrième chapitre. L'étude empirique, constituant ce dernier,

montre que les conclusions tirées de l'analyse principale et des tests de robustesse, à travers l'utilisation de la technique de fréquence de crises, vont dans le sens des propos des défenseurs des solutions intermédiaires, notamment Williamson [1998,2000a, ...], dans le cadre d'analyse de la vulnérabilité aux crises domestiques. On estime à ce titre, que nos conclusions représentent une continuité pour ces propos.

Les propos des défenseurs des solutions intermédiaires soulignent que cette classe de régimes n'est pas forcément la plus vulnérable au déclenchement domestique des crises financières et de change. Par contre, selon ce courant "anti-bipolarisme", les régimes intermédiaires, s'ils sont bien gérés, procurent les meilleurs résultats en termes de performances, notamment celles relatives à la diminution de la surévaluation réelle, et font baisser la vulnérabilité aux crises par conséquent (Williamson [2000a]). De ce fait, nos résultats constituent une extension argumentée de ces propos en matière de vulnérabilité des économies émergentes aux crises de change internationales sous différents types de régimes de change.

Les travaux d'autres défenseurs des solutions intermédiaires offrent un cadre théorique qui contribue à expliquer la moindre fragilité de cette classe de régimes aux crises contagieuses. À titre d'exemple, Frankel [2003] note que rien n'empêche les autorités d'un pays donné à choisir une solution assurant une "mi-stabilité" du taux de change et une "mi-indépendance" de la politique monétaire. Dans un régime "moyennement" flexible (régime intermédiaire), les autorités monétaires peuvent faire face à "une partie" de la fluctuation à travers leurs interventions, et laisser "l'autre partie" se refléter sur la valeur du change. Bénassy-Quéré et Coeuré [2002] avancent que les régimes intermédiaires restent fiables sous réserve que les chocs externes (commerciaux et financiers) ne soient pas trop importants, et que le canal des taux d'intérêt ne soit pas trop puissant (pour éviter l'effet récessif en cas d'intervention à travers les taux d'intérêt pour contrer les pressions spéculatives). Pour Allegret [2007], une bande de fluctuation large conjuguée à un "ciblage d'inflation" procurent un système efficace pour le contrôle du taux de change et de l'inflation à court terme.

Ceci dit, il faut prendre les résultats de notre étude empirique avec précaution. Nos tests empiriques ont montré une moindre fragilité des régimes intermédiaires, sans pour autant signifier que ceux-ci sont parfaitement solides. C'est dire que leur adoption n'élimine pas tout risque de contagion par une crise de change éclatée ailleurs. L'analyse

statistique principale indique une probabilité de (22 %) pour qu'un pays émergent adoptant un régime intermédiaire soit victime de crise de change par contagion. Cette remarque amoindrit l'optimisme qu'on pourrait avoir lorsqu'on effectue une comparaison en termes de probabilités entre régimes intermédiaires et régimes extrêmes.

On peut se référer à cet égard aussi, aux travaux de certains auteurs qui sont allés à déduire, à l'image de Frankel [1999], qu'il n'y a pas de régime optimal pour tous les pays (selon leurs niveaux de développement différents) ni à toutes les époques. En effet, se sont les caractéristiques (économiques, structurelles et politiques) de chaque pays qui désignent quel régime pourrait être considéré comme étant optimal pour lui. Ainsi, les trois catégories de régimes de change continueront à exister et à montrer de la fragilité / viabilité. Bénassy-Quéré et Coeuré [2000] vont dans le même sens et ajoutent qu'en plus des caractéristiques de chaque pays, les préférences des autorités y jouent un rôle aussi important. Tout en confirmant l'inexistence d'un régime optimal, Cartapanis et Dropsy [2002] ajoutent aux critères "traditionnels" de la théorie des zones monétaires optimales de nouveaux critères "macro-financiers" : degré de libéralisation financière et vulnérabilité aux chocs financiers extérieurs.

D'autres auteurs concluent que la question de choix de régimes de change n'est pas celle que les économies émergentes doivent résoudre en premier. Le plus important est le développement de bonnes institutions (fiscales, financières et monétaires) considérées comme étant le vrai gage de la stabilité (Calvo et Mishkin [2003]). Les réformes engagées, notamment dans le secteur financier, contribuent, du moins partiellement, dans l'amélioration des performances macroéconomiques réalisées dans ces économies (Ait Habouche [2006]). Naturellement, cet impact renforce la crédibilité des politiques économiques de ces pays, et par conséquent leurs politiques de change. De plus, un régime de change ne saurait remplacer des politiques monétaires et budgétaires efficaces. Le régime de change doit être considéré comme un élément constitutif d'un système (ou régime) monétaire cohérent, lui même faisant partie intégrante d'un cadre macroéconomique sain (Bailliu et Murray [2003]).

En définitive, il nous paraît utile d'exposer quelques idées problématiques nous semblant pertinentes dans la voie d'identification d'éventuelles pistes de recherche, que pourrait inspirer le présent travail, en matière de régimes de change et de vulnérabilité des économies émergentes aux crises financières et / ou de change, que ça soit dans un

contexte domestique ou par contagion internationale. En premier lieu, les faits montrent qu'actuellement le système monétaire et financier international ne semble pas réellement avoir une tendance précise. La question de fragilité / viabilité des régimes de change, en termes d'avantages – coûts d'une manière générale, ou particulièrement par rapport au déclenchement des crises de change domestiques ou par contagion, reste problématique jusqu'à un certain niveau. Une analyse plus large prendrait en considération l'autre composante du régime monétaire, à savoir la politique monétaire. Tout au long de nombreux développements dans ce travail, on a souligné, implicitement ou explicitement, l'évidence de liens de cause à effet de part et d'autre, entre régimes de change et politique monétaire. De plus, une troisième variable devrait être systématiquement intégrée pour définir une base sur laquelle on pourrait traiter plus pertinemment la question de vulnérabilité des économies émergentes. Il s'agit du facteur relatif à la dynamique des mouvements internationaux de capitaux.

En second lieu et sur un autre plan, on pourrait impliquer dans ce cadre d'analyse l'évolution du degré de développement des économies étudiées. En fait, notre travail s'est focalisé sur la vulnérabilité des seules économies émergentes aux crises de change (par attaques spéculatives). Dans ce sens, nous admettons qu'une crise de change par attaques spéculatives ne peut survenir, par définition, dans une économie en développement où marchés financiers et marché des changes sont très limités en termes d'ouverture, de taille et de profondeur, voire quasi-inexistants (d'un point de vue institutionnel). Remarquons à cet effet que lors de la définition (tant sémantique que professionnelle) des marchés émergents, nous avons mis en avant le degré d'ouverture financière, entre autres. Ainsi, la transition d'une économie en développement au stade de marché émergent est corollaire d'une nette avancée dans le processus de libéralisation financière, ainsi qu'en matière de convertibilité de la monnaie.

Dans cet état de causes, au moins deux questions s'énoncent. La première se propose en amont du processus de libéralisation financière dans la voie de "l'émergence" pour les économies en développement. Elle traite des conditions préalables, modalités, conséquences et modes de régulation relatifs au processus de libéralisation financière. De nombreux travaux, évoqués à travers plusieurs des points développés dans le cadre de notre étude, se sont intéressés à ces différents aspects (McKinnon et Pill [1999], Miotti et Plihon [2001], Bekaert et alii [2003], Glick et alii [2006], Kose et alii [2006], etc.).

La seconde question se place en aval du processus. Celle-ci nous intéresse dans la mesure où il est pertinent de s'interroger sur la vulnérabilité d'une économie (anciennement) en développement, passée au rang de marché émergent, au déclenchement d'une crise de change par attaques spéculatives, sous l'influence de facteurs domestiques ou par le fait de contagion. Cette interrogation pourrait s'inscrire dans la logique des propos de Reinhart et Rogoff [2008] lorsqu'ils font remarquer, dans une étude originale portant sur huit siècles de crises financières, que le passage entre différents stades de développement, notamment de celui d'économie émergente à celui d'économie avancée, conduit quasi systématiquement à des crises financières.

Cette question pourrait être formulée aussi d'une manière quelque peu symétrique par rapport à celle que pose Krugman [2001] lorsqu'il s'interroge sur "la prochaine (ou quatrième) génération" de crises financières et de change. En effet, notre question traite de la vulnérabilité d'un marché nouvellement libéralisé à "la première crise de change par attaques spéculatives". Autrement dit, à quoi ressemblerait "la première crise" ou celle de "l'émergence" des économies (actuellement) en développement telles que l'Algérie, après avoir réalisé un certain niveau d'ouverture et de développement financiers ? Les résultats de notre travail paraissent, dans cet ordre d'idées, utiles dans la mesure où ils représentent un élément, parmi d'autres, pouvant être exploité dans le sens de la prévention des crises financières et de change domestiques ou par contagion.

À travers ces développements, on a essayé de tracer les grands traits d'autres pistes de recherche pouvant faire l'objet d'études spécifiques.

## BIBLIOGRAPHIE

Abdelbaky M., [2008], « Exchange rate misalignment across de-facto exchange rate regimes in MENA », présenté aux 28<sup>th</sup> Annual Meetings of the Middle East Economic Association (MEEA), Nouvelle Orléans, 3-6 janvier.

Agénor P-R., Bhandari J. et Flood R., [1991], « Speculative attacks and models of balance-of-payments crises », NBER Working Papers, n° 3919, National Bureau of Economic Research, novembre.

Aglietta M., [1995], « Macroéconomie financière », La Découverte, Paris.

Aglietta M., [1997], « Macro-économie internationale », Montchrestien, Paris.

Aglietta M., [1998], « La maîtrise du risque systémique international », Economie internationale, n° 76, 4<sup>ème</sup> trim, pp. 41-67.

Aglietta M., [2000], « Flux de capitaux et crises de liquidité : Défi pour une politique prudentielle internationale », Revue d'économie du développement, n° 1-2 / 2000.

Aglietta M., [2001], « Macroéconomie financière 2 : Crises financières et régulation monétaire », La Découverte, Paris.

Aglietta M., [2003], « Le risque systémique dans la finance libéralisée », Revue d'économie financière, Association d'Economie Financière, n° 70 (1-2003), pp. 1-18.

Aglietta M. et Moutot P., [1993], « Le risque de système et sa prévention », Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 41, pp. 21-53.

Ahluwalia P., [2000], « Discriminating contagion: An alternative explanation of contagious currency crises in emerging markets », IMF Working Papers, n° 00/14, Fonds Monétaire International, février.

Ait Habouche A., [2006], « Institutions financières et croissance : Une observation du processus des réformes entreprises dans un panel de pays émergents », présenté au Colloque "Institutions et croissance économique", CREAD et Université d'Oran, Oran, 12-13 mars.

Aizenman J. et Glick R., [2005], « Pegged exchange rate regimes – A trap? », NBER Working Papers, n° 11652, National Bureau of Economic Research, septembre.

Allegret J-P., [2007], « Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions », Panoeconomicus, vol. 54, n° 4, pp. 397-427.

Aloui C. et Bouanani N., [2003], « Interdépendance et co-mouvements des marchés de capitaux des pays arabes de la région du Moyen Orient et d'Afrique du nord: Un essai d'investigation empirique », ERF Working Papers, n° 200316, Economic Research Forum.

Armenter R. et Bodenstein M., [2002], « Does the time inconsistency problem make fixed exchange rates more desirable ? », présenté à la Conférence internationale "Towards Regional Currency Areas", Santiago, Chili, 26-27 mars.

- Artus P., [1993], « Théories de la croissance et des fluctuations », PUF, Paris.
- Arvisenet (d') P., [1998], « La crise asiatique : Un an après », Revue Banque, n° 594, juillet-août.
- Aubin C. et Norel P., [2000], « Economie internationale : Faits, théories et politiques », Editions du Seuil, Paris.
- Ayadi M., Boudhina R., Khallouli W. et Sandretto R., [2006], « La contagion de la crise asiatique : Dynamiques de court terme et de long terme », Economie internationale, n° 105, 1<sup>er</sup> trim, pp. 113-134.
- Aziz J., Caramazza F. et Salgado R., [2000], « Currency crises: In search of common elements », IMF Working Papers, n° 00/67, Fonds Monétaire International, mars.
- Bailliu J. et King M., [2005], « Quels sont les déterminants des taux de change ? », Revue de la Banque du Canada, automne 2005.
- Bailliu J., Lafrance R. et Perrault J-F., [2003], « Does exchange rate policy matter for growth ? », International Finance, vol. 6, n°3, hiver, pp. 381-414.
- Bailliu J. et Murray J., [2003], « Les régimes de change dans les économies émergentes », Revue de la Banque du Canada, hiver 2002-2003.
- Barmoullé G. et Augey D., [1998], « Economie monétaire », Editions Dalloz, Paris.
- Barre R. et Fontanel J., [1993], « Principes de politique économique », OPU, Alger.
- Bekaert G., Harvey C. et Lundblad C., [2003], « Equity market liberalization in emerging markets », Federal Reserve Bank of St. Louis Review, n° juillet-août 2003, pp. 53-74.
- Belke A. et Setzer R., [2004], « Contagion, herding and exchange rate instability – A survey », Hohenheimer Department of Economics Discussion Papers, n° 234/2004, Universität Hohenheim, Stuttgart.
- Ben Marzouka. T. et Safra M., [1994], « Monnaie et finance internationales: Approche macro-économique », L'Harmattan, Paris.
- Bénassy-Quéré A. et Coeuré B., [2000], « Big and small currencies: The regional connexion », CEPII Working Papers, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, n° 2000-10, juin.
- Bénassy-Quéré A. et Coeuré B., [2002], « The survival of intermediate exchange rate regimes », CEPII Working Papers, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, n° 2002-07, juillet.
- Benbouziane M. et Benamar A., [2007], « The impact of exchange rate regime on the real sector in MENA countries », présenté aux 27<sup>th</sup> Annual Meetings of the Middle East Economic Association (MEEA), Chicago, 4-7 janvier.
- Berg A. et Pattillo C., [1999], « Are currency crises predictable ? A test », IMF Staff Papers, vol. 46, n° 2, Fonds Monétaire International, juin.

Bergsten F., Davanne O. et Jacquet P., [1999], « Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes », in Rapport du Conseil d'Analyse Economique "Architecture financière internationale", La Documentation française, août, pp. 9-54.

Bernier B., [1997], « Système monétaire international et système monétaire européen », in Y. Simon (éd), "Encyclopédie des marchés financiers", Economica, Paris.

Biacabe J-L., [2000], « Crises financières et réformes du système monétaire international », in C. de Boissieu (éd), "Les mutations de l'économie mondiale", Economica, Paris.

Bordo M., [2007], « Growing up to financial stability », NBER Working Papers, n° 12993, National Bureau of Economic Research, mars.

Bordo M., Eichengreen B. et Kim O., [1998], « Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today ? », NBER Working Papers, n° 6738, National Bureau of Economic Research, septembre.

Bordo M., Mizrach B. et Schwartz A., [1995], « Real versus pseudo-international systemic risk: Some lessons from history », NBER Working Papers, n°5371, National Bureau of Economic Research, décembre.

Bordo M. et Murshid A., [2000], « Are financial crises becoming increasingly more contagious ? What is the historical evidence on contagion? », NBER Working Papers, n° 7900, National Bureau of Economic Research, septembre.

Bordo M. et Schwartz A., [1996], « Why clashes between internal and external stability goals end in currency crises, 1797- 1994 », NBER Working Papers, n° 5710, National Bureau of Economic Research, août.

Bourguinat H. et Dohni L., [2000], « La dollarisation : Panacée ou solution de coin pour les pays en développement ? », préparé pour le Colloque du GDR-CNRS Economie et finance internationales "Ouverture économique et développement", Tunis, 23-24, juin.

Boyer R., Dehove M. et Plihon., [2004], « Les crises financières : Analyses et propositions », Rapport du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation française, novembre.

Brana S. et Lahet D., [2005], « La propagation des crises financières dans les pays émergents: La contagion est elle discriminante ? », Economie internationale, n° 103, 3<sup>ème</sup> trim, pp. 73-96.

Breton P-H. et Schor A-D., [1993], « La dévaluation », Collection *Que sais-je ?*, Editions Bouchene, Alger.

Bubula A. et Otker-Robe I., [2002], « The evolution of exchange rate regimes since the 1990s: Evidence from de facto policies », IMF Working Papers, n° 02/155, Fonds Monétaire International, septembre.

Bubula A. et Otker-Robe I., [2003], « Are pegged and intermediate exchange rate regimes more crises prone ? », IMF Working Papers, n° 03/223, Fonds Monétaire International, novembre.

Bunda I., [2000], « Les crises financières internationales: Un modèle de synthèse. Application à la crise asiatique », préparé pour les 19<sup>e</sup> journées internationales d'économie monétaire et bancaire "Histoire des crises financières", Lyon, 6-7 juin.

Burkart O. et Coudert V., [2000], « Les crises de change dans les pays émergents », Bulletin de la Banque de France, n° 74, Banque de France, février.

Burkart O. et Coudert V., [2002], « Leading indicators of currency crises for emerging countries », Emerging Markets Review, vol. 3, n° 2, juin, pp. 107-133.

Burnside C., Eichenbaum M. et Rebelo S., [2000], « On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks », NBER Working Papers, n° 7554, National Bureau of Economic Research, février.

Cailleteau P. et Vidon E., [1999], « La dynamique des crises financière internationales : Quelques enseignements », Bulletin de la Banque de France, n° 64, Banque de France, avril.

Calvo G., [1996], « Varieties of capital-market crises », mimeo, University of Maryland.

Calvo G., [1997], « Monetary and exchange rate policy for Mexico: Key issues and a proposal », mimeo, University of Maryland, juin.

Calvo G., [1998], « Capital flows and capital-market crises : The simple economics of sudden stops », Journal of Applied Economics, vol. 1, n° 1, novembre, pp. 35-54.

Calvo G., [1999], « Contagion in emerging markets: When Wall Street is a carrier », mimeo, University of Maryland, mai.

Calvo G., [2001], « Capital markets and the exchange rate with special reference to the dollarization debate in Latin America », Journal of Money, Credit and Banking, vol. 33, n° 2, mai, pp. 312–334.

Calvo G., [2003], « Explaining sudden stop, growth collapse and BOP crises: The case of distorsionary output taxes », IMF Staff Papers, vol. 50, Numéro spécial, Fonds Monétaire International, septembre.

Calvo G. et Mendoza E., [2000], « Rational contagion and the globalization of securities markets », Journal of International Economics, vol. 51, n° 1, juin, pp. 79-113.

Calvo G. et Mishkin F., [2003], « The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries », Journal of Economic Perspectives, vol. 17, n° 4, automne 2003, pp. 99-118.

Calvo G. et Reinhart C., [1999], « Face aux reflux de capitaux : L'arme du taux de change ou la dollarisation », Finances et développement, vol. 36, n° 3, Fonds Monétaire International, septembre, pp. 13-15.

Calvo G. et Reinhart C., [2001], « Fixing for your Life », in S. Collins et D. Rodrik (éds), Brookings Trade Forum 2000 "Policy challenges in the next millennium", Brookings Institution Press, Washington DC.

Calvo G. et Reinhart C., [2002], « Fear of floating », The Quarterly Journal of Economics, vol. 117, n° 2, mai, pp. 379-408.

Calvo G. et Végh C., [1999], « Inflation stabilization and BOP crises in developing countries », NBER Working Papers, n° 6925, National Bureau of Economic Research, février.

Calvo S. et Reinhart C., [1996], « Capital flows to Latin America: Is there evidence of contagion effects ? », Policy Research Working Papers, n° 1619, Banque Mondiale, juin.

Caramazza F., Ricci L. et Salgado R., [2000], « Trade and financial contagion in currency crises », IMF Working Papers, n° 00/55, Fonds Monétaire International, mars.

Cartapanis A., [1994], « Le rôle déstabilisant des mouvements de capitaux sur le marché des changes : Une question de contexte », Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 43, pp. 97-139.

Cartapanis A., [2003], « Vers une prévention macroprudentielle des crises financières internationales », Revue d'économie financière, n° 70 (1-2003), pp. 89-100.

Cartapanis A., [2004a], « Les marchés financiers internationaux », La Découverte, Paris.

Cartapanis A., [2004b], « Le déclenchement des crises de change : Qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », Economie internationale, n° 97, 1<sup>er</sup> trim, pp. 5-48.

Cartapanis A. et Dropsy V., [2002], « Financial vulnerability and exchange rate regimes in Latin America and Asian emerging countries: Towards new criteria ? », présenté à la Conférence internationale "Towards Regional Currency Areas", Santiago, Chili, 26-27 mars.

Cartapanis A., Dropsy V. et Mametz S., [1998], « Crises de change et indicateurs de vulnérabilité », Economie internationale, n° 76, 4<sup>ème</sup> trim, pp. 69-95.

Caves R., Frankel J. et Jones R., [2003], « Commerce et paiements internationaux », De Boeck, Bruxelles.

Chang R. et Vélasco A., [1998], « Financial fragility and the exchange rate regime », NBER Working Papers, n° 6469, National Bureau of Economic Research, janvier.

Chang R. et Vélasco A., [1999], « Liquidity crises in emerging markets : Theory and policy », NBER Working Papers, n° 7272, National Bureau of Economic Research, juillet.

Chesnais F., (sous la coordination de -), [1996], « La mondialisation financière : Genèse, coût et enjeux », Syros, Paris.

Clark P. et MacDonald R., [1998], « Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEER and FEER », IMF Working Papers, n° 98/67, Fonds Monétaire International, mai.

Cole H. et Kehoe T., [1996], « A self-fulfilling model of Mexico's 1994-95 debt crisis », Journal of International Economics, vol. 41, n° 3-4, novembre, pp. 309-330.

Colletaz G., Desthieux N. et Saucier P., [1999], « Interdépendance régionale du commerce sans coopération monétaire : Analyse des effets de contagion dans la crise asiatique », in A. Bouët et J. Le Cacheux (éds.), "Globalisation et politiques économiques : Les marges de manœuvre", Publication du Colloque GDR CNRS-EFIQ, Economica, Paris.

Contamin R., [2002], « Du Mexique à l'Argentine : Un bilan des crises financières des pays émergents », Flash Eco, n° 2002-9, Crédit Agricole, mai.

Corsetti G., Pesenti P. et Roubini N., [1998], « What caused the Asian currency and financial crisis ?. Part I: A macroeconomic overview », NBER Working Papers, n° 6833, National Bureau of Economic Research, décembre.

Coudert V., [2004], « Les taux de change fixes sont ils injustement suspectés ? », Complément (C) du Rapport du Conseil d'Analyse Economique "Les crises financières : Analyses et propositions", La Documentation française, novembre, pp. 293-307.

Coville T., [2000], « Les leçons des crises financières des économies émergentes », in C. de Boissieu (éd), "Les mutations de l'économie mondiale", Economica, Paris.

Davanne O., [1998], « Instabilité du système financier international », Rapport du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation française, novembre.

Davanne O., [2001], « Stabilité des changes et mobilité des capitaux : Un cocktail explosif », in J. Gravereau et J. Trauman (éds.), "Crises financières", Economica, Paris.

Dehove M., [2003], « Crises financières : Deux ou trois choses que nous savons d'elles. Que nous apprend l'approche statistique des crises financières ? », Document de travail du Conseil d'Analyse Economique, avril.

Dehove M., [2004], « La détection avancée des crises financières », Complément (E) du Rapport du Conseil d'Analyse Economique "Les crises financières : Analyses et propositions", La Documentation française, novembre, pp. 341-374.

Desroches B., [2004], « The transmission of world shocks to emerging market countries: An empirical analysis », Bank of Canada Working Papers, n° 2004/44, Banque du Canada, novembre.

Dévoluy M., [1998], « Théories macroéconomiques : Fondements et controverses », Armand Colin, 2° éd, Paris.

Diamond D. et Dybvig P., [1983], « Bank runs, deposit insurance and liquidity », Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 91, n° 3, juin, pp. 401-419.

Dornbusch R., [1976], « Expectations and exchange rate dynamics », Journal of Political Economy, vol. 84, n° 6, décembre, pp. 1161-1176.

Dornbusch R., [2001], « Fewer monies, better monies », American Economic Review, vol. 91, n° 2, mai, pp. 238-242.

Dornbusch R., Park Y-C. et Claessens S., [2000], « Contagion : Understanding how it spreads », The World Bank Research Observer, vol. 15, n° 2, pp. 177-197, août.

Drazen A., [1999], « Political contagion in currency crises », NBER Working Papers, n° 7211, National Bureau of Economic Research, juillet.

Dropsy V., [2002], « Reformulation des théories du change : De l'équilibre fondamental du long terme à la dynamique de court terme », mimeo, Université de la Méditerranée.

Edison H. et Warnock F., [2003], « A simple measure of the intensity of capital controls », Journal of Empirical Finance, vol. 10, n° 1-2, février, pp. 81-103.

Edwards S., [1999], « On crises prevention: Lessons from Mexico and East Asia », NBER Working Papers, n° 7233, National Bureau of Economic Research, juillet.

Edwards S., [2000], « Interest rates, contagion and capital controls », NBER Working Papers, n° 7801, National Bureau of Economic Research, juillet.

Edwards S., [2001], « Exchange rate regimes, capital flows and crises prevention », NBER Working Papers, n° 8529, National Bureau of Economic Research, octobre.

Edwards S., [2002], « The great exchange rate debate after Argentina », The North American Journal of Economics and Finance, vol. 13, n° 3, décembre, pp. 237-252.

Edwards S. et Levy-Yeyati E., [2005], « Flexible exchange rates as shock absorbers », European Economic Review, vol. 49, n° 8, novembre, pp. 2079-2105.

Edwards S. et Savastano M., [1999], « Exchange rates in emerging economies : What do we know ? What do we need to know ? », NBER Working Papers, n° 7228, National Bureau of Economic Research, juillet.

Edwards S. et Susmel R., [2000], « Interest rates volatility and contagion in emerging markets : Evidence from the 1990s », NBER Working Papers, n° 7813, National Bureau of Economic Research, juillet.

Eichengreen B., [1998], « Exchange rate stability and financial stability », Open Economies Review, vol. 9, supplément 1, janvier, pp. 569-607.

Eichengreen B., [1999], « Toward a new international financial architecture », Peterson Institute for International Economics, Washington DC.

Eichengreen B., [2001], « What problems can dollarization solve ? », Journal of Policy Modeling, vol. 23, n° 3, avril, pp. 267-277.

Eichengreen B. et Hausmann R., [1999], « Exchange rate and financial fragility », NBER Working Papers, n° 7418, National Bureau of Economic Research, novembre.

Eichengreen B., Hausmann R. et Panizza V., [2003], « Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters ? », NBER Working Papers, n° 10036, National Bureau of Economic Research, octobre.

Eichengreen B. et Portes R., [1987], « The anatomy of financial crises », NBER Working Papers, n°2126, National Bureau of Economic Research, janvier.

Eichengreen B., Rose A. et Wyplosz C., [1994], « Speculative attacks on pegged exchange rates : An empirical explication with special reference to the European Monetary System », NBER Working Papers, n° 4898, National Bureau of Economic Research, octobre.

Eichengreen B., Rose A. et Wyplosz C., [1995], « Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks », Economic policy, vol. 10, n° 21, octobre, pp. 249-312.

Eichengreen B., Rose A. et Wyplosz C., [1996], « Contagious currency crises », NBER Working Papers, n° 5681, National Bureau of Economic Research, juillet.

Faugère J-P. et Voisin C., [2000], « Le système financier et monétaire international : Crises et mutations », Nathan, 5<sup>ème</sup> éd, Paris.

Ffrench-Davis R. et Larrain G., [2002], « How optimal are the extremes ? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis », UNU/WIDER Discussion Papers, n° 2002/18, United Nations University / World Institute for Development Economics Research, Helsinki, janvier.

Fiess N., [2003], « Capital flows, country risk and contagion », Policy Research Working Papers, n° 2943, Banque Mondiale, janvier

Fischer S., [2001], « Exchange rate regimes : Is the bipolar view correct ? », présenté aux Meetings of the American Economic Association (AEA), Nouvelle Orléans, 6 janvier.

Fisher I., [1933], « The debt-deflation theory of Great Depressions », Econometrica, vol. 1, n° 4, octobre, pp. 337-357.

Flood R. et Garber P., [1984], « Collapsing exchange rate regimes: Some linear examples », Journal of International Economics, vol. 17, n° 1-2, août, pp. 1-13.

FMI, [1998a], « Rapport annuel du Conseil d'administration pour l'exercice clos le 30 avril 1998 », Rapport Annuel du FMI, Fonds Monétaire International.

FMI, [1998b], International Capital Markets, World Economic and Financial Surveys, Fonds Monétaire International, septembre.

FMI, [1999], « International financial contagion », World Economic Outlook, World Economic and Financial Surveys, Fonds Monétaire International, mai.

Fontaine T., [2005], « Currency crises in developed and emerging market economies: A comparative empirical treatment », IMF Working Papers, n° 05/13, Fonds Monétaire International, janvier.

Forbes K. et Rigobon R., [2001], « Contagion in Latin America: Definitions, measurement and policy implications », Economia, vol. 1, n° 2, printemps, 2001, pp. 1-46.

Forbes K. et Rigobon R., [2002], « No contagion, only interdependence : Measuring stock market co-movements », Journal of Finance, vol. 57, n° 5, octobre, pp. 2223-2261.

Fouquin M., [1998], « La compétitivité des nations », Rapport du CEPPII, Economica, Paris.

Frankel J., [1999], « No single currency regime is right for all countries or at all times », NBER Working Papers, n° 7338, National Bureau of Economic Research, septembre.

Frankel J., [2003], « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies », NBER Working Papers, n° 10032, National Bureau of Economic Research, octobre.

Frankel J. et Rose A., [1996a], « Currency crashes in emerging markets : Empirical indicators », NBER Working Papers, n° 5437, National Bureau of Economic Research, janvier.

Frankel J. et Rose A., [1996b], « The endogeneity of the optimum currency area criteria », NBER Working Papers, n° 5700, National Bureau of Economic Research, août.

Frankel J. et Roubini N., [2001], « The role of industrial country policies in emerging market crises », NBER Working Papers, n° 8634, National Bureau of Economic Research, décembre.

Frankel J. et Wei S-J., [2004], « Managing macroeconomic crises », NBER Working Papers, n° 10907, National Bureau of Economic Research, novembre.

Ghosh A., Gulde A-M. et Wolf H., [2003], « Exchange rate regimes: Classification and consequences », MIT Press, Cambridge MA.

Ghosh A., Gulde A-M., Ostry J. et Wolf H., [1997], « Does the nominal exchange rate regime matter ? », NBER Working Papers, n° 5874, National Bureau of Economic Research, Janvier.

Gilles P., [2004], « Histoire des crises et des cycles économiques : Des crises industrielles du 19<sup>e</sup> siècle aux crises financières du 20<sup>e</sup> siècle », Armand Colin, Paris.

Giovanni (di) J. et Shambaugh J., [2007], « The impact of foreign interest rates on the economy : The role of the exchange rate regime », NBER Working Papers, n° 13467, National Bureau of Economic Research, octobre.

Girardin E., [1994], « Synthèse des travaux », XIII<sup>e</sup> Colloque Banque de France–Université "Mouvements des capitaux et marches des changes", Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 43, pp. 333-350.

Giraud P-N., [2002], « Faut-il condamner la spéculation ? », Alternatives économiques, CERNA, Centre d'économie industrielle, Ecole nationale Supérieure des mines de Paris, juin.

Glick R., Guo Y. et Hutchison M., [2006], « Currency crises, capital account liberalization and selection bias », The Review of Economics and Statistics, vol. 88, n° 4, novembre, pp. 698-714.

Glick R. et Hutchison M., [1999], « Banking and currency crises : How common are twins? », Pacific Basin Working Paper Series, n° PB99-07, Federal Reserve Bank of San Francisco, décembre.

Glick R. et Rose A., [1999], « Contagion and trade: Why are currency crises regional ? », Journal of International Money and Finance, vol. 18, n° 4, août, pp. 603-617.

Goderis B. et Ioannidou V., [2008], « Do high interest rates defend currencies during speculative attacks? New evidence », Journal of International Economics, vol. 74, n° 1, janvier, pp. 158–169.

Gonçalves C. E. et Salles J., [2008], « Inflation targeting in emerging economies: What do the data say ? », Journal of Development Economics, vol. 85, n° 1-2, février, pp. 312–318.

Gonzalez-Hermosillo B., [1996], « Banking sector fragility and systemic sources of fragility », IMF Working Papers, n° 96/12, Fonds Monétaire International, février.

Grimbert D., Mordacq P. et Tchameni E., [1995], « Les marchés émergents », Economica, Paris.

Guerrien B., [2000], « Dictionnaire d'analyse économique », La Découverte, 2<sup>e</sup> éd, Paris.

Guillochon B., [1998], « Economie internationale », Dunod, 2<sup>e</sup> éd, Paris.

Hernandez L. et Montiel P., [2001], « Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the hollow middle ? », IMF Working Papers, n° 01/170, Fonds Monétaire International, novembre.

Hernandez L. et Valdés R., [2001], « What drives contagion: Trade, neighborhood, or financial links? », International Review of Financial Analysis, vol. 10, n° 3, automne, pp. 203-218.

Hnatkovska V., Lahiri A. et Végh C., [2008], « Interest rates and the exchange rate: A non-monotonic tale », NBER Working Papers, n° 13925, National Bureau of Economic Research, avril.

IFC, [1998], « The IFC indexes », International Finance Corporation, août.

Ito T., Isard P. et Symansky S., [1997], « Economic growth and real exchange rate: An overview of the Balassa-Samuelson hypothesis in Asia », NBER Working Papers, n° 5979, National Bureau of Economic Research, mars.

Jeanne O., [1997], « Modèles de crises de change : Un essai de synthèse en relation avec la crise du franc de 1992-1993 », in Y. Simon (éd), "Encyclopédie des marchés financiers", Economica, Paris.

Jeanne O., [2003], « Comprendre les crises financières internationales », Revue d'économie financière, n° 70 (1-2003), pp. 23-31.

JP Morgan, [1999], « Introducing the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global) », Emerging Markets Research, Methodology brief, J.P. Morgan Securities Inc., août.

Kaminsky G., [2003], « Varieties of currency crises », NBER Working Papers, n° 10193, National Bureau of Economic Research, décembre.

Kaminsky G., Lizondo S. et Reinhart C., [1998], « Leading indicators of currency crises », IMF Staff Papers, vol. 45, n° 1, Fonds Monétaire International, mars.

Kaminsky G. et Reinhart C., [1999], « The twin crises : The causes of banking and balance-of-payments problems », American Economic Review, vol. 89, n° 3, juin, pp. 473-500.

Kaminsky G. et Reinhart C., [2000], « On crises, contagion and confusion », Journal of International Economics, vol. 51, n° 1, juin, pp. 145-168.

Kaminsky G. et Reinhart C., [2003], « The center and the periphery: The globalization of financial turmoil », NBER Working Papers, n° 9479, National Bureau of Economic Research, janvier.

Kaminsky G., Reinhart C., et Végh C., [2003], «The unholy trinity of financial contagion », Journal of Economic Perspectives, vol. 17, n° 4, automne 2003, pp. 51-74.

Kenniche M., [2001], « Monnaie surévaluée, système de prix et dévaluation en Algérie », Les Cahiers du CREAD, n° 57, 3<sup>ème</sup> trim. 2001, pp. 9-41.

Kodres L. et Pritsker M., [2002], « A rational expectations model on financial contagion », The Journal of Finance, vol. 57, n° 2, avril, pp. 769-799.

Kortas M., L'Her J-F. et Roberge M., [2004], « Les marchés émergents », Avantages, novembre.

Kose A., Prasad E., Rogoff K. et Wei S-J., [2006], « Financial globalization: A reappraisal », NBER Working Papers, n° 12484, National Bureau of Economic Research, août.

Kruger M., Osakwe P. et Page J., [1998], « Fundamentals, contagion and currency crises: An empirical analysis », Bank of Canada Working Papers, n° 98-10, Banque du Canada, juillet.

Krugman P., [1979], « A Model of Balance-of-Payments Crises », Journal of Money, Credit and Banking, vol. 11, n° 3, août, pp. 311-325.

Krugman P., [1991], « Target zones and exchange rate dynamics », The Quarterly Journal of Economics, vol. 106, n° 3, août, pp. 669-682.

Krugman P., [2001], « Crises : The next generation ? », présenté à "Razin Conference", Tel-Aviv University, 25-26 mars.

Krugman P. et Obstfeld M., [1992], « Economie internationale », De Boeck, Bruxelles.

Lafay G., [1984], « Pour des taux de change de référence », Economie prospective internationale, 1<sup>er</sup> trim, pp. 37-62.

Lagoarde-Segot T. et Lucey B., [2006], « Financial contagion in emerging markets: Evidence from the Middle East and North Africa », IIIS Discussion Papers, n° 114, Institute for International Integration Studies, Trinity College Dublin, January.

Lahrèche-Révil A., [1999], « Les régimes de changes », in "L'économie mondiale 2000", Publication du CEPII, La Découverte, Paris, pp. 93-103.

Latinier A., [2004], « Indicateurs de crises de change : Enseignements théoriques », Flash Eco, n° 2004-17, Crédit Agricole, août.

Latinier A., [2005], « Indicateurs de crises de change : Revue des indicateurs avancés », Flash Eco, n° 2005-06, Crédit Agricole, février.

Levy-Yeyati E. et Sturzenegger F., [2005], « Classifying exchange rate regimes: Deeds versus words », European Economic Review, vol. 49, n° 6, août, pp. 1603-1635.

Lindert P. et Pugel T., [1997], « Economie internationale », Economica, 10<sup>e</sup> éd, Paris.

Lutfalla M., [2001], « Les crises financières : Des accidents fréquents », in J. Gravereau et J. Trauman (éds.), "Crises financières", Economica, Paris.

Majnoni d'Intignano B., [2003], « L'instabilité monétaire », Collection *Que sais-je ?*, PUF, Paris.

Marais E., [2004], « Chocs communs, interdépendances et contagion lors de la crise asiatique », préparé pour les Journées GDR Economie monétaire et financière "Les crises financières internationales", 6-7 mai, Université d'Orléans.

Marais E. et Bates S., [2004], « La contagion financière : Une étude empirique sur les causalités lors de la crise asiatique », préparé pour les Journées GDR Economie monétaire et financière "Les crises financières internationales", Université d'Orléans, 6-7 mai.

Masson P., [1998], « Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jump between multiple equilibria », IMF Working Papers, n° 98/142, Fonds Monétaire International, septembre.

Masson P., [1999], « Multiple equilibria, contagion and the emerging market crises », IMF Working Papers, n° 99/164, Fonds Monétaire International, novembre.

Masson P., [2000], « Exchange rate regimes transitions », Journal of Development Economics, vol. 64, n° 2, avril, pp. 571-586.

Mathis J., [1997], « Dynamique des taux de change », in Y. Simon (éd), "Encyclopédie des marchés financiers", Economica, Paris.

McKinnon R., [1982], « Currency substitution and instability in world dollar market », American Economic Review, vol. 72, n° 3, juin, pp. 320-333.

McKinnon R., [2004], « Optimum currency areas and key currencies: Mundell I versus Mundell II », Journal of Common Market Studies, vol. 42, n° 4, novembre, pp. 689-715.

McKinnon R. et Pill H., [1999], « Exchange rate regimes for emerging markets: Moral hazard and international overborrowing », Oxford Review of Economic Policy, vol. 15, n° 3, automne, pp. 19-38.

Mendoza E., [2001], « Credit, prices and crashes: Business cycles with sudden stop », NBER Working Papers, n° 8338, National Bureau of Economic Research, juin.

Mendoza E., [2002], « Why should emerging economies give up national currencies. A case for “Institutions substitution” », NBER Working Papers, n° 8950, National Bureau of Economic Research, mai.

Meyer P., [1992], « Surendettement et crise financière », Revue d'économie financière, n°22 (3-1992), pp. 185-197.

Miles M., [1978], « Currency substitution, flexible exchange rate and monetary independence », American Economic Review, vol. 68, n°3, juin, pp. 428-436.

Milesi-Ferriti G. et Razin A., [1998], « Current account reversals and currency crises : Empirical regularities », IMF Working Papers, n° 98/89, Fonds Monétaire International, juin.

Miller V., [1996], « Speculative currency attacks with endogenously induced commercial bank crises », Journal of International Money and Finance, vol. 15, n° 3, juin, pp. 385- 403.

Miller V., [1999], « The timing and size of bank-financed speculative attacks », Journal of International Money and Finance, vol. 18, n° 3, juin, pp. 459- 470.

Minsky H., [1992], « The financial instability hypothesis », The Jerome Levy Economics Institute Working Papers, n° 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, mai.

Miotti L. et Plihon D., [2001], « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », Economie internationale, n° 85, 1<sup>er</sup> trim, pp. 3-36.

Mishkin F., [1990], « Asymmetric information and financial crises: A historical perspective », NBER Working Papers, n° 3400, National Bureau of Economic Research, juillet.

Mishkin F., [1992], « Anatomy of a financial crisis », Journal of Evolutionary Economics, vol. 2, n° 2, août, pp. 115-130.

Mishkin F., [1996], « Understanding financial crises: A developing country perspective », NBER Working Papers, n° 5600, National Bureau of Economic Research, mai.

Mishkin F., [1999], « Lessons from the Asian crisis », Journal of International Money and Finance, vol. 18, n° 4, août, pp. 709-723.

Mishkin F., [2001], « Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries », NBER Working Papers, n° 8087, National Bureau of Economic Research, janvier.

Mishkin F. et Savastano M., [2001], « Monetary policy strategies for Latin America », Journal of Development Economics, vol. 66, n° 2, décembre, pp. 415-444.

Mody A., [2004], « What is an emerging market ? », IMF Working Papers, n° 04/177, Fonds Monétaire International, septembre.

Moreno R., [2000], « Pegging and macroeconomic performance in East Asia », Pacific Basin Working Paper Series, n° PB00-03, Federal Reserve Bank of San Francisco, décembre.

Moreno R. et Trehan B., [2000], « Common shocks and currency crises », Working Papers in Applied Economic Theory, n° 2000-05, Federal Reserve Bank of San Francisco, avril.

Morris S. et Shin H. S., [1998], « Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks », American Economic Review, vol. 88, n° 3, juin, pp. 587-597.

Mourgues (de) M., [2000], « Macroéconomie monétaire », Economica, Paris.

MSCI, [2006], « MSCI index calculation », MSCI Methodology Book, Morgan Stanley Capital International Inc, 13 février.

Mundell R., [1961], « A theory of optimum currency areas », American Economic Review, vol. 51, n°4, septembre, pp. 657-665.

Mussa M., Masson P., Swoboda A., Jadresic E., Mauro P. et Berg A., [2000], « Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy », IMF Occasional Papers, n°193, Fonds Monétaire International

Obstfeld M., [1986], « Rational and self-fulfilling balance of payments crises », American Economic Review, vol. 76, n° 1, mars, pp. 72-81.

Obstfeld M., [1994], « The logic of currency crises », Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 43, pp. 189-213.

Obstfeld M., [1996], « Models of currency crises with self-fulfilling features », European Economic Review, vol. 40, n° 3-5, avril, pp. 1037-1047.

Obstfeld M. et Rogoff K., [1995], « The mirage of fixed exchange rates », Journal of Economic Perspectives, vol. 9, n° 4, automne 1995, pp. 73-96.

Obstfeld M., Shambaugh J. et Taylor A., [2005], « The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies and capital mobility », The Review of Economics and Statistics, vol. 87, n°3, décembre, pp. 423-438.

Orléan A., [1996], « Contagion spéculative et globalisation financière : Quelques enseignements tirés de la crise mexicaine », in A. Cartapanis (éd.), "Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale", Economica, Paris.

Orléan A., [2001], « Psychologie des marchés : Comprendre les foules spéculatives », in J. Gravereau et J. Trauman (éds.), "Crises financières", Economica, Paris.

Osakwe P. et Schembri L., [1998], « Les crises de change et les régimes de change fixes depuis le début des années 1990 », Revue de la Banque du Canada, automne 1998.

Peyrard-Moulard M., [1996], « Les paiements internationaux : Monnaie – Finance », Ellipses, Paris.

Piarulli C., [2004], « Une mesure économétrique des phénomènes de contagion : Une étude appliquée aux crises de change des pays émergents », préparé pour les Journées GDR Economie monétaire et financière "Les crises financières internationales", Université d'Orléans, 6-7 mai.

Plihon D., [1994], « Les mécomptes de la globalisation financière », Alternatives économiques, n° 20-1994, (hors série).

Plihon D., [1996], « La montée en puissance de la finance spéculative », in A. Cartapanis (éd.), "Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale", Economica, Paris.

Plihon D., [2000], « Les enjeux de la globalisation financière », in S. Cordellieu (éd.), "La mondialisation. Au-delà des mythes", La Découverte, Paris.

Plihon D., [2001], « Les taux de change », La Découverte, 3<sup>e</sup> éd, Paris.

Plihon D. (sous la direction de –), [2004], « Les désordres de la finance : Crises boursières, corruption, mondialisation », Le tour du sujet, Universalis, Encyclopædia Universalis, Paris.

Ponsot J-F., [2006], « Quelles leçons tirer de la dollarisation de l'Equateur pour les pays du Maghreb tentés par l'euroïsation ? », préparé pour le Colloque "Institutions et croissance économique", CREAD et Université d'Oran, Oran, 12-13 mars.

Pradhan M. et Pill H., [1997], « La libéralisation financière en Asie : Quelles leçons pour l'Afrique ? », Revue d'économie financière, n° 44 (6-1997), pp. 191-140.

Raybaut A. et Torre D., [2004], « Unions monétaires, caisses d'émission et dollarisation : Les fondements analytiques des systèmes de change ultra-fixes », Revue d'économie financière, n° 75 (2-2004), pp. 37-54 .

Redslob A., [2000], « Introduction à la théorie macroéconomique », Dunod, Paris.

Reinhart C. et Rogoff K., [2004], « The modern history of exchange rate arrangements : A reinterpretation », The Quarterly Journal of Economics, vol. 119, n° 1, février, pp. 1-48.

Reinhart C. et Rogoff K., [2008], « This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises », NBER Working Papers, n° 13882, National Bureau of Economic Research, mars.

Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R. et Oomes N., [2004], « Evolution and performance of exchange rate regimes », IMF Occasional Papers, n° 229, Fonds Monétaire International, mai.

Sbracia M. et Zaghini A., [2003], « The Role of the banking system in the international transmission of shocks », The World Economy, vol. 26, n° 5, mai, pp. 727-754.

Scandella L., [2001], « Crises financières et cycles économiques : Peut-on concilier les écoles ? », in J. Gravereau et J. Trauman (éds.), "Crises financières", Economica, Paris.

Schinasi G., [2004], « Defining financial stability », IMF Working Papers, n° 04/187, Fonds Monétaire International, octobre.

Schwartz A., [1998], « International financial crises: Myths and realities », Cato Journal, vol.17, n° 3, hiver 1998.

Servigny (de) A. et Zelenko I., [1999], « Economie financière », Dunod, Paris.

Sgard J., [2002], « L'économie de la panique : Faire face aux crises financières », La Découverte, Paris.

Simon Y., [1997], « Marché des changes », in Y. Simon (éd), "Encyclopédie des marchés financiers", Economica, Paris.

Summers L., [1998], « Building an international financial architecture for the 21<sup>st</sup> century », discours préparé pour "Cato Institute's 16<sup>th</sup> Annual Monetary Conference", 22 octobre, Washington DC.

Summers L., [2000], « International financial crises : Causes, prevention and cures », American Economic Review, vol. 90, n° 2, mai, pp. 1-16.

Tavlas G., [1993], « Nouvelles réflexions sur la théorie des zones monétaires optimales », Finances et développement, vol. 30, n° 2, Fonds Monétaire International, juin, pp. 32-35.

Taylor A., [2004], « La finance mondiale hier et aujourd'hui », Finances et développement, vol. 41, n°1, Fonds Monétaire International, mars, pp. 28-31.

Tchemeni E., [1997], « Marchés émergents », in Y. Simon (éd), "Encyclopédie des marchés financiers", Economica, Paris.

Valdés R., [1997], « Emerging markets contagion: Evidence and theory », Central Bank of Chile Working Papers, n° 7, Banque Centrale du Chili, mars.

Van Rijckeghem C. et Weder B., [1999], « Sources of contagion: Finance or trade ? », IMF Working Papers, n° 99/146, Fonds Monétaire International, octobre.

Vélasco A., [1987], « Financial and balance of payments crises: A simple model of the southern cone experience », Journal of Development Economics, n° 27, octobre, pp. 263-283.

Vernengo M. et Rochon L-P., [2000], « Exchange rate regimes and capital controls », Challenge, vol. 43, n° 6, novembre, pp. 76-92.

Wälti S., [2003], « Testing for contagion in international financial markets: Which way to go? », HEI Working Papers, n° 04/2003, Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales, Genève.

Williamson J., [1996], « The case for a common basket peg for East-Asian currencies », présenté à la Conférence "Exchange rate policies in emerging Asian countries: Domestic and international aspects", Association for the Monetary Union of Europe and the Korea Institute of Finance, Séoul, 15-16 novembre.

Williamson J., [1998], « Crawling bands or monitoring bands: How to manage exchange rates in a world of capital mobility », International Finance, vol. 1, n° 1, octobre, pp. 59-79.

Williamson J., [1999], « Are intermediate regimes vanishing ? », présenté à la "International conference on exchange rate regimes in emerging market economies", Tokyo, 17-18 décembre.

Williamson J., [2000a], « Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option », *Policy Analyses in International Economics*, n° 60, Peterson Institute for International Economics, Washington DC.

Williamson J., [2000b], « Designing a middle way between fixed and flexible exchange rates », présenté à la Conférence “Monetary and exchange rate policies: Options for Egypt”, Egyptian Center for Economic Studies, Le Caire, Egypte, 19-20 novembre

Williamson J., [2001], «The case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia », in D. Gruen et J. Simon (éds), “Future directions for monetary policies in East Asia”, Reserve Bank of Australia, Sydney.

Yvars B., [1997], « Economie européenne », Editions Dalloz, Paris.

## TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION GÉNÉRALE .....	10
-----------------------------	----

### CHAPITRE I : INTRODUCTION À L'ÉCONOMIE DES RÉGIMES DE CHANGE

<b>Introduction .....</b>	<b>20</b>
<b><u>Section 1</u> : Notions et théories du taux de change .....</b>	<b>21</b>
<b>1.1. Notions élémentaires relatives au taux de change.....</b>	<b>21</b>
1.1.1. Définitions .....	21
A- Le change .....	21
B- La devise .....	21
C- Le taux de change .....	22
D- Le cours de change.....	22
E- La parité .....	22
1.1.2. Différents concepts liés au taux de change .....	22
A- Le taux de change nominal .....	22
A.1- Le taux de change nominal bilatéral .....	22
A.2- Le taux de change effectif nominal .....	23
B- Le taux de change réel .....	23
B.1- Le taux de change réel bilatéral .....	23
B.2- Le taux de change effectif réel .....	23
C- Le taux de change au comptant et le taux de change à terme .....	23
C.1- Le taux de change au comptant .....	23
C.2- Le taux de change à terme.....	24
<b>1.2. Survol des théories du taux de change .....</b>	<b>24</b>
1.2.1. Modèles de long terme du taux de change.....	24
A- La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA).....	24
A.1- La PPA absolue.....	24
A.2- La PPA relative.....	25

A.3- L'effet Balassa-Samuelson.....	26
B- L'approche monétaire du taux de change.....	28
C- L'approche par le niveau relatif de développement.....	29
D- Les théories du taux de change réel d'équilibre.....	29
D.1- Le taux de change d'équilibre fondamental.....	29
D.2- Le taux de change réel naturel.....	30
D.3- L'approche comportementale du taux de change d'équilibre.....	31
1.2.2. Dynamique de court terme du taux de change.....	32
A- La théorie de la parité des taux d'intérêts (PTI).....	32
A.1- La PTI couverte (PTIC).....	32
A.2- La PTI non couverte (PTINC).....	33
B- La théorie du choix de portefeuille.....	33
C- La théorie de surréaction (surajustement).....	36
D- Les théories fondées sur le rôle des anticipations et des comportements sur le marché des changes.....	37
D.1- Bulles spéculatives et anticipations rationnelles.....	37
D.2- Comportements et anticipations mimétiques.....	38
E- Le modèle de "marche au hasard" et la dynamique chartiste.....	38
<b>Section 2 : Cadre institutionnel du taux de change : Régimes et politique de change.....</b>	<b>39</b>
<b>2.1. Les régimes de change.....</b>	<b>39</b>
2.1.1. Le contexte d'implication du régime de change.....	39
A- Définition du régime de change.....	39
B- L'importance du choix d'un régime de change.....	39
2.1.2. Typologie "bipolaire" des régimes de change .....	40
A- Le régime de change fixe .....	40
A.1- Définition.....	40
A.2- Principe de fonctionnement.....	40
B- Le régime de change flexible (ou flottant) .....	41
B.1- Définition.....	41
B.2- Principe de fonctionnement.....	41
C- Régimes de change polaires et termes nominal et réel du taux de change .....	41
2.1.3. Typologie des régimes de change en pratique .....	42
A- Les régimes de change fixes.....	42

A.1- L'union monétaire.....	42
A.2- La caisse d'émission.....	43
A.3- La dollarisation.....	43
B- Les régimes de change intermédiaires.....	44
B.1- La parité fixe mais ajustable.....	45
B.2- Les parités glissantes.....	45
B.3- La fixation autour d'un panier.....	45
B.4- Les zones-cibles (ou bandes de fluctuation).....	46
C- Les régimes de change flottants.....	48
C.1- Le flottement administré.....	48
C.2- Le flottement libre ou indépendant.....	48
<b>2.2. La politique de change .....</b>	<b>48</b>
2.2.1. La convertibilité .....	49
A- Convertibilité administrée .....	49
B- Convertibilité limitée (partielle) .....	49
B.1- Convertibilité limitée aux opérations courantes.....	49
B.2- Convertibilité externe.....	50
C- Convertibilité interne (intégrale).....	50
2.2.2. La détermination de la parité et sa modification .....	50
A- L'objet de fixation du taux de change.....	50
B- Le choix du cours officiel.....	51
C- La modification de la parité.....	51
C.1- Le moment de la modification.....	52
C.2- La dévaluation.....	52
C.3- La réévaluation.....	54
2.2.3. Les interventions de la banque centrale.....	54
A- L'intervention directe sur le marché des changes .....	54
A.1- Principe.....	54
A.2- Les interventions stérilisées.....	55
B- Les interventions par décisions de politique monétaire.....	56
C- Les interventions par effet de "signal".....	56
<b>Section 3 : Évolution des régimes de change à travers l'histoire des SMI depuis le</b>	
<b>XIX<sup>ème</sup> siècle.....</b>	<b>57</b>
<b>3.1. Fonctions et caractéristiques d'un SMI.....</b>	<b>57</b>

3.1.1. Utilisation d'une monnaie internationale.....	57
A- Etalon de référence.....	57
B- Instrument d'échange.....	58
C- Réserve de valeur.....	58
3.1.2. Degré de flexibilité des régimes de change.....	58
3.1.3. Processus d'ajustement des paiements externes et relation avec l'équilibre interne.....	59
<b>3.2. Périodes de SMI à changes fixes. ....</b>	<b>59</b>
3.2.1. Le système de l'étalon-or ("Gold standard").....	59
A- Le rôle de l'or comme monnaie internationale.....	59
B- Régime de change fixe et mécanisme de réinstauration des parités.....	60
C- Le mécanisme autorégulateur des déséquilibres.....	60
3.2.2. La période de l'entre-deux-guerres.....	61
3.2.3. Le système de Bretton-Woods.....	62
A- Les moyens de paiement.....	62
B- Les parités fixes mais ajustables.....	62
C- L'ajustement des déséquilibres et la coopération internationale.....	63
<b>3.3. Le nouveau SMI.....</b>	<b>63</b>
3.3.1. La fin du système de Bretton-Woods.....	63
3.3.2. Le flottement des monnaies .....	64
3.3.3. L'émergence des régimes intermédiaires.....	65
A- Tendance vers l'adoption des régimes intermédiaires.....	65
B- Tendance vers l'abandon des régimes intermédiaires.....	66
3.3.4. Réflexions sur l'évolution avenir du SMI.....	68
<b>3.4. Évolution des classifications des régimes de change du FMI.....</b>	<b>68</b>
3.4.1. Volumes (1950-1973) .....	69
3.4.2. Volume de 1974. ....	69
3.4.3. Volumes (1975-1978).....	70
3.4.4. Volumes (1979-1982).....	70
3.4.5. Volumes (1983-1996) .....	70
3.4.6. Volumes (1997-1998) .....	70
3.4.7. Nouvelle classification du FMI (1999).....	71
<b>Conclusion.....</b>	<b>72</b>

## CHAPITRE II : SUR LES CRISES FINANCIÈRES ET DE CHANGE

<b>Introduction</b> .....	<b>75</b>
<b><u>Section 1</u> : Anatomie des crises financières domestiques</b> .....	<b>77</b>
<b>1.1. Sur la notion de "crise financière"</b> .....	<b>77</b>
1.1.1. Origines et significations de la notion .....	77
A- Crise : Origines du terme.....	77
B- Crise économique.....	78
C- Crise financière.....	79
1.1.2. Typologie des crises financières.....	80
A- Crise boursière.....	81
B- Crise immobilière.....	81
C- Crise bancaire.....	82
D- Crise de change.....	82
E- Crise de la dette extérieure.....	83
<b>1.2. Mécanismes de déclenchement des crises financières</b> .....	<b>84</b>
1.2.1. L'éclatement de la bulle spéculative.....	84
1.2.2. Le défaut de solvabilité.....	85
1.2.3. La fuite des capitaux.....	86
<b>1.3. Risque systémique et propagation domestique de la crise financière</b> .....	<b>88</b>
1.3.1. Définition du risque systémique.....	88
1.3.2. Approches d'explication des crises systémiques.....	89
A- Approche de la fragilité financière.....	89
B- Approche monétariste.....	90
<b>1.4. Liquidité, banques et propagation systémique</b> .....	<b>91</b>
1.4.1. Rôle central de la liquidité dans le processus de propagation systémique.....	91
A- La crise de liquidité : Facteur commun des crises financières.....	91
B- Crise de liquidité et propagation systémique.....	92
1.4.2. Rôle critique du secteur bancaire dans la crise systémique .....	92
A- Instabilité inhérente des banques.....	93
B- Asymétrie d'information et crises bancaires.....	93
C- Libéralisation financière et supervision bancaire.....	95
<b><u>Section 2</u> : Crises de change domestiques : Attaques spéculatives et modèles de déclenchement</b> .....	<b>96</b>

<b>2.1. Spéculation et crises de change.....</b>	<b>96</b>
2.1.1. Dynamique spéculative sur le marché des changes.....	96
A- Risque et position de change.....	96
B- Techniques élémentaires de spéculation sur change.....	96
B.1- Prise d'une position de change au comptant.....	97
B.2- Prise d'une position de change à terme.....	97
C- Utilisation spéculative des produits dérivés de couverture.....	97
C.1- Les contrats à terme.....	98
C.2- Les options sur change.....	98
C.3- Aspect spéculatif des "futures" et "options".....	99
D- Spéculation et équilibre sur le marché des changes.....	99
2.1.2. Attaques spéculatives sur taux de change.....	100
A- L'action des spéculateurs.....	100
B- Conséquences d'une attaque spéculative.....	100
B.1- Attaques réussies et attaques non réussies.....	100
B.2- Fuite des capitaux et crise de liquidité.....	101
<b>2.2. Modèles d'explication des crises de change par attaques spéculatives dans la littérature économique .....</b>	<b>101</b>
2.2.1. Modèles de première génération.....	102
A- Logique des modèles.....	102
B- Mécanisme de déclenchement de la crise.....	102
C- Déterminisme et unicité d'équilibre.....	105
2.2.2. Modèles de deuxième génération.....	106
A- Options et contraintes de politiques économiques.....	106
B- Anticipations auto-réalisatrices et comportement des marchés.....	106
C- Circularité et équilibres multiples.....	107
2.2.3. Modèles de troisième génération.....	109
A- Emergence des "crises jumelles".....	109
B- Interdépendances dynamiques entre crises de change et crises bancaires.....	111
B.1- Les crises de change entraînent des crises bancaires.....	111
B.2- Les crises bancaires entraînent des crises de change .....	112
B.3- Les causes communes des crises jumelles.....	113
C- Crises jumelles et équilibres multiples.....	114

<b>Section 3 : Dynamique de contagion internationale des crises financières et de change.....</b>	<b>116</b>
<b>3.1. Champ conceptuel.....</b>	<b>116</b>
3.1.1. Définition de la contagion financière.....	116
3.1.2. Niveaux de la contagion financière.....	117
3.1.3. Contagion financière internationale et chocs extérieurs.....	117
<b>3.2. Contagion internationale des crises financières et de change : Une revue de la littérature théorique.....</b>	<b>118</b>
3.2.1. Théories non contingentes aux crises .....	119
A- Chocs communs.....	119
B- Interdépendances fondamentales entre économies .....	120
B.1- Liens commerciaux.....	120
B.2- Liens financiers.....	121
3.2.2. Théories contingentes aux crises .....	121
A- La contagion comme phénomène indépendant des chocs traditionnels.....	121
A.1- La contagion "pure".....	122
A.2- La "shift contagion".....	123
A.3- L'analyse de Dornbush et alii [2000].....	123
B- Les mécanismes de transmission dans les théories contingentes aux crises.....	124
B.1- Mécanismes liés au comportement des investisseurs .....	124
B.1.1- Equilibres multiples.....	124
B.1.2- Chocs de liquidité endogène.....	125
B.1.3- Imperfection des marchés.....	126
B.2- Contagion politique.....	127
<b>3.3. Crises de change contagieuses : Évidences empiriques.....</b>	<b>128</b>
3.3.1. Importance des liens fondamentaux.....	128
A- Les chocs communs.....	128
B- Le canal commercial.....	128
C- Le canal financier et bancaire.....	128
3.3.2. Autres aspects de la contagion.....	130
A- Zone géographique de propagation.....	130
B- Niveau d'intégration financière et vulnérabilité à la contagion.....	130
C- Non linéarité de la probabilité de contagion.....	131
D- Biais de la variable de mesure de la contagion.....	132
<b>Conclusion.....</b>	<b>133</b>

**CHAPITRE III : RÉGIMES DE CHANGE ET VULNÉRABILITÉ**  
**AUX CRISES DE CHANGE PAR CONTAGION**

<b>Introduction.....</b>	<b>136</b>
<b><u>Section 1</u> : Efficacité économique et déterminants du choix des régimes de change.</b>	<b>137</b>
<b>1.1. Efficacité macroéconomique des régimes de change polaires .....</b>	<b>137</b>
1.1.1. Débat keynésiens – monétaristes et objectifs de la politique économique.....	137
A- Objectif keynésien de plein-emploi et régimes de change .....	138
B- Réponse monétariste et objectif de stabilité des prix .....	138
1.1.2. Ajustement des déséquilibres externes... ..	139
A- Changes flexibles et mécanismes d'absorption des chocs extérieurs .....	139
A.1- Les chocs liés aux échanges commerciaux.....	139
A.2- Les chocs liés aux mouvements de capitaux.....	140
B- Mécanismes classiques et keynésiens d'ajustement en changes fixes.....	140
C- La "zone monétaire optimale" : Alternative en termes de stabilisation .....	141
C.1- Mobilité du travail / flexibilité des salaires et des prix .....	141
C.2- Ouverture et taille des économies.....	143
C.3- Spécialisation des économies.....	143
C.4- Intégration financière.....	144
C.5- Homogénéité des préférences.....	144
C.6- Endogénéité des critères de la ZMO.....	145
<b>1.2. Autres avantages (et inconvénients) des régimes polaires.....</b>	<b>146</b>
1.2.1. Changes fixes.....	146
A- Ancrage nominal pour la politique monétaire .....	146
B- Stimulation du commerce extérieur et de l'investissement .....	147
C- Exclusion des possibilités de dépréciations compétitives.....	147
D- Coordination internationale entre autorités monétaires .....	147
1.2.2. Changes flexibles .....	148
A- Indépendance de la politique monétaire.....	148
B- Seigneuriage et rôle de prêteur en dernier ressort.....	149
C- Disparition du besoin de détention de réserves de change pour défendre la parité officielle .....	150
<b>1.3. Performances macroéconomiques des régimes intermédiaires .....</b>	<b>150</b>
1.3.1. Avantages et inconvénients des régimes intermédiaires .....	150

A- Parités fixes mais ajustables .....	150
B- Parités glissantes.....	151
C- Rattachement à un panier .....	152
D- Bande de fluctuation (zone-cible) .....	152
1.3.2. Performances comparées et évidences empiriques .....	153
A- Inflation .....	153
B- Croissance du PIB <i>per capita</i> .....	154
<b>Section 2 : Régimes de change et vulnérabilité aux crises de change domestiques : L'apport de la littérature...</b> .....	<b>156</b>
<b>2.1. Vulnérabilité des régimes d'ancrage dans la théorie conventionnelle des crises de change</b> .....	<b>156</b>
2.1.1. Sources de fragilité des régimes d'ancrage.....	156
A- La surévaluation du taux de change réel.....	156
B- L'épuisement des réserves de change .....	158
C- L'incitation à la spéculation.....	159
2.1.2. Explications tirées des modèles de crises de change.....	160
A- Les modèles de 1 <sup>ère</sup> génération.....	160
B- Les modèles de 2 <sup>ème</sup> génération.....	160
C- Les modèles de 3 <sup>ème</sup> génération .....	161
<b>2.2. Le "bipolarisme": Nouvelle pensée dominante.....</b>	<b>161</b>
2.2.1. Le "triangle d'incompatibilité".....	162
A- Principe.....	162
B- Évidences historiques.....	163
2.2.2. "Solutions en coin" et crédibilité.....	164
A- Efficacité des politiques de stabilisation d'inflation.....	164
B- Problème d'efficacité de la politique monétaire dans les pays émergents.....	165
C- La transparence.....	165
2.2.3. L'hypothèse de "disparition des régimes intermédiaires".....	166
A- Principe de l'hypothèse.....	166
B- Tendance de transition.....	166
<b>2.3. Critique du "bipolarisme".....</b>	<b>167</b>
2.3.1 Insuffisance des fondements théoriques.....	167
A- Limites du "triangle d'incompatibilité" comme cadre d'argumentation.....	167
B- Vulnérabilité des "solutions en coin".....	167

2.3.2. Vérifications de l'approche bipolaire.....	168
A- La "peur du flottement".....	168
B- Quelques expériences récentes de pays ayant adopté des "solutions en coin"...	169
C- Vérification de l'hypothèse de "disparition des régimes intermédiaires".....	169
2.3.3. Un rôle continu pour les régimes intermédiaires .....	170
A- Viabilité conditionnelle des solutions intermédiaires.....	170
B- Le système "BBC" de Williamson.....	170
<b>Section 3 : Régimes de change et vulnérabilité à la contagion : Éléments théoriques de réflexion.....</b>	<b>172</b>
<b>3.1. Endogénéisation des régimes de change dans l'explication des crises de change par contagion .....</b>	<b>172</b>
3.1.1. Exemples de travaux empiriques traitant de l'endogénéité des régimes de change dans le processus de contagion.....	172
3.1.2. Régimes de change et théories non contingentes aux crises.....	174
A- Explications par les chocs communs .....	174
B- Explications par les canaux d'interdépendance économique.....	175
B.1- Les liens commerciaux.....	175
B.2- Les liens financiers .....	175
3.1.3. Régimes de change et théories contingentes aux crises .....	178
A- Multiplicité d'équilibres.....	178
B- La contagion politique.....	179
3.1.4. Déduction d'un cadre d'analyse théorique de synthèse.....	179
<b>3.2. Typologie des régimes de change vulnérables aux crises de change par contagion.....</b>	<b>180</b>
3.2.1. La théorie conventionnelle des crises de change comme cadre d'analyse.....	181
A- Arguments selon la 1 <sup>ère</sup> génération de modèles.....	181
B- Arguments selon la 2 <sup>ème</sup> génération de modèles.....	182
C- Arguments selon la 3 <sup>ème</sup> génération de modèles.....	182
3.2.2. Le débat autour du "bipolarisme" comme cadre d'analyse.....	183
A- Argument d'efficacité anti-inflationniste.....	183
B- Argument de transparence.....	183
C- Fragilité des régimes de flottement dans le cadre de la critique du "bipolarisme".....	184
<b>Conclusion.....</b>	<b>186</b>

## CHAPITRE IV : ÉVIDENCES EMPIRIQUES

<b>Introduction.....</b>	<b>189</b>
<b><u>Section 1 : Définition des variables et sources de données.....</u></b>	<b>191</b>
<b>1.1. Groupe des pays inclus dans l'étude.....</b>	<b>191</b>
1.1.1. Critères de sélection des pays classés comme "émergents".....	191
A- Niveau d'activité économique et financière.....	192
B- Degré d'ouverture financière.....	193
1.1.2. Sélection du groupe des pays émergents.....	194
A- Sources de données.....	194
B- Liste des pays émergents sélectionnés.....	194
<b>1.2. Classification des régimes de change.....</b>	<b>195</b>
1.2.1. Approches de classification.....	195
A- Approche " <i>de jure</i> ".....	195
B- Approche " <i>de facto</i> ".....	196
1.2.2. Classification de "Bubula et Otker-Robe" (BOR).....	197
A- La nouvelle classification du FMI comme référence.....	197
B- L'approche de classification (BOR).....	198
C- Configurations de régimes de change selon la classification (BOR).....	199
C1- Régimes de fixité.....	199
C2- Régimes intermédiaires.....	199
C.2.1- Régimes d'ancrage souple.....	199
C.2.2- Régime de flottement fortement dirigé.....	200
C.3- Régimes de flottement.....	200
<b>1.3. Repérage des crises de change par contagion.....</b>	<b>202</b>
1.3.1. Sources de données.....	202
1.3.2. Méthode de repérage utilisée.....	202
A- Détection empirique des crises de change.....	202
B- Définition empirique des crises de change par contagion.....	203
<b><u>Section 2 : Analyse statistique et résultats.....</u></b>	<b>205</b>
<b>2.1. Les données.....</b>	<b>205</b>
2.1.1. Liste des pays émergents.....	205
A- Groupe "Asie".....	205
B- Groupe "Amérique latine".....	205

C- Groupe "Europe - Moyen orient - Afrique".....	206
2.1.2. Régimes de change par pays et par année.....	206
2.1.3. Episodes de crises et de non-crisis.....	208
<b>2.2. Analyse statistique principale.....</b>	<b>209</b>
2.2.1. Méthodologie.....	209
A- Les observations composées.....	209
A.1- Observations "Année-Régime".....	209
A.2- Observations "Année-Crise".....	209
A.3- Observations "Crise-Régime".....	210
A.4- Nombre total d'observations.....	211
B- Techniques de traitement.....	211
2.2.2. Applications.....	213
A- Parts de vulnérabilité des régimes.....	213
B- Biais de la première technique.....	214
B.1- Biais de représentativité des régimes de change.....	215
B.1- Biais de représentativité des crises.....	216
C- Fréquences de vulnérabilité des régimes.....	217
<b>2.3. Tests de robustesse.....</b>	<b>218</b>
2.3.1. Analyse par région.....	218
2.3.2. Analyse par épisode de contagion.....	220
2.3.3. Analyse des seuls pays affectés.....	222
<b>Conclusion.....</b>	<b>224</b>
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</b>	<b>226</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>233</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES.....</b>	<b>249</b>