



# LES SYSTÈMES DE CHANGES FIXES AVANT-PROPOS

MICHEL LELART \*

C'est quelques mois après le débarquement sur les plages de Normandie que les représentants des pays alliés se sont réunis à Bretton Woods pour réorganiser les relations monétaires entre les États quand la guerre serait terminée. Le système monétaire international, mis en place à cette occasion, reposait sur la convertibilité des monnaies puisque les Banques centrales devaient racheter les avoirs en leur monnaie détenus par leurs partenaires, ainsi que sur la stabilité de toutes les monnaies entre elles, au moins, au jour le jour, dans certaines marges. Ce n'était plus le système de l'étalon-or, puisque seuls les avoirs en dollars, se distinguant des avoirs en autres monnaies, étaient convertibles en métal, et que le mécanisme des points d'or ne pouvait plus garantir dans le temps la stabilité des monnaies qui se trouvaient rattachées en fait au dollar.

Ce monde-là n'est plus, et on connaît bien les soubresauts qui ont fini par emporter ce système. Aujourd'hui les monnaies sont toujours convertibles, ce sont même quasiment tous les pays qui ont levé les restrictions, non seulement aux transactions relatives aux opérations courantes, mais aussi aux flux de capitaux. Mais les monnaies ne sont plus échangées par les Banques centrales à la parité, elles sont échangées sur le marché, à un cours qui dépend de l'offre et de la demande et qui varie quotidiennement. Ce flottement des monnaies a engendré une très grande volatilité, d'autant plus que la libéralisation des flux de capitaux a beaucoup contribué à une accumulation incontrôlée des déficits - et des excédents - des balances des paiements. L'émergence de nouveaux pays s'est accompagnée de l'apparition de nouvelles monnaies sur les marchés des changes et de l'ouverture de nouveaux marchés financiers.

\* Directeur de recherche émérite au CNRS, Laboratoire d'Économie d'Orléans.



La Communauté internationale a souhaité, sinon recréer un nouveau système en définissant de nouvelles règles, du moins remettre un peu d'ordre en essayant de stabiliser un peu plus les taux de change. Cela s'est fait, faiblement, dans le cadre du G 7 à propos de deux ou trois monnaies dites internationales. Cela s'est fait surtout par les initiatives prises par les pays eux-mêmes à propos de leur monnaie. Certains pays - la Chine, l'Arabie Saoudite et une trentaine d'autres - stabilisent actuellement leur monnaie, dans certaines marges, par rapport au dollar. Quelques-uns, comme l'Argentine jusqu'en 2002 ou l'Équateur depuis 2000 ont même décidé de remplacer leur monnaie par la monnaie américaine. Les pays européens ont choisi, non seulement de stabiliser définitivement leurs monnaies entre elles, mais de les remplacer par l'euro. Les 15 pays africains de la Zone franc ont décidé de stabiliser leurs monnaies entre elles, en même temps que par rapport au franc français - maintenant par rapport à l'euro - et totalement puisqu'ils utilisent tous le franc CFA<sup>1</sup>.

À ces expériences de changes fixes s'en ajoute une autre, qui plonge ses racines dans l'histoire, puisqu'on peut la faire remonter autour des années 1850, mais dont on ne parlait guère il y a encore une dizaine d'années. C'est la caisse d'émission qui suscite aujourd'hui un intérêt considérable, bien qu'une quinzaine de pays seulement l'aient choisie, dont la moitié sont les petits pays des Caraïbes<sup>2</sup>. Les raisons de cet intérêt sont diverses :

- la caisse d'émission renvoie à l'ancien système de l'étalon-or : la monnaie qu'elle émet est convertible, non plus en or certes, mais en une devise, et à la parité, c'est-à-dire à un cours qui ne varie pas. Bien sûr, ce régime est choisi par un pays isolé, qui choisit aussi la devise de conversion que la caisse va garder en réserve, et non pas par un certain nombre de pays comme ceux qui ont autrefois adopté ensemble l'étalon-or. Mais dans les deux cas, la création de monnaie est contrainte par la détention de réserves, comme elle l'était pour la Banque d'Angleterre après l'*Act* de Peel, et pour les autres Banques centrales, au moins pour celles qui respectaient « les règles du jeu » ;

- la caisse d'émission a été mise en place par la Grande-Bretagne dans ses colonies africaines, où les monnaies locales étaient émises en contrepartie de livres sterling et, par conséquent, en fonction des exportations des colonies. Lorsqu'elles sont devenues indépendantes, toutes ont choisi d'adopter une Banque centrale qui gère souverainement sa monnaie. Dans les colonies françaises au contraire, les banques locales pouvaient émettre des billets en accordant des crédits, et le franc colonial pouvait fluctuer par rapport au franc de la métropole. Plus tard, le système du compte d'opérations a été institué, que certains pays ont conservé et qui, lui, ressemble au système de la caisse d'émission puisque le franc CFA est



toujours convertible en euro et qu'il n'est donc pas échangé sur les marchés. En fait, tout est différent car la convertibilité est assurée par le Trésor français, et non par les Banques centrales africaines...

- la caisse d'émission est souvent comparée à un autre phénomène, abondamment étudié lui aussi : la dollarisation. Dans ce cas, la monnaie nationale n'est pas seulement convertible - et effectivement convertie - en dollar par la Banque centrale et à un taux fixe, elle est purement et simplement remplacée par le dollar. Les différences sont toutefois importantes. D'une part, la dollarisation est souvent privée, et de ce fait partielle. Ce sont les agents économiques qui préfèrent conserver des dollars et qui vont même jusqu'à les utiliser dans leurs transactions. Leur monnaie est alors cotée sur les marchés des changes, parfois aussi sur les marchés parallèles. D'autre part, même quand elle est officielle et donc totale, la dollarisation signifie une perte complète de la souveraineté monétaire, une perte également du seigneurage, dont on imagine mal qu'il puisse être négocié avec les autorités américaines.

L'intérêt que suscitent les caisses d'émission s'explique aussi par les observations que cette expérience permet de faire et par les questions qu'elle amène à poser depuis qu'elle est reprise par des pays aussi différents que l'Argentine ou la Bulgarie. Ainsi, par exemple :

- au temps de la livre sterling, et notamment sous l'étalon-or, la caisse d'émission apparaissait comme un régime monétaire particulier. C'était les modalités de la création de monnaie, ses contreparties, et de ce fait, sa couverture qui la définissaient. La stabilité s'en déduisait naturellement. De nos jours, alors que nous sommes - plutôt ! - sous le règne du dollar, la caisse d'émission apparaît d'abord comme un régime de change. Les modalités de la création monétaire sont telles qu'elles permettent d'assurer une stabilité quasi parfaite de la monnaie. La relation est inversée ;

- plusieurs pays ont établi une caisse d'émission depuis une dizaine d'années. L'Argentine l'a fait pour sortir d'une crise de confiance à laquelle elle ne trouvait pas d'autre issue. L'Estonie l'a fait au moment de passer à l'économie de marché et de mettre en place des institutions monétaires adaptées. La Bulgarie l'a fait plus tard, à la fois pour sortir d'une crise et dans la perspective d'une adhésion à l'Union européenne suivie d'une entrée dans la zone euro... Le choix d'une caisse d'émission a donc été décidé dans des situations et pour des raisons très diverses ;

- il s'ensuit que les caisses d'émission qui reposent toutes sur les mêmes principes ne sont pas pour autant identiques, et celles qui ont été instituées récemment ne ressemblent pas non plus à celles du siècle dernier. Les différences concernent surtout le régime d'émission, ainsi que les relations de la caisse avec l'État comme avec les banques



commerciales. Elles sont telles que les nouvelles caisses, dites modernes, sont opposées aux anciennes caisses, dites orthodoxes, dans la mesure où certaines caisses peuvent aujourd'hui agir sur les agrégats monétaires, à l'instar des Banques centrales ;

- comme les caisses d'émission réussissent mieux dans certains pays que dans d'autres, parce que l'expérience peut durer plus longtemps, parce que la caisse peut laisser la place à une Banque centrale et que le rattachement à une devise peut être géré au jour le jour, la question se pose de savoir si une caisse a plus de chance de réussir lorsqu'elle correspond au modèle orthodoxe, ou au contraire lorsqu'elle s'en écarte. Les observations que l'on peut tirer des expériences menées ces dernières années sont-elles pertinentes ?

- parmi les pays disposant d'une caisse d'émission, l'Estonie et la Lituanie sont entrées dans l'Union européenne, la Bulgarie va suivre dans quelques années. Les trois entreront un jour ou l'autre dans la zone euro<sup>3</sup>. Une caisse d'émission est-elle le meilleur moyen de préparer le passage de la monnaie nationale à l'euro, puisqu'elle signifie que la monnaie nationale est, d'ores et déjà, convertible en euro à un cours fixé ? Dans ces conditions, ne pourrait-on laisser les choses se faire dès maintenant ? Ce ne serait pas la dollarisation mais « l'euro-isation ». En Bulgarie, elle a ses partisans...

L'intérêt que suscitent les caisses d'émission explique l'abondance des travaux qui leur sont consacrés depuis quelque temps. La *Revue d'économie financière* leur consacre une partie de ce numéro. La plupart des contributions qui suivent ont été présentées à un atelier organisé par le GDR Économie monétaire et financière et par le CERDI (Centre d'études et de recherches sur le développement international) à Clermont-Ferrand en mars 2003. Elles apportent un éclairage intéressant sur ce nouveau régime de change, elles permettent de comprendre les différentes expériences et de comparer leurs résultats.

C'est le changement institutionnel qu'analysent Nicolay Nenovsky et Yorgos Rizopoulos, en l'appliquant au régime monétaire. Ce dernier est défini par la relation de crédit entre les agents, il reflète une configuration de pouvoirs entre les différents groupes de débiteurs et de créanciers. En Bulgarie, avant l'instauration de la caisse d'émission, il se caractérisait par l'hégémonie des différents groupes de débiteurs. Après cette introduction, il devient beaucoup plus favorable aux intérêts de l'ensemble des créanciers. C'est ce que disent les taux d'inflation : 242 % en février 1997, moins de 6 % l'année suivante. Les auteurs analysent ce changement institutionnel à partir d'un certain nombre de variables qui expriment les rapports de force entre les groupes d'acteurs ou à partir desquels se forment leurs anticipations.



Ce n'est plus le régime monétaire, mais davantage le régime de change que considèrent Alain Raybaut et Dominique Torre. Ils essayent de comprendre la logique, les conditions de validité et d'application des arrangements monétaires « ultra-fixes » que sont, à côté des unions monétaires, les caisses d'émission et les expériences de dollarisation. Après avoir « revisité » la théorie des zones monétaires optimales, en intégrant les débats récents en matière de macroéconomie, les auteurs analysent et comparent les deux autres régimes : tous deux, mais selon des modalités différentes et surtout à des degrés divers, imposent une certaine discipline en même temps qu'un abandon de la souveraineté ; tous deux reposent sur la confiance qu'ils inspirent et permettent d'importer la crédibilité, tant interne qu'externe.

Ce sont aussi les problèmes de discipline et de crédibilité qui sont envisagés par Jean-Louis Combes et Romain Veyrunne qui comparent à ce sujet les caisses d'émission et la Zone franc. Ils distinguent l'effet de discipline lié aux contraintes imposées à la politique monétaire et l'effet de crédibilité lié à l'ancrage de la monnaie sur une monnaie étrangère. L'inflation est maîtrisée dans les deux cas. Mais en utilisant deux modèles, avec ou sans les variables de politique monétaire, les auteurs démontrent que l'effet de discipline est plus important dans les caisses d'émission, alors que dans la Zone franc, c'est l'effet de crédibilité qui jouerait le rôle essentiel.

Dans la contribution suivante, Romain Veyrunne se limite aux caisses d'émission dont les expériences peuvent beaucoup varier. Il cherche un critère qui permette de distinguer les caisses modernes et les caisses orthodoxes et propose de prendre en compte la réglementation relative aux contreparties de la base monétaire. Les caisses orthodoxes sont celles dans lesquelles la monnaie centrale est couverte à 100 %... et pas davantage. Cela suppose que ni le gouvernement, ni les banques commerciales ne puissent bénéficier de crédit, mais ce principe peut n'être pas parfaitement respecté lorsque le gouvernement dispose d'un compte courant auprès de la caisse ou lorsque les banques doivent maintenir des réserves obligatoires. L'auteur teste économétriquement la relation entre la base monétaire et la position monétaire extérieure pour 7 pays depuis une dizaine d'années et il conclut que seules les caisses d'Argentine et de Hong-Kong ne sont pas orthodoxes.

Ce sont maintenant les caisses des 3 pays d'Europe Centrale qui sont examinées par Guergana Stanoeva. Ces pays ont adopté ce régime - on ne peut plus contraignant - parce qu'il apportait la crédibilité. L'auteur analyse d'abord la crédibilité initiale, liée à certaines caractéristiques de ces pays au moment où ils ont fait ce choix. Elle analyse ensuite la crédibilité institutionnelle, liée aux modalités d'organisation et de



fonctionnement de ce système qui caractérisent son caractère plus ou moins orthodoxe. Enfin, elle analyse la crédibilité opérationnelle liée à l'évolution de certaines variables économiques, c'est-à-dire en fait aux résultats de l'expérience. Au terme de cette comparaison, l'auteur explique le succès plus ou moins grand de ces 3 pays et conclut que plus les caisses d'émission sont orthodoxes, meilleurs sont leurs résultats.

Ce n'est pas du tout le point de vue de Jérôme Blanc et Jean-François Ponsot qui considèrent, au contraire, que la crédibilité engendrée par la caisse d'émission sur le plan de la monnaie est contrebalancée par l'importance des réformes économiques et sociales qui s'imposent et par la difficulté de les mettre en œuvre. Les auteurs s'intéressent à la Lituanie, où l'expérience a connu de moins bons résultats qu'en Estonie. Ils ne l'expliquent pas par un écart trop grand de cette caisse par rapport aux caisses orthodoxes, mais par l'impossibilité de réagir, par la monnaie ou par le change, à la crise bancaire systémique de 1996 et au choc « exogène » qu'a été la crise russe de 1998. L'expérience des caisses ne trouve donc pas grâce à leurs yeux. Toutefois, dans le cas lituanien, la perspective d'intégrer l'euro légitime après coup l'expérience.

Ce n'est pas le cas pour l'Argentine. Dans ce pays, la caisse d'émission ne pouvait durer toujours. Il fallait en sortir. On sait que l'expérience s'est très mal terminée. Elle est l'objet de la contribution de Jérôme Sgard qui commence par souligner les particularités de la caisse argentine et du contexte dans lequel elle a été créée. Il découpe ensuite les 10 années qui ont suivi en trois grandes phases et imagine les solutions qui auraient pu être trouvées pour en sortir. Enfin, il analyse les différentes explications qui ont été données de cet échec, du comportement des agents privés au dérapage des finances publiques, du rôle des banques à l'appréciation excessive du taux de change réel du peso. La crise argentine ne peut se comprendre qu'en relation avec la mondialisation, en même temps qu'avec la dollarisation, au moins partielle, de l'économie.

Après l'échec de l'Argentine, le succès de Hong-Kong. Il s'agit là, bien sûr, d'une expérience très particulière qui a commencé en 1935 et qui a été interrompue plusieurs fois. Elle est examinée par Yum Kwan et Francis Lui pour la période qui commence en 1983. Ils exposent d'abord ce que cette expérience a d'original dans un pays où, par exemple, les billets sont émis par des banques commerciales et qui se trouve au troisième rang par l'importance des réserves qu'il détient... Ils comparent ensuite les performances macroéconomiques dans la période qui a suivi la mise en place de la caisse et sous le régime de changes flottants qui l'a précédée pendant 10 ans. Enfin, ils tirent quelques enseignements de cette expérience dont le succès - jusqu'à ce jour - est lié à un ensemble de facteurs assez exceptionnels.



Ces contributions apportent un éclairage très intéressant sur le régime des caisses d'émission. Elles permettent de mieux comprendre ces expériences singulières, de les comparer entre elles comme à d'autres régimes de taux de change fixe, d'expliquer leur succès ou leur échec selon les pays ou selon les périodes... Elles laissent en suspens bien des questions, depuis longtemps posées. D'autres viendront à leur tour. Car il est assez paradoxal que face à l'explosion des marchés de capitaux et aux conséquences des nouvelles crises financières, dans le contexte de la mondialisation comme dans la perspective de l'élargissement de l'Union européenne, un régime monétaire imaginé avant même les débuts de la révolution industrielle soulève encore un tel intérêt aujourd'hui. C'est sans doute qu'en privilégiant les problèmes liés à la stabilité des taux de change, on a fini par oublier les vertus de la convertibilité des monnaies.

## NOTES

15

1. En fait il y a deux francs CFA, juridiquement distincts puisqu'ils sont émis l'un par la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), l'autre par la Banque des États d'Afrique Centrale (BEAC). La Zone franc comprend aussi les Comores dont la Banque centrale émet le franc comorien.
2. Ils sont 6 à former l'Union monétaire des Caraïbes Orientales et à disposer ensemble d'une caisse d'émission qui émet leur monnaie commune, le dollar des Caraïbes.
3. Sans parler de la Bosnie-Herzégovine qui dispose aussi d'une caisse d'émission et qui demandera certainement son adhésion ultérieurement.

