

VIRGINIE COUDERT
PHILIPPINE COUR¹

LES POLITIQUES DE CHANGE DES PAYS ÉMERGENTS D'ASIE

COMPTE RENDU DU COLLOQUE ORGANISÉ PAR
L'AUME, LE CEPII ET LE KIF

Organisé à l'initiative de l'Association pour l'Union Monétaire Européenne (AUME) et du CEPII, en collaboration avec l'Institut coréen de finance (KIF), ce colloque, qui s'est tenu le 14 et 15 novembre 1996 à Séoul², a été l'occasion de confronter les vues d'économistes asiatiques, européens et américains sur les politiques de change des pays émergents d'Asie. Le but initial de cette réunion était de mieux comprendre la gestion des changes de ces pays, notamment en ce qui concerne leur rattachement de fait au dollar et la gestion du taux de change réel. Ce but a été largement atteint. Des aspects plus généraux ont été traités concernant le fonctionnement du système monétaire international et le régionalisme monétaire. La place de la future monnaie européenne a été évoquée en conclusion.

Economie internationale en publie ici les principales conclusions et complète ainsi le dossier ouvert dans son numéro 66 (2^e trimestre 1996) sur la question des taux de change et régimes de change en Asie.

Sans chercher à reprendre de manière exhaustive les différentes contributions qui ont été présentées au cours de ce colloque, ce compte-rendu vise à tirer les principaux enseignements qui ressortent de ces deux journées. Plusieurs thèmes sont examinés : les stratégies de taux de change adoptées par les pays de la zone, la question de la sous-évaluation éventuelle de leurs monnaies, l'opportunité d'un certain régionalisme monétaire. Quelques pistes sont également données sur les perspectives de coopération monétaire dans la zone.

1 Au moment de la rédaction de ce compte-rendu, Virginie Coudert était économiste senior au CEPII et rédacteur en chef d'*Economie internationale* ; Philippine Cour est économiste au CEPII.

2 Le colloque a bénéficié du soutien de l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe (AUME-Paris), de la Banque des Réglements internationaux (BRI-Bâle), de la Caisse des Dépôts et Consignations (Paris), de la Deutsche Sparkassenverband (Bonn), de la Commission européenne (DGII-Bruxelles), de l'Institut monétaire européen (Francfort), du Korea Institute of Finance (KIF-Séoul), du Ministère de l'Industrie (Paris) et du centre de Développement-OCDE (Paris).

On trouvera en annexe, le programme détaillé de cette rencontre dont les actes devraient être ultérieurement publiés en anglais (fin 1997-début 1998).

Les stratégies de change adoptées

Plusieurs communications présentées au colloque présentaient des études de cas sur les gestions de change de différents pays de la région. Les politiques de change y apparaissent en effet souvent comme opaques. C'est ainsi que de nombreux pays, comme la Corée et Taiwan, ont un objectif de change défini en fonction d'un panier de monnaies dont la composition exacte n'est généralement pas révélée.

À Taiwan, le principal problème depuis dix ans a été de contenir l'appréciation latente de la monnaie. Cependant la politique active d'interventions et le maniement des taux d'intérêt ont permis de stabiliser le cours du dollar taiwanais depuis 1989.

En Corée, l'objectif de change est principalement dévolu au maintien de l'équilibre courant. Mais la gestion de la parité du won s'effectue de manière asymétrique : s'il y a excédent de la balance courante, cet objectif perd son caractère prioritaire et les objectifs internes, de prix et de croissance, prennent davantage de poids. Au contraire, s'il y a déficit courant, la banque centrale réagit rapidement en restaurant la compétitivité de la monnaie. Cette stratégie explique la politique asymétrique adoptée vis-à-vis du yen, car le Japon est l'un des principaux concurrents de la Corée sur les marchés tiers. Dans les périodes d'appréciation du yen, le won coréen a tendance à ne pas réagir ; dans les périodes de dépréciation du yen au contraire, l'objectif est alors de suivre le yen. Cependant, depuis les mesures de libéralisation des changes en 1990, les interventions de la banque centrale semblent de moins en moins efficaces pour aller à l'encontre des tendances des marchés.

Une comparaison entre l'Asie et l'Amérique latine peut montrer quels sont les enjeux de la politique de change pour le développement d'un pays. En théorie, une politique de sous-évaluation du change peut être un substitut à une politique industrielle lors des phases initiales du développement. En pratique, les pays d'Amérique latine ont eu des politiques plus erratiques, qui ont contribué aux difficultés de la croissance. Deux pays ont été pris pour exemple : la Corée et le Chili. En prenant pour point de référence le début des réformes, 1960 pour la Corée et 1976 pour le Chili, de nombreuses similitudes apparaissent entre les deux pays ; les taux d'investissement, les salaires réels, les exportations en % du PIB suivent des sentiers de croissance analogues. Cependant, la croissance du PIB et le degré d'industrialisation sont beaucoup plus forts en Corée. La politique de change pourrait être à l'origine de cette différence. Le taux de change réel coréen a été stabilisé depuis le début des années soixante. Au Chili au contraire, dans les années qui ont suivi les réformes économiques, le taux de change réel s'est beaucoup apprécié, ce qui a donné lieu ensuite à une dévaluation massive, suivie par une tendance très nette à l'appréciation. Cette gestion du taux de change ainsi qu'une politique active d'industrialisation peuvent expliquer le développement rapide des exportations manufacturières coréennes, alors que le processus d'industrialisation a marqué le pas au Chili.

Certes, les pays d'Asie de l'Est ne sont pas tous au même stade de développement, et ceci se traduit par des trajectoires de taux de change différentes. En effet, les taux de change évoluent selon un cycle de vie qui dépend des fondamentaux économiques. Une première phase de dépréciation nominale continue correspond au stade actuel de l'Indonésie, de la Malaisie et des Philippines. Suit une phase de stabilisation du taux de change : comme c'est le cas actuellement pour la Corée, Hong Kong et Taiwan. Le cycle se termine par une phase de devise forte : comme pour le yen et le dollar de Singapour. En conséquence, si, selon toute vraisemblance, les taux de croissance restent plus élevés dans cette région que dans le reste du monde, d'autres pays, comme la Corée, devraient entrer dans la phase d'appréciation de leurs monnaies, résultant de la croissance et de la stabilisation nominale.

Les niveaux des taux de change : y a-t-il sous-évaluation ?

Comme l'avait illustré *Economie internationale* (*op. cit.*), le niveau des taux de change dans l'Asie émergente fait question. Pour apprécier le degré de sous-évaluation éventuelle des monnaies de la région, deux approches ont été proposées, l'une fondée sur les taux de change d'équilibre, l'autre sur le calcul d'une norme reposant sur « l'effet Balassa ».

L'approche par les taux de change d'équilibre consiste à calculer un taux de change qui garantisse l'équilibre des paiements courants ou un certain excédent courant. Les résultats montrent que les sous-évaluations manifestes ont tendance à se résorber sur la période récente, même si les situations sont assez contrastées selon les pays. En 1993, dernier point estimé, le won coréen n'était que très légèrement sous-évalué par rapport au FEER (*fundamental equilibrium exchange rate*) et la balance des paiements courants coréenne était à peu près à l'équilibre. Le dollar de Singapour se situait aussi à un niveau proche du taux d'équilibre, après avoir été surévalué pendant de nombreuses années. Le dollar de Taiwan présentait une sous-évaluation manifeste, de l'ordre de 30 %, sur la période allant de 1980 à 1993. Mais, de même que l'excédent de la balance courante, la sous-évaluation a tendance à se réduire en fin de période, ce qui a l'avantage de réduire les pressions inflationnistes internes. Pour la Thaïlande, la stratégie de taux de change a varié au cours de la période : l'ancrage nominal utilisé comme instrument de lutte contre l'inflation au début des années quatre-vingt a ensuite cédé la place à une stratégie davantage axée sur la compétitivité : la baht thaïlandais a alors rejoint des niveaux proches du taux de change d'équilibre et l'équilibre courant a pu être provisoirement rétabli.

La seconde approche consiste à calculer une norme de taux de change en se fondant sur « l'effet Balassa ». Il faut d'abord remarquer qu'il existe des écarts importants entre les taux de change de parité de pouvoir d'achat (PPA) et les taux de change courants. Ces écarts se retrouvent dans l'ensemble du monde et sont largement fonction du niveau de développement. Ils ne résultent pas d'une politique volontariste de sous-évaluation, mais d'un phénomène bien connu des économistes appelé « effet Balassa ». Il s'agit d'un effet revenu, selon lequel le taux

de change augmente avec le revenu par tête. Cet effet est dû au fait que les gains de productivité portent surtout sur les secteurs industriels exposés à la concurrence internationale, et sont plus faibles dans les services. Au cours du processus de développement, l'augmentation de la productivité dans l'industrie entraîne la hausse des salaires qui se répercute dans les autres secteurs. Mais comme la productivité des services croît moins vite, le prix des services augmente et le niveau des prix rejoint peu à peu celui des pays développés. Les distorsions des taux de change de PPA par rapport au taux de change courant vont alors se réduire. Ainsi, il est possible de calculer une « norme » de taux de change pour l'ensemble des pays du monde qui tiennent compte de cet effet revenu. En comparant les différents pays à cette norme, on peut déterminer si leur taux de change est sous-évalué ou non.

Au regard de cette norme, la plupart des pays asiatiques ont effectivement des monnaies sous-évaluées. Les sous-évaluations sont de l'ordre de 20 à 30 %, pour l'Indonésie, la Thaïlande, la Malaisie, Taiwan, Hong Kong et Singapour. Ces ordres de grandeur paraissent importants. Cependant il ne faut pas en exagérer la portée. En effet, pour l'année de référence de ces calculs, 1993, le dollar américain était lui-même sous-évalué de 17 % par rapport au reste du monde. La Corée et les Philippines font exception, avec des taux de change légèrement surévalués. Pour la Chine, l'écart de 1 à 4 entre son taux de change et le taux de change de PPA se justifie presque entièrement par « l'effet revenu » normal.

Les discussions autour de ce thème ont confirmé que les politiques de change de plusieurs pays de la région présentaient effectivement un biais en direction de la sous-évaluation. Cependant les économistes coréens se sont vivement élevés contre l'idée que le won pourrait être sous-évalué, en appuyant leur démonstration sur le ralentissement de la croissance des exportations (de 6,8 % en 1996, en glissement annuel) et le creusement du déficit courant (à 19,3 milliards de dollars en 1996).

Le régionalisme monétaire : constat et conséquences

Les régimes de change dans les pays d'Asie hors Japon sont souvent imprécis. À côté de Hong Kong qui rattache sa monnaie au dollar, la plupart des autres pays ont adopté des régimes de « flottement administré », dans lequel leur devise est souvent ancrée sur un panier de monnaies. Le dollar y tient une place dominante, sauf pour quelques pays, dont la Chine, l'Inde, le Bhoutan, et les Philippines dont le peso est en régime flottant. Les débats du colloque confirment l'inexistence d'un bloc monétaire autour du yen qui avait été mise en évidence par les travaux du CEPII³. Pourtant, les échanges commerciaux sont de plus en plus intensifs entre les pays d'Asie et le yen est largement, et de plus en plus, utilisé dans le libellé des dettes. Le poids du Japon est par ailleurs croissant dans les échanges de la zone. Il y a donc en Asie une discordance entre blocs commerciaux, blocs financiers et blocs monétaires.

3. A. Bénassy-Quéré (1996), « Exchange Rate Regimes and Policies in Asia », CEPII, *document de travail* n° 96-07, juillet ; *Economie internationale*, *op. cit.*

En schématisant à l'extrême, dans un monde divisé en trois blocs monétaires, la zone dollar (qui engloberait l'Asie hors Japon, même si ce n'est que partiellement vérifié dans les faits), la zone mark et la zone yen, un ancrage des monnaies asiatiques autres que le yen sur le dollar renforce le poids de la devise américaine, et donc la volatilité entre les trois monnaies principales. En effet, on peut démontrer qu'un panier d'ancrage dans lequel ces trois monnaies auraient un poids égal dans les pays asiatiques autres que le Japon aurait conduit à un système monétaire international plus stable, et de fait, à des balances courantes plus équilibrées dans l'ensemble des pays du monde. Cependant, une simulation effectuée à l'aide d'un modèle macroéconométrique nuance cette vision. Un décrochage partiel des monnaies asiatiques par rapport au dollar n'accroîtrait que de façon marginale l'efficacité d'une politique de dévaluation de la devise américaine pour la résorption du déficit courant des Etats-Unis. De plus, elle n'améliorerait que très peu la position de l'Europe dans le commerce international. Ce constat conduit à penser que les problèmes de compétitivité de l'Europe ne sont pas tant dus à une sous-évaluation des devises asiatiques, qu'à la sous-évaluation du dollar par rapport à la PPA. Ce dernier point a cependant été contesté par les économistes américains présents en séance.

Les perspectives de coopération monétaire dans la zone

Les réflexions ont surtout porté sur le régime de change optimal pour les monnaies asiatiques prises individuellement, ainsi que sur l'opportunité et la faisabilité d'une politique de coopération monétaire. L'Asie hors Japon ne peut être considérée aujourd'hui comme une zone monétaire optimale. Mais elle pourrait s'en approcher, au vu de l'évolution de la structure des échanges, si la libéralisation des marchés et du système bancaire se poursuit. En particulier, les chocs de demande sont fortement corrélés entre les pays de la région, tandis que du côté de l'offre, on peut repérer deux grands groupes de pays pour lesquels les chocs sont corrélés : le Japon, la Corée et Taiwan d'une part, Hong Kong, Singapour, l'Indonésie et la Malaisie d'autre part. Il est par conséquent possible d'envisager que la zone adopte une politique de change concertée. Dans la réalité, les premiers éléments d'une coopération entre les banques centrales ont déjà été mis en place cette année, mais celle-ci ne touche pas à la gestion de change. Un mécanisme susceptible de renforcer cette coopération monétaire a été proposé par J. Williamson, appuyé par R. Dornbusch, et a fait l'objet de discussions.

Chaque pays pourrait adopter la combinaison 'bande + panier + dérive' (*band basket crawl*). Il s'agit d'un ancrage sur un panier de monnaies, avec la possibilité de s'écarter de cette cible dans les limites fixées par la largeur de la bande de fluctuations, et de procéder à des réalignements de l'ancre nominale, réguliers mais peu fréquents, pour tenir compte du différentiel d'inflation entre les pays. Cette politique s'inscrit à l'opposé de la gestion stratégique du change, souvent observée dans les pays asiatiques, mais elle s'oppose aussi au flottement libre des monnaies, car l'existence même d'un mécanisme régulateur constitue une forme de protection contre les perturbations des marchés. Au total, ce mécanisme constitue un compromis entre l'objectif d'une certaine flexibilité des taux de change

nominaux, nécessaire pour la clarté du signal donné aux marchés financiers, et celui d'une certaine prédictibilité des taux réels, nécessaire pour le bon fonctionnement du marché des biens.

Sur cette base, John Williamson propose que ces pays adoptent un panier de référence commun. Cette solution est envisageable car les pays asiatiques hors Japon ont pour leur grande majorité (à l'exception de l'Indonésie et de Singapour) les mêmes marchés à l'exportation. Les poids des monnaies étrangères dans le calcul de leur taux de change effectif réel sont donc similaires. Plutôt que de concerter leurs politiques de change, ces pays pourraient donc en théorie adopter un panier d'ancrage commun, ce qui créerait en quelque sorte une coordination automatique. Ceci ne limiterait que très peu leur indépendance en terme de politique monétaire, puisqu'ils pourraient suivre cette cible dans une bande d'évolution plus ou moins large, voire procéder à des réalignements si nécessaire. L'avantage serait que les chocs sur les taux dollar/mark/yen ne perturberaient plus les compétitivités relatives des pays de la région, qui, on l'a vu, affectent leurs économies de façon souvent symétrique, et d'avoir une politique de change plus transparente. Cependant, l'ancrage sur un panier commun impliquerait de préciser le nécessaire compromis entre plus de stabilité dans la compétitivité au sein de la région, et plus de volatilité dans les prix vis-à-vis du reste du monde.

Cependant, les économistes asiatiques ont souligné l'existence de nombreuses contraintes de nature historique ou géopolitique qui freinent la mise en œuvre d'une véritable coopération monétaire dans la zone. La faiblesse du réseau de coopération en Asie, qui ne s'est pas dotée d'institutions supranationales comme l'Europe, en est un signe et constitue aussi un obstacle. Certains estiment que ces discussions sont prématurées, car il est d'abord nécessaire de poursuivre la libéralisation complète du commerce et des mouvements de capitaux, l'adoption éventuelle d'une stratégie monétaire commune n'intervenant qu'ensuite. Plus fondamentalement, l'ombre de la puissance chinoise a plané sur cette partie de la discussion. En dépit d'ouvertures du représentant de la Banque du Japon, de fortes réticences se sont manifestées à l'égard d'un rôle accru du yen en tant que référence ou monnaie de réserve.

V. C., Ph. C.

ANNEXE

LES POLITIQUES DE CHANGE DES PAYS ÉMERGENTS D'ASIE Programme du colloque

Vendredi 15 novembre 1996

POLITIQUES DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS D'ASIE

• Ouverture

Président : Yung Chul Park (Korea Institute of Finance)

Seung-Soo Han (vice-premier Ministre, ministre des Finances et de l'Economie, Séoul)

• Session 1 :

Quelle est la politique optimale de change pour une économie émergente ?

Président : Stefan Collignon (AUME)

Flexibilité et ancrés nominales

Rudiger Dornbusch (MIT) et Yung Chul Park (Korea Institute of Finance)

Discutant : André Icard (Banque des Réglements internationaux)

Industrialisation et politique de taux de change optimale dans une économie émergente

Guillermo Larrain (OCDE-centre de Développement)

Discutant : John Williamson (Banque mondiale)

• Session 2 :

Politiques de change en Asie : une comparaison

Président : Yung Chul Park (Korea Institute of Finance)

Régimes et politiques de change en Asie

Agnès Bénassy-Quéré (Université de Lille et CEPII)

Discutant : Jang-Young Lee (Korea Institute of Finance)

• Session 3 :

Expériences nationales

Président : Frank Cambell (Reserve Bank of Australia)

Le cas de Taiwan

Gang Shyy (National Central University, Taiwan) & Ray B. Dawn (Taiwan Institute of Economic Research)

Discutant : Martin Weale (NIESR)

Le cas de la Corée

Yeongseop Rhee (Sook Myung University, Séoul) & Chi-Young Song (Korea Institute of Finance)

Discutant : Agnès Bénassy-Quéré (Université de Lille et CEPII)

Les pays de l'ASEAN

Yeoh Lam Keong (Government of Singapore Investment Corporation)

Discutant : Virginie Coudert (CEPII)

• Table-ronde I :

Expériences de politiques monétaires et de change en Asie

Président : Toru Kusakawa (Fuji Research Institute)

Frank Cambell (Reserve Bank of Australia)

Kokwang Huh (Banque de Corée)

Yusuke Onitsuka (Université de Tokyo)

John Williamson (Banque mondiale)

Samedi 16 novembre 1996

CONSÉQUENCES INTERNATIONALES DES POLITIQUES DE CHANGE RÉGIONALES

• Session 4 :

Niveaux de taux de change dans les pays émergents d'Asie

Président : Robert Raymond (Institut monétaire européen)

Taux de change d'équilibre fondamentaux pour les pays émergents : politiques de change et stratégie de développement

Martin Weale (NIESR), Bob Anderton (NIESR), Ray Barrell (NIESR), Melanie Lansbury (NIESR) & James Sefton (NIESR)

Discutant : Benoît Coeuré (direction du Trésor, ministère de l'Économie, Paris)

Comment mesurer et expliquer les désajustements en Asie de l'Est

François Benaroya & Didier Janci (DREE, ministère du Commerce extérieur, Paris)

Discutant : Gang Shyy (National Central University, Taiwan)

• Session 5 :

Le régionalisme monétaire en Asie : fondements et conséquences internationales

Président : Gang Shyy (National Central University, Taiwan)

Le cas d'un panier de monnaies commun pour les devises d'Asie de l'Est

John Williamson (Banque mondiale)

Discutant : Jean Pisani-Ferry (CEPII)

Le flottement concerté : fondements et conséquences internationales

Stefan Collignon (AUME), Philippine Cour (CEPII) & Frédéric Lerais (OFCE)

Discutant : Yusuke Onitsuka (University of Tokyo)

• Session 6 :

Conséquences pour l'économie mondiale

Président : André Icard (Banque des Réglements internationaux)

L'Asie est-elle une zone de change optimale ? Peut-elle le devenir ? Perspectives régionales, globales et historiques des relations monétaires en Asie

Barry Eichengreen (University of California, Berkeley) & Tamin Bayoumi (FMI)

Discutant : Adrian Dierx (Commission européenne, DGII)

• Table-ronde II :

Perspectives de la coopération monétaire régionale

Président : Jean Pisani-Ferry (CEPII)

Adrian Dierx (Commission européenne, DGII)

André Icard (Banque des Réglements internationaux)

In June Kim (Seoul National University)

Toru Kusukawa (Fuji Research Institute)

Masahiro Sugita (Banque du Japon)

• Conclusion :

Le rôle de l'euro en Asie

Robert Raymond (Institut monétaire européen)