



« CURRENCY BOARD » VERSUS CHANGE GÉRÉ ? UN BILAN DES STRATÉGIES DE HONG-KONG ET DE SINGAPOUR

HUA CHENG *

Pendant les années 1990, beaucoup d'économies émergentes ont été confrontées à de graves crises financières (le Mexique en 1994, la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée en 1997, la Russie et le Brésil en 1998, l'Argentine et la Turquie en 2000). Ces crises ont été attribuées à plusieurs causes, la plus fréquemment citée étant les tentatives de certains pays de maintenir des régimes de change géré qui n'étaient plus viables, compte tenu du degré d'intégration croissante des marchés financiers internationaux. Plus précisément, en raison de la libéralisation des mouvements de capitaux et de la globalisation financière, le flux des investissements internationaux et de capitaux financiers susceptibles de se déplacer immédiatement est devenu plus aisé et plus rapide, ce qui a renforcé les chances de réussite des attaques spéculatives. Comme le suggère l'expérience de ces dernières années, les régimes de change géré sont les plus susceptibles d'être les cibles de telles attaques : la succession d'attaques spéculatives détériore la confiance des marchés et aboutit à l'effondrement du régime de change géré¹.

L'importance du nombre des régimes de change géré ayant ainsi été affectés a entraîné le développement de la thèse selon laquelle les

* CERPEM/CREFED, Université Paris Dauphine.

Ce papier est issu du mémoire de DEA de l'auteur. Ce dernier remercie très vivement Pierre-Marie Larnac, Henri Sterdyniak, Pierre Villa, Antoine Biard, Olivier Bizimana, Bruno Anantharaman et les rapporteurs pour les discussions et les commentaires fructueux. Il demeure responsable de toutes les erreurs restantes.



économies en voie de développement doivent adopter des stratégies extrêmes en matière de taux de change : les solutions dites « *en coin* »². En d'autres termes, les seules stratégies viables de taux de change pour de telles économies seraient soit la flexibilité, soit la fixité. Par exemple, selon Summers (1999a), « il n'existe pas une seule réponse, mais à la lumière de l'expérience récente, ce qui est devenu de plus en plus clair - et qui apparaîtra de plus en plus dans les conseils que donnera la communauté internationale - est que dans un monde où les capitaux circulent librement, il y a de moins en moins de possibilités pour les pays de choisir un système intermédiaire de change fixe mais ajustable. En tirant les leçons des événements de ces derniers 18 mois, j'espère que les pays seront plus prudents à s'imposer de maintenir un taux de change fixe, quels que soient les avantages qu'un tel système offre à court terme, à moins qu'ils ne soient disposés à consacrer entièrement leur politique économique à ce maintien et à établir des garde-fous internes pour les maintenir en place »³.

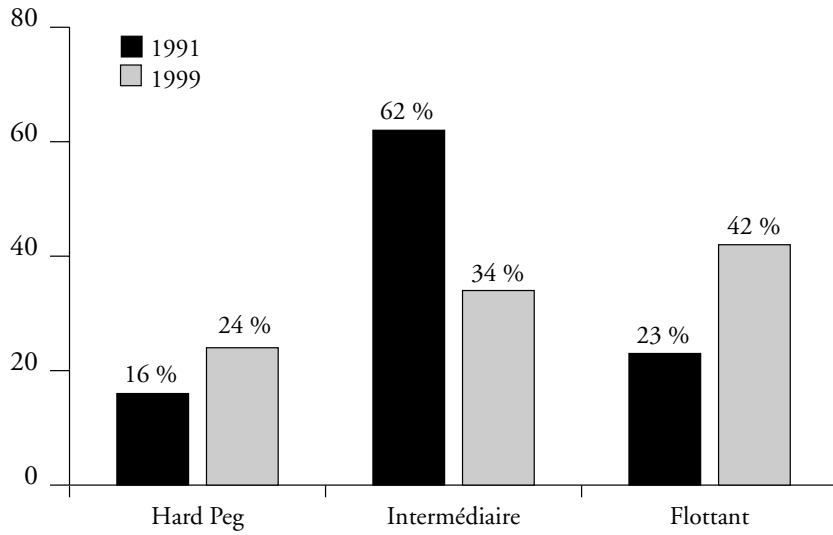
D'autres exemples notables incluent Eichengreen (1999a), Goldstein (1999) et Fisher (2001). Le Fonds monétaire international a, quant à lui, décidé de ne plus aider les pays qui suivent un régime de change intermédiaire à résister à une attaque spéculative, bien qu'il se soit toutefois réservé le droit de faire des exceptions à cette règle, pour des pays ayant une importance « systémique ». Le Rapport Meltzer (2000), commandé par le Congrès des États-Unis pour proposer une réforme fondamentale des institutions financières internationales, livre la même proposition : « Le rapport recommande que le FMI conseille aux pays d'éviter les taux de change géré. Les pays devraient choisir entre deux systèmes de change : les changes flottants ou les changes rigoureusement fixes, par un *Currency Board* ou par la dollarisation »⁴.

Les graphiques n° 1 et 2 montrent l'évolution de la répartition des régimes de taux de change parmi les pays membres du FMI et parmi les seuls pays émergents pendant les années 1990. La définition des régimes de change est tirée du Rapport annuel du FMI (2000), chaque pays étant classé selon l'opinion des services du FMI, quant au régime effectivement en place à la date en question⁵. La proportion de régimes intermédiaires a sensiblement diminué de 1991 à 1999 ; en contrepartie, la part relative des régimes de change rigoureusement fixe et surtout des régimes de changes flottants a augmenté. La classification officielle des taux de change par le FMI suggère donc une forte diminution des régimes intermédiaires, au bénéfice notamment des changes flottants⁶.

Bien que Eichengreen (1999a) ait conclu qu'une zone régionale avec monnaie unique peut être l'option la plus attrayante pour de petites économies ouvertes, celle-ci n'est pas politiquement possible en Asie

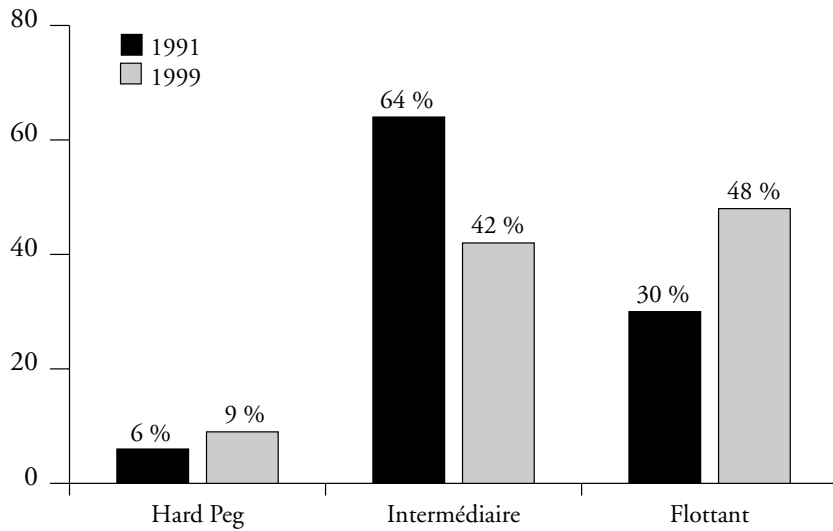


Graphique n° 1
Régime de taux de change pour tous les pays du FMI
(1991 et 1999)



3

Graphique n° 2
Régime de taux de change pour les pays émergents
(1991 et 1999)



Sources : Rapport annuel du FMI (2000).



dans un proche avenir, indépendamment de toute considération économique. Bien sûr, chaque pays pourrait abandonner unilatéralement sa devise domestique en adoptant la devise d'un autre pays. Ainsi, Hausmann (1999) a soutenu que les pays émergents d'Amérique Latine devraient former une union monétaire avec les États-Unis ; en l'occurrence, ils devraient abandonner leurs monnaies nationales en faveur du dollar des États-Unis. Si une telle politique peut avoir des avantages en Amérique Latine, les niveaux d'utilisation du dollar américain relativement bas en Asie (en comparaison avec l'Amérique Latine), d'une part, et le rôle économiquement significatif joué par le Japon et le yen de l'autre, impliquent que la dollarisation n'est pas une option envisageable pour cette région. De plus, les contraintes politiques peuvent exclure l'adoption d'une telle stratégie, quels qu'en soient les avantages économiques (les monnaies étant souvent considérées comme un symbole de la souveraineté nationale).

Plusieurs économistes affirment que le régime de change flexible pur n'est pas approprié aux pays émergents. Ainsi, selon Calvo & Reinhart (2002)⁷, il y a de nombreuses raisons pour lesquelles les pays émergents peuvent être réticents pour tolérer des variations importantes de leurs taux de change (dues au régime de flottement pur) : des coûts en termes de PIB induit par des fluctuations trop importantes du taux de change, le manque de crédibilité et la perte de l'accès aux marchés financiers internationaux, et une transmission rapide des variations du taux de change aux prix (problèmes de contrôle de l'inflation). Toujours selon les auteurs, la crainte du flottement, - ou plus généralement, la crainte de larges fluctuations des monnaies - se généralise pour diverses raisons, en particulier dans les pays émergents⁸.

Il semble donc que le régime de flottement géré et le *Currency Board* soient les deux seules options réalistes pour les pays émergents de l'Asie. Lequel de ces deux systèmes s'avère-t-il le plus approprié ? Quelles recommandations de politique économique peut-on formuler ?

Afin de répondre à ces questions, nous considérons les expériences de Hong-Kong et de Singapour durant la période 1991-2003, en particulier au cours de la crise financière asiatique (AFC). Singapour et Hong-Kong sont deux « cités jumelles » et partagent beaucoup de caractéristiques économiques dans la zone asiatique :

- toutes les deux sont de petites économies ouvertes métropolitaines avec un secteur privé performant et des services publics fiables. Les administrations de ces deux économies bénéficiaient d'importants surplus budgétaires avant la crise financière asiatique et avaient accumulé d'importantes réserves officielles ;
- les deux économies ont poursuivi avec succès une stratégie orientée vers l'exportation et ont amélioré leurs structures industrielles par des



activités à haute valeur ajoutée. En raison de ressources naturelles limitées, les exportations dans les deux économies dépendent fortement de matières premières importées ;

- toutes les deux sont devenues des centres financiers régionaux et abritent les sièges opérationnels de nombreuses sociétés multinationales de la région pacifique et asiatique ;
- toutes les deux ont hérité d'un système britannique de droit commun.

Des contrastes notables existent cependant entre leurs systèmes monétaires et leurs régimes de change. Hong-Kong est sous régime du *Currency Board* depuis 1983, le dollar de Hong-Kong étant fixé au dollar des États-Unis (1 USD = 7,8 HKD). S'étant doté d'un système classique du *Currency Board* basé sur la livre pendant plus d'un demi-siècle, et ce jusque dans les années 1970, Singapour a ensuite adopté en 1973 un système de flottement géré qui assoit la valeur du dollar de Singapour sur un panier de devises (pondéré selon leurs poids dans les échanges commerciaux), dans une bande de fluctuation (de largeur non rendue publique). Avec ces deux économies, nous avons donc une possibilité, qui est assez rare, de pouvoir comparer ces deux systèmes de taux de change, de façon quasiment proche d'une expérience de laboratoire (telle qu'en rêvent souvent les chercheurs en macroéconomie internationale).

Le reste de cet article est organisé comme suit. La première partie traite des régimes de taux de change de Hong-Kong et de Singapour, et en compare les avantages et les inconvénients relatifs. La deuxième partie fournit des éléments empiriques pour évaluer leurs performances macroéconomiques et leurs stabilités monétaires de 1991 à 2003, en particulier pendant la crise financière asiatique. En conclusion, nous essaierons d'en tirer des recommandations de politique économique pour les autres petites économies ouvertes de l'Asie.

5

LES SYSTÈMES DE TAUX DE CHANGE DE HONG-KONG ET DE SINGAPOUR

Le Currency Board de Hong-Kong

Un *Currency Board* émet de la monnaie nationale à un taux fixé par rapport à une devise étrangère, ce taux étant garanti en intégralité par des réserves internationales (Williamson, 1995). Ce mécanisme est habituellement codifié dans une loi qui ne peut pas être modifiée arbitrairement par l'exécutif.

Ceci est supposé imposer une discipline économique aux politiques monétaires et budgétaires, donc instaurer la confiance et mener à la stabilité du taux de change. Outre la confiance générée par cette



discipline, le taux de change dépend également de deux stabilisateurs automatiques : les flux de capitaux et les arbitrages de devises.

Dans le premier cas, une sortie de capitaux engendrée par des doutes quant à la viabilité du taux de change entraîne une contraction de la masse monétaire. En conséquence, les taux d'intérêt montent, ce qui induit une « contre-entrée » de capitaux. Ce mécanisme a lieu automatiquement et rapidement, de telle sorte que le taux de change peut être fixé sans intervention du gouvernement.

Dans des circonstances normales, les fluctuations de taux d'intérêt peuvent donc contribuer à la stabilisation d'une devise. Mais si le taux de change flotte lui-même et semble peu sûr, des taux d'intérêt plus élevés n'induiront pas nécessairement un contre-flux de capitaux. Par conséquent, un deuxième stabilisateur automatique - l'arbitrage de devise (également connu sous le nom d'arbitrage de taux de change) - est nécessaire.

Par exemple, dans le cas où le taux de change du marché s'affaiblirait par rapport au taux officiel, les agents peuvent gagner sans risque en adoptant la stratégie suivante : convertir leurs dépôts de banque en *cash*, aller au *Currency Board* échanger le *cash* contre de la devise étrangère au taux officiel (plus élevé), puis vendre la devise étrangère sur le marché. La pression de vente sur la devise étrangère ramènera le taux de change du marché au niveau du taux officiel⁹. La discipline économique, l'arbitrage de taux d'intérêt et l'arbitrage de devise sont donc les trois ancrés de la pérennité du *Currency Board*, et ces trois ancrés se renforcent mutuellement.

Hong-Kong a connu un système flottant entre 1974 et 1983. En raison du différend sino-anglais de 1983 sur le transfert de souveraineté de Hong-Kong vers la Chine, une crise de confiance a rapidement émergé. Afin d'enrayer cette crise, le gouvernement de Hong-Kong a adopté le système du *Currency Board* le 17 octobre 1983, le dollar de Hong-Kong étant officiellement fixé au dollar des États-Unis au taux de change de 1 dollar des États-Unis pour 7,80 dollars de Hong-Kong.

Pendant la période initiale (de fin 1983 à 1987), aucune des ancrés précédemment évoquées ne fonctionnait en raison de la situation économique et politique fragile. Le taux de 7,8 n'a été maintenu qu'imparfaitement, grâce à un recours joint à l'intervention du gouvernement sur le marché des changes, à la manipulation des taux d'intérêt, et à d'autres mesures administratives. Par ailleurs, le système interbancaire de règlement n'était pas dirigé par le *Currency Board*, mais par la *Hong-Kong* et *Shanghai Banking Corporation Limited* (HSBC). Toutes les banques autorisées à Hong-Kong ont maintenu un compte de compensation avec la HSBC, soit directement, soit indirectement *via* une autre banque. Sous ce système, le gouvernement ne pouvait même



pas contrôler la base monétaire, les banques ne transitant pas par le *Currency Board*.

En 1988, les « dispositions comptables » (*Accounting Arrangements*) ont été mises en place, imposant à la HSBC d'entretenir avec le *Currency Board* un solde égal au compte de compensation de l'ensemble du système bancaire. Ce système à deux niveaux a permis au *Currency Board* de contrôler indirectement la base monétaire. En outre, l'introduction de la facilité d'ajustement de liquidité (*Liquidity Adjustment Facility*) en juillet (mais avec des pénalités contre les utilisateurs fréquents), a renforcé les capacités de l'autorité à influencer la liquidité interbancaire. Suite à l'adoption de ces deux mesures, le gouvernement de Hong-Kong est désormais très peu intervenu pour maintenir le taux de change du marché au niveau officiel. Le 1^{er} avril 1993, une Banque centrale, l'autorité monétaire de Hong-Kong (*Hong-Kong Monetary Authority*)¹⁰ a été formellement établie afin que tous les éléments de ces réformes soient supervisés par une autorité unique.

En octobre 1997, le dollar de Hong-Kong a subi une attaque spéculative forte. Des doutes ont alors été émis sur la nature et la robustesse du *Currency Board* de Hong-Kong. En réaction, le HKMA a annoncé 7 mesures techniques, qui peuvent être regroupées en deux catégories : (1) les comptes en dollar de Hong-Kong détenus par les banques auprès de l'HKMA peuvent être convertis en dollar des États-Unis à un taux de change fixe officiel ; et (2) la facilité d'ajustement de liquidité (LAF) a été remplacée par un escompte officiel de prêt.

La première mesure supprime le risque de change au cours de l'arbitrage expliqué plus haut, et, par conséquent, ramène le taux d'intérêt de Hong-Kong au niveau de celui des États-Unis. La seconde, qui donne plus de liberté aux banques pour emprunter des liquidités au jour le jour auprès du HKMA avec des garanties, a permis une augmentation de la liquidité interbancaire. Ainsi, les effets des attaques sur le taux interbancaire ont pu être atténués. Après la mise en place de ces mesures techniques d'aménagement (et grâce à l'amélioration de la conjoncture économique), le calme financier est revenu à Hong-Kong.

Le flottement contrôlé de Singapour

Singapour s'est séparé de la Malaisie et est devenu un état indépendant en 1965, époque où fonctionnait une union monétaire régionale - *Currency Board* entre la Malaisie, le Sabah, le Sarawak et Singapour. Deux ans après, Singapour s'est doté de son propre *Currency Board*, le *Board of Commission of Currency of Singapore* (BCCS)¹¹, unique banque émettrice de monnaie centrale. Le dollar de Singapour a été arrimé à la livre au taux de 1 dollar de Singapour pour 2 shillings et 4 pences.



En 1971, l'autorité monétaire de Singapour (MAS)¹² a été créée pour reprendre les fonctions de pilotage de la politique monétaire et de la régulation des marchés financiers, auparavant détenues par la BCCS. En tant que Banque centrale *de facto*, le MAS dispose de tous les outils monétaires conventionnels, incluant les opérations d'*open market*, la politique d'escompte, la gestion des réserves officielles... Néanmoins, la fonction d'émission et de rachat de la monnaie est toujours assurée par le BCCS.

En 1972, le dollar de Singapour s'est écarté de la parité fixée par rapport à la livre, en raison de la dévaluation de celle-ci. Il a ensuite été fixé pendant un moment au dollar des États-Unis au taux de 1 dollar des États-Unis pour 2, 8196 dollars de Singapour. Dans le contexte d'incertitude monétaire internationale de 1973, le gouvernement de Singapour a finalement renoncé au système de taux de change fixe et a adopté un système de flottage contrôlé.

Avant la crise financière asiatique de 1997-1998, la politique de taux de change de Singapour peut être caractérisée comme visant à « un dollar de Singapour fort », le MAS estimant pouvoir ainsi garantir un niveau d'inflation bas et une compétitivité de long terme¹³.

Sous le système flottant contrôlé, le MAS gère le dollar de Singapour par rapport à un panier de devises des principaux partenaires commerciaux et concurrents de Singapour. Le niveau de parité cible est déterminé en tenant compte des évolutions de prix et de change dans les pays qui sont les sources principales d'inflation importée, de l'indice de prix à la consommation, et de la concurrence sur les marchés d'exportation. Les estimations économétriques des pondérations suggèrent que le dollar des États-Unis a eu un poids dans ce panier d'environ 70 %, le reste étant divisé entre le yen et les autres devises étrangères¹⁴. Le dollar de Singapour est autorisé à flotter dans une bande de fluctuation (de largeur non révélée) autour de la parité centrale. Ni la parité centrale, ni la largeur de la bande ne sont complètement fixes, étant périodiquement modifiées afin de faire en sorte qu'elles soient conformes aux fondamentaux économiques et aux conditions du marché.

Pendant la crise financière asiatique, Singapour a usé de la dépréciation du taux de change pour en atténuer l'impact. La politique de taux de change de Singapour est alors devenue plus compliquée que celle du « dollar de Singapour fort » évoquée ci-dessus, et s'articule autour des deux stratégies suivantes : (a) viser une appréciation progressive, non révélée et probablement variable pendant les périodes normales (c'est-à-dire la politique forte du dollar de Singapour) ; (b) en cas de récession ou de crise, permettre une correction importante des taux de change afin d'atténuer l'impact défavorable du choc ou de la crise externe sur l'économie de Singapour.



Il faut préciser que, grâce au *Central Provident Fund* (CPF) et aux excédents budgétaires persistants, le MAS est effectivement en mesure d'intervenir sur le marché des changes, dans le sens d'une appréciation ou d'une dépréciation. Plus précisément, la contribution du CPF et les excédents budgétaires continuels transfèrent une liquidité importante de l'économie au secteur public. Afin d'éviter une diminution des transactions économiques induite par ce transfert de la liquidité, ainsi qu'une trop forte appréciation du dollar de Singapour, le MAS réinjecte habituellement de la liquidité dans l'économie en vendant des dollars de Singapour sur le marché des changes. Ce faisant, le MAS a pu atteindre les objectifs duals : accumuler des réserves internationales pour le gouvernement et réinjecter de la liquidité dans l'économie.

Avantages et inconvénients du Currency Board et du flottant contrôlé

Le but du *Currency Board* est d'augmenter la transparence des politiques par des règles fixes, qui simplifient la tâche de surveillance publique et envoient des signaux clairs aux agents. Une fixité transparente et vérifiable (Frankel *et al.*, 2001) est supposée signaler un plus grand engagement à éliminer les ajustements arbitraires de taux de change (aucune clause échappatoire ne peut être évoquée), ainsi que la volonté des autorités de subordonner des objectifs domestiques tels que la croissance du PIB et le taux de chômage au maintien du taux de change.

Un *Currency Board* permet de résoudre le problème d'incohérence temporelle de la politique monétaire. Celui-ci survient quand l'engagement de la Banque centrale à maintenir un faible taux de croissance de la masse monétaire n'est pas crédible ; il entraîne un biais inflationniste pour l'économie. Comme le montre Camilleri (2004), une compréhension des coûts liés à l'inflation est à la base de n'importe quelle discussion autour du design institutionnel monétaire optimal.

Ces avantages potentiels du *Currency Board* doivent être comparés aux coûts potentiels en termes de PIB et de volatilité. Le plus important est lié à la perte des instruments de taux de change et de taux d'intérêt aptes à lisser le PIB au cours du cycle économique. En outre, un pays sous un *Currency Board* ne peut pas, même à court terme, créer de la monnaie ou soutenir l'institution financière domestique, à moins qu'il n'ait les réserves suffisantes. Cette contrainte ne s'applique pas à Hong-Kong, celui-ci ayant accumulé des réserves internationales abondantes¹⁵.

L'ajustement en réponse à une perte de compétitivité sous un *Currency Board* dépend crucialement du degré de flexibilité des prix. Avec des



prix et des salaires parfaitement flexibles, une politique déflationniste crédible ne provoquerait en théorie aucun coût en termes de PIB. Au contraire, en cas de difficultés économiques telles que d'importants chocs réels, un petit pays sous un *Currency Board*, où la structure productive ne peut être diversifiée et où les chocs réels peuvent prédominer, est typiquement forcé de subir les conséquences en termes réels de son choix de régime de change, tels qu'un bas taux de croissance du PIB et un chômage élevé. Un *Currency Board* peut donc devenir la cible d'attaques spéculatives basées sur l'anticipation par les marchés financiers du refus des décideurs politiques de subir les coûts réels du maintien du régime de change.

Contrairement à un régime du *Currency Board*, l'avantage du régime flottant contrôlé est double :

- hors cas d'attaques spéculatives graves, le pilotage du taux de change dans un régime de taux de change flottant fournit le bon signal de prix permettant aux acteurs du commerce international de rectifier d'eux-mêmes les problèmes d'équilibre de la balance des paiements. Par conséquent, le régime de flottement contrôlé fournit un mécanisme plus souple d'ajustement progressif du taux de change. Les changements du taux de change nominal faciliteraient l'ajustement aux chocs étrangers ou domestiques ;

- des fluctuations trop fréquentes et trop fortes du taux de change, particulièrement en raison d'attaques spéculatives, induisent une confusion des signaux de prix, qui nuisent au commerce et à l'investissement international, ce qui, à terme, renforce les problèmes d'équilibre extérieur. L'intervention de l'autorité monétaire pour réduire les fluctuations du taux de change est donc une contrepartie nécessaire aux défaillances du marché. Dans le cas de Singapour, l'importance des réserves internationales augmente la crédibilité de l'intervention publique.

L'inconvénient du flottement contrôlé est le manque de transparence du comportement de la Banque centrale, qui peut induire des incertitudes supplémentaires. Le problème de l'incohérence temporelle subsiste.

ÉLÉMENTS EMPIRIQUES

Dans cette section, nous évaluons les performances des deux régimes de change à Hong-Kong et Singapour en examinant quelques éléments empiriques. Nous analyserons l'évolution des taux de change nominaux et réels, des primes de risque, du niveau et de la volatilité des taux d'intérêt réels, de l'indice des prix à la consommation, et du PIB réel.

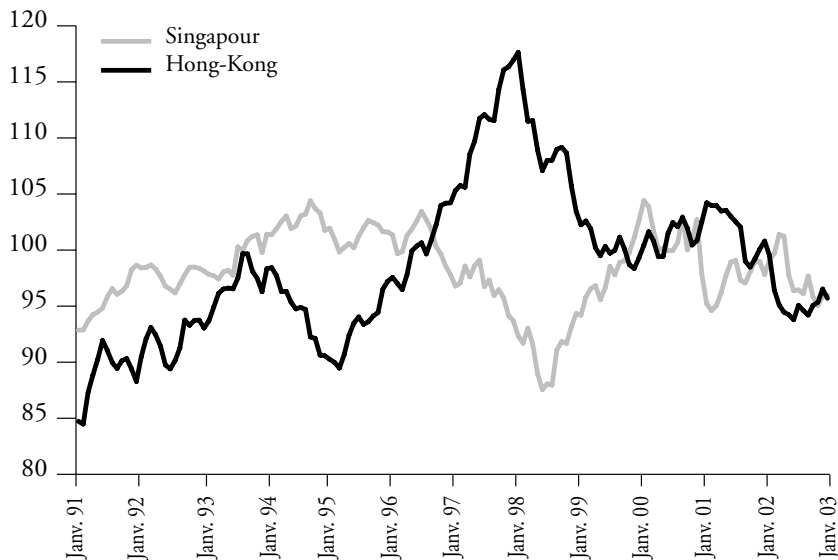


Le taux de change nominal et réel

Hong-Kong et Singapour ont connu une appréciation considérable de leur monnaie entre 1991 et 1997 (cf. graphique n° 3). Mais cette appréciation était sensiblement plus grande à Hong-Kong. Ainsi, entre janvier 1991 et janvier 1997, le taux de change effectif réel s'était apprécié de 18 % à Hong-Kong, mais de 11 % seulement à Singapour.

La différence de réponse des taux de change effectifs réels à Singapour et Hong-Kong lors de la crise financière asiatique apparaît également clairement sur le graphique n° 3. Ainsi, si le taux de change effectif réel de Singapour a baissé graduellement à partir de janvier 1998, celui de Hong-Kong a continué de s'apprécier jusqu'en août 1998.

Graphique n° 3
Taux de change effectif réel de 1991 à 2003



La raison principale de cette différence tient sûrement aux particularités de leurs systèmes de change. Le taux de change nominal de Singapour s'est apprécié uniformément avant la crise financière asiatique (en raison de la politique du dollar fort de Singapour) et s'est déprécié rapidement pendant la crise, alors que le dollar de Hong-Kong est resté étroitement fixé au dollar des États-Unis.

Prime de risque

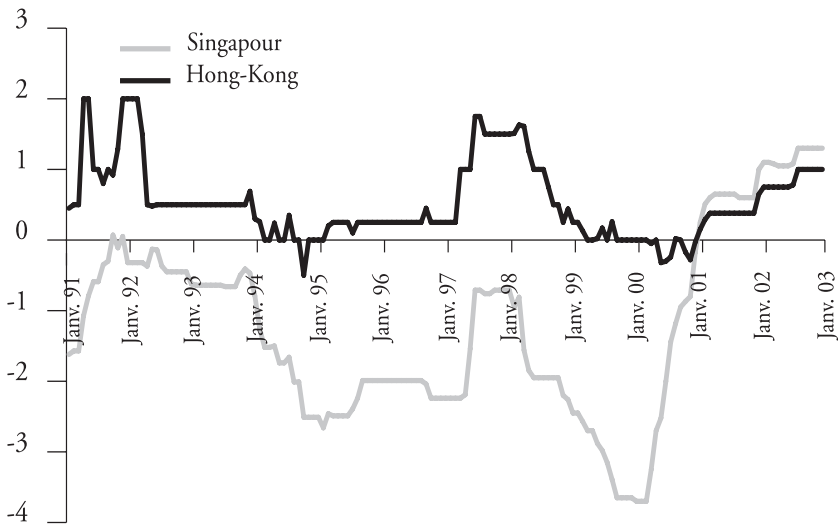
En raison du régime de taux de change fixe, on s'attendrait à une faible différence entre les taux d'intérêt aux États-Unis et à



Hong-Kong en temps normal, et à de grosses primes de risque en cas de crise. Selon le mécanisme du *Currency Board*, en l'absence de contrôle de capitaux, si le taux d'intérêt à Hong-Kong s'élève, les emprunteurs se tournent vers le dollar des États-Unis, tendant ainsi à ramener les taux d'intérêt de Hong-Kong au niveau des taux américains.

Le graphique n° 4 montre les différences des *spreads* de taux d'emprunt de Hong-Kong et Singapour par rapport aux taux américains. En période normale, les *spreads* de Hong-Kong sont beaucoup moins importants que ceux de Singapour. Le faible écart type du *spread* de taux d'intérêt de Hong-Kong (cf. tableau n° 1) est cohérent avec la fixité du dollar de Hong-Kong par rapport au dollar des États-Unis. Néanmoins, les taux à Hong-Kong sont souvent restés sensiblement plus élevés que les taux américains, ce qui peut suggérer que le dollar de Hong-Kong est surévalué. En revanche, les taux à Singapour sont restés plus bas que les taux américains.

Graphique n° 4
Prime de risque de 1991 à 2003
(en %)



Le graphique n° 4 montre également que la prime de risque à Hong-Kong est devenue sensiblement plus grande qu'à Singapour au cours de la crise financière asiatique. Cela est sans doute lié à la défense du *Currency Board* au cours de la série d'attaques spéculatives de 1997 et 1998.



Tableau n° 1
Volatilité des prix, prime de risque et taux d'intérêt réel

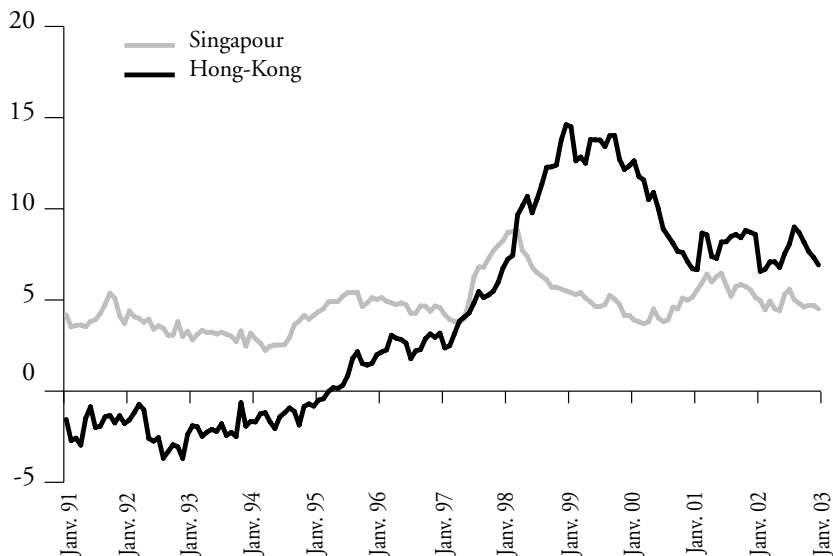
Séries temporelles de 1991 à 2003	Hong-Kong		Singapour	
	Moyen	Écart type	Moyen	Écart type
Changement annuel d'IPC	3,66	5,73	1,42	1,29
Prime de risque	0,53	0,55	- 1,19	1,31
Taux d'intérêt réel	4,15	5,48	4,67	1,31

Le niveau et la stabilité des taux d'intérêt réels

Tel que le montre le graphique n° 5, bien que le taux d'emprunt du dollar de Hong-Kong soit plus élevé que celui de Singapour entre janvier 1991 et octobre 2001, son taux d'intérêt réel a été beaucoup plus bas pendant la première sous-période (de janvier 1991 à septembre 1998), puis beaucoup plus élevé pendant la seconde sous-période (d'octobre 1998 à 2003). Cela résulte principalement d'un taux d'inflation plus élevé à Hong-Kong pendant la première sous-période, puis de la déflation ayant marqué la seconde. Ainsi, comme l'indiquent le graphique n° 5 et le tableau n° 1, le taux d'intérêt réel de Hong-Kong a été beaucoup plus volatil que celui de Singapour : son écart type est 4 fois plus élevé que celui de Singapour (5,48 contre 1,31).

13

Graphique n° 5
Taux d'intérêt réel de 1991 à 2003
(en %)





En outre, le taux d'intérêt réel de Hong-Kong était souvent négatif entre 1991 et l'automne 1995, période marquée par une surchauffe de l'économie et un taux d'inflation élevé. Ce taux est ensuite devenu positif (de 2 % à 3 %), et s'est élevé brusquement avec le déclenchement de la crise financière asiatique pour connaître un sommet en août 1999. Le mouvement pro-cyclique du taux d'intérêt réel à Hong-Kong reflète donc la rigidité d'un système conventionnel du *Currency Board* en cas de chocs externes.

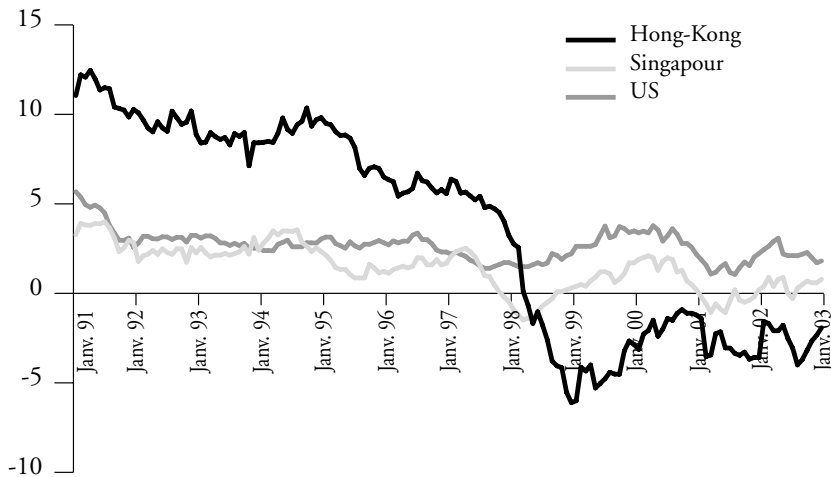
L'indice des prix à la consommation (IPC)

Un *Currency Board* n'implique pas nécessairement la convergence des niveaux d'inflation entre le pays du *Currency Board* et le pays de référence monétaire. En régime de change fixe, apparaît une convergence des taux d'inflation des prix des biens échangeables, mais le niveau des prix dépend également significativement du prix des biens non échangeables.

Pendant toute la période de notre étude, Hong-Kong a connu une inflation considérablement plus élevée que Singapour. Le taux d'inflation de Singapour était inférieur à celui des États-Unis, alors que le taux d'inflation de Hong-Kong était beaucoup plus élevé, comme l'illustre le graphique n° 6. L'inflation moyenne de Singapour au cours de la période de l'étude s'établissait à 1,42 %, alors que la moyenne de Hong-Kong s'élevait à 3,66 %.

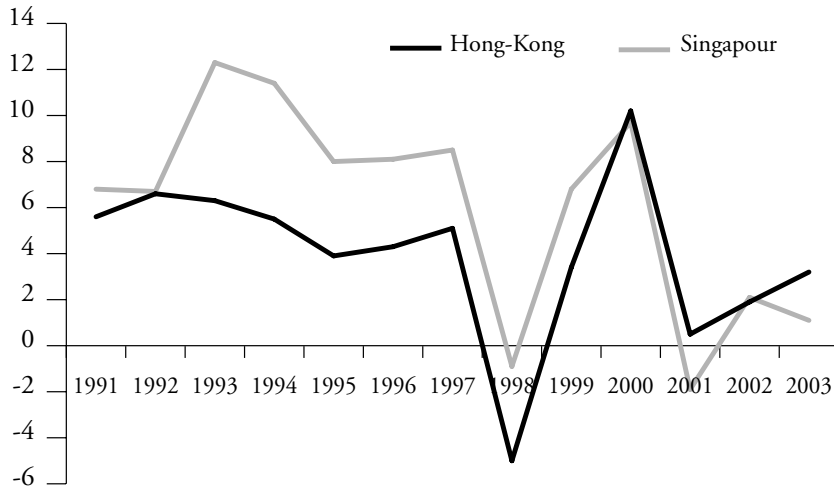
14

Graphique n° 6
Indice des prix à la consommation de 1991 à 2003
(en %)





Graphique n° 7
Croissance réelle du PIB de 1991 à 2003
(en %)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI et Datastream.

La flexibilité des prix est cruciale dans une économie en taux de change fixe. Dans le *Currency Board* de Hong-Kong, on suppose implicitement que le prix s'ajustera suffisamment rapidement pour compenser les évolutions de la valeur de la monnaie ou la variation de la demande. Hong-Kong est considéré comme une économie avec un fort degré de flexibilité pour les raisons suivantes : (1) existence d'un grand nombre de petites et moyennes entreprises, (2) intervention minimum du gouvernement dans le secteur marchand, (3) faiblesse des organisations syndicales.

Le graphique n° 6 montre que le niveau des prix de Hong-Kong est beaucoup plus flexible que celui de Singapour. C'était tout particulièrement le cas au cours de la crise financière asiatique, l'indice des prix à la consommation de Hong-Kong chutant brusquement après juillet 1998, alors que l'indice de Singapour restait quasiment au même niveau.

Le PIB réel

Singapour s'est développé considérablement, plus rapidement que Hong-Kong entre 1991 et 2003. Pendant toute la période de l'étude, Hong-Kong a connu un taux de croissance moyen de 3,96 %, tandis que Singapour avait un taux de croissance moyen de 6,05 %.

Cette différence de performances économiques a été particulièrement importante lors de la crise financière asiatique. En 1998, le taux de croissance du PIB réel de Hong-Kong est tombé à -5 %, alors même que



Singapour n'était, quant à lui, confronté qu'à une très légère récession (légèrement inférieure à 0). Bien que les prix soient plus fluctuants à Hong-Kong qu'à Singapour (cf. ci-dessus)¹⁶, il n'est pas suffisant pour amortir les fluctuations du PIB. En fait, Batiz et Sy (2000) ont montré que les fluctuations totales de l'indice des prix à Hong-Kong ont surtout été liées aux prix des biens non échangeables, dans une économie de services marquée significativement par la valeur des biens immobiliers¹⁷.

Dans cet article, nous avons comparé les régimes de taux de change à Hong-Kong et à Singapour d'un point de vue théorique et empirique. Le système flottant contrôlé a offert à Singapour une croissance considérablement plus élevée et une stabilité en termes de taux d'intérêt réel et d'inflation. La flexibilité du système flottant contrôlé de Singapour par rapport au *Currency Board* de Hong-Kong a été aussi mise en lumière au cours de la crise financière asiatique.

Ceci implique-t-il que Hong-Kong serait bien avisé d'abandonner son régime du *Currency Board* en faveur d'un régime de flottement géré avec plus de souplesse ? Est-ce que les petites économies ouvertes de l'Asie devraient suivre cette recommandation ? C'est ce que semble suggérer l'analyse précédente.

Néanmoins, comme le montre Eichengreen (1999b), l'organisation du passage d'un régime de taux fixe à un régime de change flexible est une manœuvre difficile dont le coût pourrait, sous des conditions économiques difficiles, être très lourd. Ce point est particulièrement important pour Hong-Kong qui, rétrocedé à la Chine, a connu une longue période d'incertitude sur son avenir. Par conséquent, les autorités ont beaucoup investi pour reconstruire la confiance dans le régime de taux de change. En revanche, l'avenir politique de Singapour, en tant que Cité État indépendant, n'a jamais été remis en cause. Il importe donc de poursuivre les recherches, quant au choix du moment et des conditions optimales de sortie d'un régime fixe vers un régime de flottement géré, ce qui devrait faire l'objet de travaux ultérieurs.



NOTES

1. Obstfeld et Rogoff (1995), qui ont insisté sur la difficulté de maintenir un taux de change géré avec l'augmentation de la mobilité de capitaux, en ont anticipé quelques-uns.
2. Ce phénomène est aussi désigné sous le nom de « disparition des régimes intermédiaires », de « creusement de la courbe en U » ou de « polarisation des régimes de changes ».
3. « There is no single answer, but in light of recent experience what is perhaps becoming increasingly clear - and will probably be increasingly reflected in the advice that the international community offers - is that in a world of freely flowing capital there is shrinking scope for countries to occupy the middle ground of fixed but adjustable pegs. As we go forward from the events of the past eighteen months, I expect that countries will be increasingly wary about committing themselves to fixed exchange rates, whatever the temptations these may offer in the short run, unless they are also prepared to dedicate policy wholeheartedly to their support and establish extraordinary domestic safeguards to keep them in place ».
4. « The report recommends that the IMF counsel countries to avoid pegged exchange rates. Countries should adopt one of two exchange rate systems: exchange rates should either float or be rigidly fixed, for example by adopting a *currency board* or dollarization ».
5. La définition fournie par les autorités nationales de leur régime de taux de change pour la publication du FMI diffère dans certains cas de l'organisation effective. Plusieurs auteurs, comme Levy-Yeyati et Sturzenegger (2005) et MacKinnon (2001) analysent cette difficulté. À ma connaissance, il n'y a pas encore de séries historiques des régimes effectifs de taux de change.
6. Les régimes flottants incluent ici les régimes flexibles purs et les régimes flottants gérés sans objectif de taux de change annoncé.
7. Voir aussi Hausmann, *et al.* (2000).
8. « There are multiple reasons why countries may be reluctant to tolerate much variation in their exchange rates (the consequence of the free floating regime)... an output cost associated with (too much) exchange rate fluctuations ; ... an inelastic supply of external funds at times of crises ;... lack of credibility and loss of access to international capital market ;... the combination of lack of credibility, a high pass-through from exchange rates to prices, and inflation targeting... Fear of floating - or more generally, fear of large currency swings - is pervasive for a variety of reasons, particularly among emerging market countries ».
9. Même si les dépôts excèdent la monnaie fiduciaire en circulation dans les pays du *Currency Board*, et qu'il n'est donc pas techniquement possible de convertir immédiatement tous les dépôts en *cash*, étant donné l'intégralité de la garantie du taux de change par des réserves internationales, cette pression de la vente est normalement suffisante pour ramener le taux de change au niveau officiel.
10. Site Web du HKMA : <http://www.info.gov.hk/hkma/>
11. Site Web du HKMA : <http://www.singaporecurrency.gov.sg/>
12. Site Web du HKMA : <http://www.mas.gov.sg/>
13. Teh et Shanmugaratnam (1992), entre autres, démontrent qu'une appréciation du dollar de Singapour induirait un taux d'inflation bas, et que la compétitivité d'exportation de Singapour devrait être indépendante de cette appréciation de taux de change.
14. À partir des mouvements hebdomadaires de la période janvier-mai 1992, Frankel et Wei (1994) ont estimé que le dollar américain et le yen avaient respectivement des poids de 75 % et de 13 %. Sur la période hebdomadaire janvier 91- mai 1995, Kwan (1995) a estimé que les poids du dollar américain et du yen étaient de 64 % et 11 %.
15. À la fin de 1997, la valeur des réserves internationales de Hong-Kong est 6 fois plus importante que celle de la monnaie en circulation. En effet, en incluant le *Land Fund*, qui est géré par le HKMA à partir de septembre 1997, Hong-Kong possède la troisième importante réserve internationale, qui représente plus de 40 % de M3.
16. Pour les travaux économétriques sur la flexibilité de prix à Hong-Kong, voir Yip et Wang (2002).
17. La comparaison des taux de croissances du PIB en termes nominaux et en dollar US montre également que le taux de croissance annuel à Singapour est considérablement plus élevé que celui à Hong-Kong. Néanmoins, le PIB de Hong-Kong a moins diminué que celui de Singapour en 1998.

BIBLIOGRAPHIE

- BATIZ L.R. et SY A. N. (2000), « Currency Boards, Credibility, and Macroeconomics Behaviour », *IMF Working Paper*.
- CAMILLE G. (2004), « An Institutional Framework for Comparing Emerging Market Currency Boards », *IMF Working Paper*.
- CALVO G. et REINHART C. (2001), « Fixing for Your Life » in S. Collins and D. Rodrik (éd.), *Brookings Trade Forum 2000. Policy Challenges in the Next Millennium*, Washington, p. 1-39.
- CALVO G. et REINHART C. (2002), « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, n° 2, p.379-408.
- DORNBUSCH R. (1999), *Emerging Market Crises: Origins and Remedies*, July.
- EDWARDS S. et SAVASTANO M. (1999), « Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know? », in A. Krueger (éd.), *Economic Policy Reform: The Second Stage*, University of Chicago Press, p. 453-510.
- EDWARDS S. (2000), « Exchange Rates Systems in Emerging Economies », Prepared for the Meltzer Commission on the New Financial Architecture, April.
- EICHENGREEN B. (1999a), « Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda », Washington, DC: Institute of International Economics.
- EICHENGREEN B. (1999b), « Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility », *Economic Journal*, vol. CIX, p.1-14.
- FISHER S. (2001), « Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? » *Journal of Economic Perspectives*, vol. XV, p.3-24.
- FRANKEL J. (1999), « No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times », *NBER Working Paper 7338*.
- FRANKEL J., SCHMUKLER S. et SERVEN L. (2001), « Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime », in S. Collins and D. Rodrik (éd.), *Policy Challenges in the Next Millennium*, Washington, DC: Brookings Institution, p. 59-109.
- GHOSH A., ANNE-MARIE G., JONATHAN O. et HOLGER W. (2000), « Currency Boards: More than a Quick Fix? », *Economic Policy*, vol. XXXI, p. 270-335.
- GOLDSTEIN M. (1999), « Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture », Washington: Institute for International Economics.
- HAUSMANN R. (1999), « Currencies: Should there be Five or One Hundred and Five », mimeo, Inter-American Development Bank.
- HAUSMANN R., MICHAEL G., CARMEN P. et ERNESTO S. (1999), « Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate System », Inter-American Development Bank, *Working Paper 400*.
- HAUSMANN R., PANIZZA U. et STEIN E. (2000), « Why do countries float the way they float? », Inter-American Development Bank, *Working Paper 418*.
- KWAN, FRANCIS Y.K., LUI T. et CHEUNG L. (1999), « Credibility of Hong Kong's Currency Board: The Role of Institutional Arrangements », mimeo, August.
- LEVY-YEYATI E. et STURZENEGGER F. (2005), « Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words », *European Economic Review*, vol. 49, Issue 6, August, pp. 1603-1635.
- MELTZER A. (2000), « Report of the International Financial Institution Advisory Commission », submitted to the US Congress and US Department of the Treasury.
- MCKINNON R. (2001), « After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange Rate Pegging » in J. Stiglitz and S. Yusuf (éd.), *Rethinking the East Asian Miracle*, World Bank and Oxford University Press, p. 197-246.
- OBSTFELD M. et ROGOFF K. (1995), « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. IX, p.73-96.
- REINHART C. (2000), « The Mirage of Floating Exchange Rates », *American Economic Review Papers and Proceedings*, p. 1-14.



« CURRENCY BOARD » VERSUS CHANGE GÉRÉ ?
UN BILAN DES STRATÉGIES DE HONG-KONG ET DE SINGAPOUR

SUMMERS L. (1999a), « Testimony before the Senate Foreign Relation Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion ».

SUMMERS L. (1999b), « Building an International Financial Architecture for the 21st Century », *Cato Journal*, vol. XVIII, n°3, p. 321-329.

SUMMERS L. (2000), « Report of the International Financial Institution Advisory Commission », Washington, D.C.

TEH K. P. et SHANMUGARATAM T. (1992), « Exchange Rate Policy: Philosophy and Conduct over the Past Decade », in L. Low, and M. H. Toh (éd.), *Public Policies in Singapore: Changes in the 1980s and the Future Signposts*, Singapore: Times Academic Press, p. 285-314.

WILLIAMSON J. (1995), *What Role for Currency Boards?*, US, Institute for International Economics.

YIP P. S. et WANG R. F. (2002), « Is price in Hong Kong that flexible? Evidence from the export sector », *Asian Economic Journal*, vol.XVI, p. 193-208.

