

RÉGIME DE CHANGE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN MÉDITERRANÉE

JEAN-MARC RIZZO*

Si demain les pays du sud méditerranéen décidaient de rattacher leur monnaie à l'euro, quels bénéfices en tireraient-ils ? Une croissance dopée, une inflation réduite, un développement soutenu des échanges ? La réponse à cette question requiert l'examen préalable de l'importance des effets du régime de change sur les variables économiques clés.

De nombreuses études empiriques mettent en lumière une relation avec l'inflation. Peu en revanche sont consacrées à l'examen des liens avec la croissance économique et les quelques essais existants produisent des conclusions assez diverses. Un article de Mills et Wood (1993), fondé sur l'expérience du Royaume-Uni, s'achève sur le constat d'une absence d'influence du régime de change. A l'inverse, une équipe du FMI (Ghosh et alii, 1997), au terme d'un travail de recherche à grande échelle (136 pays), avance des conclusions moins tranchées. Elle estime que des liens, en vérité ténus, existent bien.

Aussi, dans la perspective d'une extension de la Zone euro en Méditerranée, notamment sous la forme d'un ancrage vis-à-vis de la monnaie européenne, il nous a semblé intéressant de vérifier, dans la lignée méthodologique de l'étude du FMI, dans quelle mesure, au sein d'une région donnée, la nature du régime de change pouvait importer en matière de croissance. Afin de mettre en perspective les résultats obtenus, nous avons choisi d'établir une comparaison avec deux autres régions, l'Amérique Latine et l'Asie du Sud-Est, qui connaissent des rythmes de développement et réalisent des performances économiques forts différents de ceux de la Méditerranée, mais dont les expériences en matière de change sont tout aussi diversifiées.

* CEFI, Université de la Méditerranée.

L'article comprend quatre sections. La première propose un bref rappel des principaux canaux théoriques de transmission des effets d'un régime de change à la croissance économique. La deuxième section présente les données et la façon dont elles ont été exploitées. La troisième et la quatrième sections sont consacrées à une analyse empirique des effets du régime de change sur le niveau et la volatilité de la croissance.

LES EFFETS DU RÉGIME DE CHANGE SUR LA CROISSANCE : A PRIORI THÉORIQUES

Notre objectif n'est pas de procéder à une revue des différentes spécifications de la relation régime de change-croissance économique mais simplement de mettre en évidence, à partir de quelques exemples, toute la complexité de cette relation et les incertitudes théoriques qu'elle soulève.

On peut s'attendre à ce que le régime de change influe sur la croissance de la production soit par une action sur le taux de croissance des quantités de facteurs (investissement ou emploi), soit par une action sur la croissance de la productivité totale. Mais les canaux de transmission sont multiples et contradictoires et l'impact final n'est pas évident à déterminer *a priori*.

Analysons l'action du régime de change sur la productivité totale des facteurs. Elle peut intervenir soit à partir d'un effet sur la vitesse d'ajustement sectoriel aux chocs, soit à partir d'un effet sur la croissance du commerce extérieur (ou de l'ouverture en général), qui est à son tour censée stimuler la croissance de la productivité à travers de multiples voies. En particulier, les pays qui s'ouvrent le plus sur l'extérieur connaissent une plus forte croissance de la productivité totale des facteurs que ceux qui refusent la compétition internationale parce qu'ils absorbent plus vite et avec davantage d'efficacité les innovations technologiques développées à l'étranger (Edwards, 1993). Mais les deux canaux de transmission demeurent flous et controversés, notamment, pour le second, parce que l'unanimité n'est pas de mise à propos de la nature réelle du lien entre le régime de change et la croissance des échanges internationaux.

De la même façon, la relation entre régime de change et croissance des quantités de facteurs est sujette à débat. Par exemple, les changes fixes doivent favoriser l'investissement, et donc contribuer à accélérer la croissance, parce qu'ils engendrent une réduction des incertitudes politiques, une diminution des taux d'intérêt réels et de la variabilité des taux de change réels. Mais, en éliminant de fait un important mécanisme d'ajustement (la variation du taux de change), ils tendent à exacerber les pressions protectionnistes et, dans la mesure où les activités liées au commerce extérieur jouissent d'une productivité supérieure, ils réduisent le niveau d'efficacité d'un stock donné de capital. Qui plus est, les taux de change fixes peuvent induire un mésalignement du taux de change réel qui, en déformant les signaux des prix dans l'économie, empêche l'allocation

tion efficiente des ressources entre les secteurs. Autant d'éléments qui jouent négativement sur la croissance.

Les effets du régime de change sur la volatilité de la production sont tout aussi ambigus. Les taux de change flexibles, parce qu'ils facilitent les ajustements des prix et des salaires réels, sont généralement supposés engendrer des volatilités inférieures sur les quantités. Mais, si les forces spéculatives font du taux de change nominal une source indépendante de volatilité, un taux de change flexible peut également exacerber les variations de la production et de l'emploi.

LES DONNÉES ET LEUR TRAITEMENT

Notre analyse porte sur la période 1980-1995 et sur un échantillon de 29 pays répartis de la façon suivante : 10 pays méditerranéens (Algérie, Chypre, Egypte, Israël, Jordanie, Malte, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie), 11 d'Amérique Latine (Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Equateur, Mexique, Paraguay, Pérou, Uruguay et Venezuela), et 8 d'Asie du Sud-Est (Chine, Corée du Sud, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande). La plupart des variables utilisées sont issues des World Tables de la Banque Mondiale et des Statistiques financières internationales du FMI. Comme souvent lorsqu'il s'agit de pays en développement, un certain nombre de données font défaut. Néanmoins, les estimations économétriques portent sur un nombre d'observations suffisant, variant entre 350 et 370.

Pour classer les régimes de change, deux options s'offraient : effectuer un classement *de facto*, fondé sur l'évolution observée des taux de change ou un classement *de jure*, à partir des engagements officiels des banques centrales. Aucune des deux méthodes n'est entièrement satisfaisante. La première présente l'évident avantage de reposer sur des comportements réels mais elle ne permet pas d'opérer une distinction entre la stabilité des taux de change due à l'absence de chocs et celle résultant d'actions régulatrices des autorités. Ainsi, elle ne saisit pas ce qui, au fond, constitue l'essence même du régime de change : l'engagement ou pas d'une banque centrale à intervenir sur le marché des changes et à lui subordonner sa politique monétaire. La seconde recouvre cet engagement formel mais ne permet pas de repérer un éventuel décalage entre la politique annoncée et le comportement effectif des autorités monétaires, décalage qui peut se traduire, en changes fixes, par de fréquents changements de parité transformant la fixité *de jure* en une flexibilité *de facto*¹. Nous avons, pour des raisons de commodité, choisi de nous fonder sur les régimes de change officiels des pays étudiés, disponibles sur une base trimestrielle dans les Statistiques financières internationales du FMI.

Il existe aujourd'hui une diversité de régimes de change et il devient

de plus en plus difficile de procéder à des regroupements satisfaisants. La taille relativement réduite de nos échantillons régionaux commandait toutefois d'opérer de la sorte. Aussi, avons-nous distingué quatre types de systèmes :

1. L'ancrage unimonétaire.
2. L'ancrage plurimonétaire (ou rattachement à un panier de devises).
3. La flexibilité limitée, qui regroupe les dispositifs recensés par le FMI sous les termes de flexibilité limitée par rapport à une seule monnaie, taux de change modulés en fonction d'un ensemble d'indicateurs, et autres régimes de flottement dirigé.
4. Le flottement libre.

Toutefois, les données ont principalement été étudiées selon le clivage « classique » fixité/flexibilité - construit par regroupement, d'une part, des deux formes d'ancrage, d'autre part, de la flexibilité limitée et du flottement -, seul niveau possible d'analyse commun. En effet, il s'est avéré en pratique impossible d'utiliser le niveau de désagrégation des systèmes de change en quatre modalités dans les zones géographiques étudiées. En Amérique Latine, l'expérience du rattachement à un panier de devises n'a jamais été tentée. Aussi, seules trois modalités ont été prises en compte : la fixité, la flexibilité limitée et le flottement. En Méditerranée et en Asie du Sud-Est, c'est l'expérience du flottement qui fait défaut. Au sein de la région méditerranéenne, outre le Liban - absent de l'échantillon pour une trop grande carence de données -, unique pays à avoir durablement retenu cette option, seul Israël s'est laissé tenter, mais le bout d'essai (qui s'est déroulé entre 1982 et 1983) a tourné court. De même, en Asie, ce système de change n'a été adopté que par les Philippines et Hong-Kong, qui l'a abandonné en 1983. Par conséquent, pour les deux régions, nous n'avons pu distinguer que les deux formes de la fixité et la flexibilité au sens large du terme.

10

ÉTUDE EMPIRIQUE DES EFFETS DU RÉGIME DE CHANGE SUR LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Nous conduirons l'étude des effets du régime de change sur la croissance économique en deux temps, en établissant d'abord quelques comparaisons statistiques, avant d'évaluer, au plan économétrique, dans quelle mesure le régime de change constitue un facteur explicatif de la croissance.

Un premier aperçu statistique

Nous nous attachons ici à l'étude des données relatives à la croissance du PIB réel par tête et à deux variables supposées réceptives au régime de change, à savoir le taux d'investissement (mesuré comme le rapport de la FBCF au PIB) et le taux de croissance du commerce extérieur (établi à

partir de la somme des exportations et des importations).

Tableau n° 1
Croissance par tête, taux d'investissement et croissance
du commerce extérieur moyens par pays (1980-1995)

	Croissance du PIB/tête	Taux d'investissement	Croissance du commerce extérieur
Algérie	- 0,008	0,303	- 0,009
Chypre	0,046	0,263	0,049
Egypte	0,035	0,267	0,044
Israël	0,019	0,216	0,053
Jordanie	- 0,005	0,265	0,030
Malte	0,035	0,272	0,060
Maroc	0,010	0,228	0,036
Syrie	0,006	0,226	- 0,021
Turquie	0,023	0,235	0,118
Tunisie	0,016	0,265	0,053
Argentine	- 0,002	0,086	0,029
Brésil	0,003	0,200	0,077
Bolivie	- 0,013	0,136	0,041
Chili	0,030	0,199	0,075
Colombie	0,017	0,175	0,059
Equateur	0,003	0,205	0,014
Mexique	- 0,007	0,199	0,068
Paraguay	0,002	0,235	0,098
Pérou	- 0,006	0,207	0,022
Uruguay	0,010	0,132	0,017
Venezuela	- 0,007	0,204	- 0,022
Chine	0,083	0,275	0,116
Corée du sud	0,075	0,335	0,121
Hong-Kong	0,055	0,270	0,108
Indonésie	0,041	0,306	0,071
Malaisie	0,042	0,319	0,120
Philippines	- 0,006	0,220	0,067
Singapour	0,060	0,381	0,071
Thaïlande	0,064	0,332	0,116

En termes de croissance, les trois régions ont connu des fortunes très diverses sur la période (cf. tableau n° 1). L'Asie du Sud-Est, de loin la plus performante, a exhibé des taux de croissance par tête moyens supérieurs à 4 %, les Philippines constituant l'unique exception. A l'inverse, l'Amérique Latine a réalisé un résultat d'ensemble assez désastreux, seul le Chili, avec un taux moyen approchant les 3 %, réussissant à tirer son épingle du jeu. La Méditerranée présente un visage beaucoup moins uniforme. Certains pays s'en sont relativement bien sorti, notamment l'Égypte, Malte ou Chypre avec plus de 3 %. D'autres ont connu des taux très faibles, voire négatifs : c'est le cas de l'Algérie, de la Syrie et de la Jordanie.

Sur le plan de l'investissement, on relève également des disparités régionales : le taux d'investissement tourne en moyenne autour des 20 % en Amérique Latine, des 25 % en Méditerranée et des 30 % en Asie du Sud-Est. En revanche, il règne une certaine homogénéité intra-régionale. Seules notes discordantes : l'Argentine (8,5 %) et l'Uruguay (13 %) en Amérique Latine ; les Philippines (22 %) et Singapour (38 % !) en Asie du Sud-Est.

Au niveau de la croissance du commerce extérieur, les résultats sont globalement plus hétérogènes. En Amérique Latine notamment, on peut distinguer deux groupes de pays : le premier, composé du Brésil, du Chili et du Paraguay, a connu des taux moyens supérieurs à 7 % ; le second, qui comprend l'Uruguay, l'Equateur et le Venezuela, affiche des taux inférieurs à 2 % (négatif même, pour le dernier). La Méditerranée présente également des situations extrêmes - taux moyen négatif en Algérie et en Syrie, supérieur à 11 % en Turquie - mais au sein d'un ensemble par ailleurs relativement homogène. Enfin, l'Asie du Sud-Est peut également être scindée en deux sous-groupes : d'une part les Philippines, Singapour et l'Indonésie, dont les taux moyens oscillent autour des 7 % ; d'autre part les autres pays, qui ont tous vu leurs échanges avec l'extérieur croître à un taux supérieur à 10 %.

12

En procédant à une distinction par régime de change (cf. tableau n° 2), on relève en Méditerranée et en Amérique Latine une combinaison d'un taux de croissance du PIB réel par tête inférieur et d'un taux d'investissement supérieur dans les pays à changes fixes, ce qui suggère une faiblesse relative de la croissance de la productivité, éventuellement expliquée par une plus faible croissance du commerce extérieur. En Asie du Sud-Est, par contre, les pays à changes flexibles exhibent des taux moins élevés pour les trois variables.

On peut davantage affiner le trait en considérant les régimes de change intermédiaires. Ainsi, en Méditerranée, l'ancrage à une monnaie unique est associé aux résultats les plus satisfaisants en termes de croissance par tête. Les pays dont la monnaie est rattachée à un panier de devises, pourtant les plus performants en termes de taux d'investissement, réalisent des taux de croissance clairement inférieurs.

En Asie du Sud-Est, l'ancrage à une monnaie unique coïncide avec les taux les plus élevés en termes de croissance du PIB par tête et du commerce extérieur, l'ancrage à un panier de devises, comme en Méditerranée, correspond à un plus fort taux d'investissement.

En Amérique Latine, enfin, les pays ayant opté pour la flexibilité limitée exhibent de meilleurs résultats en termes de croissance par tête et de taux d'investissement, tandis que les adeptes du flottement connaissent une croissance relativement plus rapide du commerce extérieur.

Tableau n° 2
Croissance par tête, taux d'investissement et croissance
du commerce extérieur moyens selon la région et le régime
de change (1980-1995)

		Croissance du PIB par tête	Taux d'investissement	Croissance du commerce extérieur
Amérique Latine	Régime de changes fixes	- 0,003	0,208	0,018
	Régime de changes flexibles	0,004	0,172	0,050
Asie du Sud-Est	Régime de changes fixes	0,053	0,326	0,111
	Régime de changes flexibles	0,043	0,298	0,086
Méditerranée	Régime de changes fixes	0,017	0,263	0,032
	Régime de changes flexibles	0,019	0,237	0,057
Amérique Latine	Régime de flexibilité limitée	0,006	0,176	0,048
	Régime de flottement	0,001	0,164	0,054
Asie du Sud-Est	Ancrage à une seule monnaie	0,056	0,254	0,126
	Ancrage à un panier	0,052	0,351	0,105
Méditerranée	Ancrage à une seule monnaie	0,020	0,246	0,030
	Ancrage à un panier	0,015	0,269	0,033

*Le régime de change constitue-t-il un facteur explicatif
de la croissance ?*

13

Les séries chronologiques examinées jusqu'ici ont également été soumises à une analyse économétrique. En pratique, nous avons effectué des régressions sur l'ensemble de l'échantillon et des régressions régionales intégrant alternativement le découpage des régimes de change en deux modalités (fixité *versus* flexibilité) et en trois modalités (fixité, flexibilité limitée et flottement pour l'Amérique Latine ; ancrage unimonétaire, ancrage à un panier de monnaies et flexibilité pour la Méditerranée et l'Asie du Sud-Est). Seuls les résultats propres à la Zone Méditerranée sont présentés ici. Néanmoins, afin que l'étude conserve sa dimension comparative, les grandes tendances relatives aux deux autres régions sont brièvement commentées².

Nous avons dans un premier temps régressé sur la totalité de l'échantillon la croissance du PIB réel par tête sur la variabilité des termes de l'échange (σ_{TE}) - assimilée à l'écart-type glissant sur trois ans des termes de l'échange - ; la croissance décalée de la consommation publique (ΔC_{Pub}), en guise d'approximation de l'impulsion budgétaire ; l'indice de développement de la Banque Mondiale³ (Dvpt), destiné à capter un éventuel effet de convergence ; une variable muette prenant la valeur 1 pour les régimes de changes fixes (Fixe). Le taux d'investissement (I/Y) et le taux de croissance du commerce extérieur ($\Delta Comm$) ont été introduits séparément, afin de distinguer leurs effets éventuels.

Tableau n°3
La croissance du PIB par tête :
bilan des régressions, globale et pour la Méditerranée, avec deux
ou trois modalités de régime de change (1980-1995)

	Régression globale	Méditerranée fixité vs. flexibilité	Méditerranée 3 modalités de régime de change
Constante	- 0,043 (4.17)***	- 0,028 (1.19)	- 0,026 (0.97)
Δ CPub	0,025 (2.06)**	0,052 (2.38)**	0,011 (1.74)*
I/Y	0,209 (6.62)***	0,094 (1.14)	0,112 (1.27)
Δ Comm	0,165 (9.67)***	0,074 (2.74)***	0,067 (2.31)**
Fixité	- 0,008 (1.73)*	- 0,012 (1.45)	
Ancrage unimonétaire			- 0,002 (0.14)
Ancrage à un panier			- 0,024 (2.51)**
σ_{TE}	- 0,017 (0.66)	- 0,018 (0.40)	- 0,015 (0.31)
Dvpt	0,002 (0.76)	0,008 (1.62)	0,009 (1.56)
R ²	0,43	0,24	0,20
Nombre d'observations	361	128	128

Les nombres entre parenthèses sont des t de student. Les astérisques symbolisent le niveau de significativité : trois pour le seuil de 1%, deux pour le seuil de 5% et une pour le seuil de 10%. Les estimations ont été effectuées par MCO.

14

Si l'on choisit de ne pas intégrer le taux de croissance du commerce extérieur à la régression globale, on observe un effet significatif du régime de change sur la croissance économique. Plus précisément, les taux de change fixes sont associés à une croissance inférieure de 1 point, comparativement aux taux de change flexibles. Toutefois, du fait de l'absence de Δ Comm, le coefficient du régime de change inclut également les éventuels effets qui passent par ce facteur.

Lorsqu'on teste la régression complète, incluant Δ Comm, le poids du régime de change apparaît plus faible et moins significatif, attestant qu'une partie de l'effet capturé par le coefficient du régime de change dans la régression précédente s'explique par la différence dans les rythmes de croissance des échanges (supérieurs en régime de changes flexibles). En d'autres termes, le degré d'ouverture sur l'extérieur constitue bien un canal par lequel le régime de change influe sur la croissance. Il demeure néanmoins un effet résiduel du régime de change, bien que légèrement significatif, jouant dans le sens évoqué précédemment : une croissance du PIB par tête moindre en changes fixes. Cette tendance pourrait résulter d'une productivité résiduelle plus importante en régime de changes flexibles.

Au-delà du rôle spécifique du système de change, on constate que dans les trois régions considérées indistinctement aussi bien le taux d'investissement que les évolutions respectives de la consommation

publique et des échanges extérieurs exercent des effets très significatifs sur la croissance au cours de la période étudiée.

L'analyse par régions permet d'affiner et de relativiser ces tendances. La Zone Méditerranée, en particulier, présente un certain nombre de spécificités. En premier lieu, si le seul découpage en termes de fixité *versus* flexibilité élimine tout effet résiduel du régime de change sur la croissance une fois considérés le taux d'investissement et la croissance des échanges avec l'extérieur (dont le rôle de canal de transmission apparaît à nouveau clairement⁴), la partition en trois modalités, en revanche, met en évidence une influence résiduelle négative du rattachement à un panier de monnaies. Autrement dit, l'existence d'une productivité résiduelle dans les pays à changes flexibles pourrait surtout avoir un sens comparativement aux pays ayant opté pour l'ancrage plurimonnaire ; d'autant que la tendance est identique, bien que de moindre importance, en Asie du Sud-Est. En ce sens, les pays ayant choisi le rattachement unimonnaire n'apparaissent, pour leur part, pas pénalisés par rapport aux adeptes de la flexibilité du taux de change.

En second lieu, si la croissance du commerce extérieur et la croissance de la consommation publique semblent jouer un rôle positif sur la croissance du PIB par tête, le taux d'investissement ne paraît pas constituer une variable explicative de son évolution.

Comparativement, l'Amérique Latine et l'Asie du Sud-Est présentent des profils assez différents. En Asie du Sud-Est, le régime de change n'apparaît jamais comme un facteur explicatif vraiment significatif de la croissance, que la variable croissance du commerce extérieur soit intégrée ou pas à la régression. La question de l'ancrage est donc plus secondaire dans la région ; même si la réalité de la politique de change de ces pays est fréquemment en décalage avec le système de change annoncé au FMI (cf. à ce sujet Bénassy-Quéré, 1996). Pour ce qui concerne les autres facteurs, outre la croissance du commerce extérieur, qui s'avère dans cette région également fortement influente, le taux d'investissement joue positivement et significativement sur la croissance du PIB. Le niveau de développement économique semble également revêtir une certaine importance mais n'agit pas dans le sens d'une convergence des pays les moins développés vers les pays les plus développés. En l'occurrence, la croissance est au contraire d'autant plus forte que le niveau de développement du pays est important. En Amérique Latine, on retrouve, comme en Méditerranée, les mêmes canaux de transmission par l'investissement (peu) et par la croissance des échanges avec l'extérieur (beaucoup) et l'absence d'effet résiduel du régime de change. Mais seule la croissance du commerce extérieur semble avoir directement joué de façon significative sur la croissance économique au cours de la période étudiée. Il faut manifestement chercher ailleurs les facteurs explicatifs de

la croissance dans cette partie du monde.

On pourrait arguer que ces différents résultats sont susceptibles d'être biaisés par une éventuelle endogénéité du régime de change. Bien que la littérature spécialisée n'ait pas, à ce jour, mis en relief une quelconque influence des performances en termes de croissance sur le choix d'un régime de change, nous avons par ailleurs testé un modèle à équations simultanées afin de prendre en compte les modalités de ce choix (Rizzo, 1998a). Pour ce faire, nous avons utilisé les quatre variables explicatives le plus souvent retenues dans la littérature spécialisée⁵ : la taille du pays, mesurée par le PIB réel en dollars ; le degré de diversification géographique des échanges, assimilé à la part cumulée des trois principaux pays destinataires dans le total des exportations ; le degré d'ouverture, mesuré par le rapport des exportations au PIB ; le taux d'inflation, ajusté de façon à éviter le biais pouvant procéder de la présence de pays hyperinflationnistes dans l'échantillon.

Il n'est apparu aucune tendance significativement différente de celles mises en évidence auparavant, ce qui permet dans une certaine mesure de les valider.

LES EFFETS DU RÉGIME DE CHANGE SUR LA VOLATILITÉ DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

16

En théorie, des variations appropriées des taux de change nominaux s'ajustent aux prix relatifs, ce qui contribue à réduire les fluctuations de la production. Pour vérifier cette hypothèse, nous avons étudié le lien entre la volatilité de la croissance économique⁶ et le régime de change.

Il s'avère que la croissance de la production, au cours de la période étudiée, a été plus volatile en régime de changes fixes qu'en régime de changes flexibles. Cela étant, ce constat peut très bien ne refléter qu'une incidence majeure d'autres facteurs. Aussi avons-nous régressé l'écart-type glissant sur trois ans de la croissance du PIB réel sur la volatilité des termes de l'échange, de la croissance de la consommation publique et du taux d'investissement ainsi que sur le niveau de développement économique et le taux de croissance du commerce extérieur.

Il apparaît clairement, tout d'abord, que les fluctuations de la consommation publique et du taux d'investissement contribuent à accentuer celles de la production et que les pays qui connaissent une croissance relativement plus rapide de leurs échanges ont un PIB réel moins volatil. Par ailleurs, même en présence de ces facteurs, la fixité des changes joue « positivement » (et de façon très significative) sur les fluctuations de la croissance économique, autrement dit contribue à en augmenter la volatilité.

Cet effet majeur du régime de change se retrouve dans les trois régions étudiées. Mais c'est dans le sud méditerranéen qu'il apparaît le plus fort

Tableau n° 4
La volatilité de la croissance : bilan des régressions, globale et pour la Méditerranée, avec deux ou trois modalités de régime de change (1980-1995)

	Régression globale	Méditerranée fixité vs. flexibilité	Méditerranée 3 modalités de régime de change
Constante	0,013 (2.79)***	0,045 (5.59)***	0,039 (4.49)***
$\sigma_{\Delta \text{CPUB}}$	0,068 (6.94)***	0,026 (3.27)***	0,068 (3.79)***
σ_{IY}	0,036 (4.44)***	- 0,011 (0.07)	0,036 (0.24)
ΔComm	- 0.023 (2.47)**	- 0,018 (1.43)	- 0,014 (1,04)
Fixité	0.007 (3.06)***	0,016 (3.73)***	
Ancrage unimonétaire			0,018 (3,02)***
Ancrage à un panier			0,017 (3,61)***
σ_{TE}	- 0,001 (0,09)	- 0,013 (0,48)	- 0,024 (0,87)
Dvpt	0,001 (0,28)	- 0,011 (4.05)***	- 0,008 (2,79)***
R2	0,71	0,74	0,76
Nombre d'observations	360	131	112

Les nombres entre parenthèses sont des t de student. Les astérisques symbolisent le niveau de significativité : trois pour le seuil de 1%, deux pour le seuil de 5% et une pour le seuil de 10%. Les estimations ont été effectuées par MCO.

et de la façon la plus significative. Au sein de cette zone, c'est de toute évidence en système de changes fixes, quelle qu'en soit la forme, que les fluctuations de la croissance ont été le moins bien contenues. Précisons qu'en Asie du Sud-Est, par exemple, seul le rattachement à une unique monnaie est significativement associé à une volatilité accrue de la croissance du PIB.

La région Méditerranée se distingue également dans le sens où elle est la seule où la volatilité du taux d'investissement n'exerce aucune influence, et celle où la sensibilité aux variations de la consommation publique est la plus élevée. C'est enfin la zone où le niveau de développement joue selon une logique spécifique : ce sont les pays les moins développés qui y connaissent les plus amples fluctuations du PIB, alors que, au contraire, en Amérique Latine et à un degré moindre en Asie du Sud-Est, on observe le phénomène inverse.

Cette analyse ne suggère pas l'existence d'un lien global fort entre le régime de change et la croissance du PIB par tête. Le choix d'un régime de change n'apparaît certes pas neutre mais son influence semble relativement limitée. Lorsqu'elle s'exerce, c'est essentiellement à travers des effets sur l'investissement et, surtout, sur le commerce extérieur.

Comparativement aux pays à changes flexibles, les pays à changes fixes, en moyenne, ont connu au cours de la période étudiée une croissance par tête moins élevée, malgré un taux d'investissement supérieur. Cela s'explique vraisemblablement pour partie par une croissance

moins forte du commerce extérieur (notoirement pourvoyeur de gains de productivité) et pour partie par l'existence d'une productivité résiduelle supérieure dans les pays à changes flexibles, notamment, en Méditerranée, relativement aux pays rattachant leur monnaie à un panier de monnaies.

Par ailleurs, abstraction faite du régime de change, les déterminants de la croissance semblent quelque peu varier d'une région à l'autre. Si la croissance du commerce extérieur exerce partout un effet positif très significatif, et notamment en Amérique Latine et en Asie du Sud-Est, celle de la consommation publique agit surtout en Méditerranée et le taux d'investissement uniquement en Asie.

Enfin, si le régime de change ne paraît exercer qu'un effet limité sur la croissance, il joue par contre de façon significative sur sa volatilité : c'est en changes fixes, et tout particulièrement dans la région Méditerranée, que les variations de la croissance sont le moins bien contenues.

Par conséquent, il n'existe manifestement aucune évidence selon laquelle les changes flexibles seraient plus favorables à la croissance que les changes fixes et inversement. Toutefois, dans l'hypothèse où les pays du sud méditerranéen décideraient d'opter pour un ancrage sur l'euro, en vue par exemple de réduire l'inflation domestique ou d'acquérir une crédibilité monétaire, le choix des modalités de cet ancrage ne serait pas indifférent du point de vue de la croissance. Au regard des expériences récentes, le rattachement à la monnaie européenne paraît plus porteur que son intégration dans un panier de devises dans le cadre d'un ancrage plurimonnaire.

18

BIBLIOGRAPHIE

- BARRO R.J. (1996), «Determinants of economic growth : a cross-country empirical study», NBER Working Paper Series, n°5698, Août.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. (1996), «Régimes et politiques de change en Asie», *Economie Internationale*, n°66, 2ème trimestre, pp. 55-79.
- BLOMSTRÖM M., LIPSEY R.E., ZEJAN M. (1993), «Is fixed investment the key to economic growth ?», NBER Working Paper Series, n°4436, Août.
- EDWARDS S. (1996), «The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes», NBER Working Paper Series, n°5756, Septembre.
- EDWARDS S. (1993), «Trade policy, exchange rates and growth», NBER Working Paper Series, n°4511, Octobre.
- FISCHER S. (1993), «The role of macroeconomic factors in growth», *Journal of Monetary Economics* vol. 32, n°3, Décembre, pp. 485-512.
- FISCHER S., SAHAY R., VÉGH C.A. (1996), «Stabilization and growth in transition economies : the early experiences», IMF Working Paper, n°WP/96/31, Avril.
- FRANKEL J.A., ROMER D., CYRUS T. (1996), «Trade and growth in East asian countries : cause and effect ?», NBER Working Paper Series, n°5732, Août.
- GHOSH A.R., GULDE A.M., OSTRY J.D., WOLF H.C. (1997), «Does the nominal exchange rate regime matter ?», NBER Working Paper Series, n°5874, Janvier.
- HONKAPOHJA S., PIKKARAINEN P. (1994), «Country characteristics and the choice of the exchange rate regime : are mini-skirts followed by maxis ?», dans Akerholm J., Giovannini A. (Eds.), *Exchange rate policies in the nordic countries*, CEPR, Londres, pp. 31-53.

- ISLAM N. (1995), «Growth empirics : a panel data approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CX, n°4, Novembre, pp. 1127-1170.
- KIM J., LAU L.J. (1996), «The sources of Asian Pacific economic growth», *Canadian Journal of Economics* vol. XXIX, Special Issue part. 2, Avril, pp. 448-454.
- MADDALA G.S. (1983), *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- MILLS T.C., WOOD G.E. (1993), «Does the exchange rate regime affect the economy ?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 75, n°4, pp. 3-20.
- RIZZO J.M. (1998a), «Du lien entre régime de change et croissance économique : une étude comparée, Amérique Latine, Méditerranée, Asie du Sud-Est», *Actes du colloque international : « L'euro et le financement de la croissance en Méditerranée »*, Marseille, 22-23 Janvier.
- RIZZO J.M. (1998b), «The economic determinants of the choice of an exchange rate regime : a probit analysis», *Economics Letters* vol. 59, n°3, June, pp. 283-287.

NOTES

1. A l'inverse, une flexibilité annoncée cèle parfois dans les faits une politique de rattachement à une monnaie importante ou à un panier dont le contenu demeure secret.
2. Pour une revue détaillée des régressions économétriques portant sur l'Asie du Sud-Est et l'Amérique Latine, se reporter à Rizzo (1998a).
3. Les pays à faible revenu ont été codés en 1, ceux à revenus moyens inférieur et supérieur respectivement en 2 et 3, ceux à revenu élevé en 4.
4. L'intégration progressive de ces variables dans la régression contribue à diminuer graduellement la valeur et la significativité du coefficient du régime de change.
5. Voir par exemple Honkapohja et Pikkarainen (1994), Edwards (1996) ou Rizzo (1998b).
6. Dans la mesure où les séries du PIB sont connues pour être non stationnaires, nous avons préféré utiliser comme indicateur la variance du taux de croissance du PIB réel.