

A CASE FOR INTERMEDIATE EXCHANGE-RATE REGIMES

Véronique Salins and Agnès Bénassy-Quéré

NON-TECHNICAL SUMMARY

Despite increasing capital mobility and the subsequent difficulty in controlling exchange rates, intermediate exchange-rate regimes have remained widespread, especially in emerging and developing economies. This piece of evidence hardly fits the "impossible Trinity" theory arguing that it becomes difficult to control the exchange rate without a "hard" device when capital flows are freed. Calvo and Reinhart (2000) have suggested several explanations for such "fear of floating": exchange rate pass-through, liability dollarization, dollar invoicing of domestic and external transactions, and an underdeveloped market for currency hedging make it more desirable to stabilize the nominal exchange rate.

However, the New-Keynesian model, which has become the main workhorse for studying exchange-rate regime choice since the 1990s, typically opposes fixed nominal pegs to free-floating regime, without considering intermediate regimes. We intend to fill this gap here by comparing the performance of "extreme" regimes to that of an intermediate regime where monetary authorities care both about inflation and about nominal exchange-rate deviations from the steady state, when a small economy is hit by several types of shocks. Without nominal wage rigidities, our results are in line with the New-Keynesian literature arguing in favor of inflation-targeting regimes. However, when nominal wage rigidities are taken into account, we find the intermediate regime to be appropriate for an economy that is mainly hit by productivity and foreign-interest shocks, which is often the case in emerging and developing economies. The free-floating regime (with inflation targeting) seems more adequate if the economy experiences mostly demand shocks and foreign prices shock. Finally, the fixed peg regime is always dominated by either the free-floating or the intermediate regime.

A fully-fledged analysis of intermediate regimes should of course account for the fear-of-floating-type advantages of such regimes, as well as for their shortcomings in terms of costly reserve-accumulation and/or recurrent crises. Our results however suggest that, by concentrating on two extreme regimes (fixed nominal pegs and free floats), by neglecting wage rigidities and/or by assuming that floating countries can engineer an "optimal" interest-rate feedback rule, the existing New-Keynesian literature may have exaggerated the merits of free-floating regimes to the detriment of "soft" pegs.

UN ARGUMENT EN FAVEUR DES RÉGIMES DE CHANGE INTERMÉDIAIRES

Véronique Salins et Agnès Bénassy-Quéré

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

Les régimes de change intermédiaires demeurent très répandus dans le monde et notamment dans les pays émergents ou en développement, et ce malgré la mobilité croissante des capitaux qui rend difficile tout contrôle des taux de changes. Ce constat contredit largement le "triangle d'impossibilité" de Mundell selon lequel, lorsque les capitaux sont mobiles, un taux de change fixe est difficilement tenable sans un ancrage "dur" supprimant toute autonomie de la politique monétaire. Calvo et Reinhart (2000) ont proposé plusieurs explications à la réticence des pays à laisser flotter leur monnaie : les pratiques de tarification au marché, un endettement en monnaie étrangère, des transactions, y compris domestiques, effectuées en devises, ou des marchés financiers trop peu développés pour permettre une bonne couverture du risque de change.

Couramment utilisés pour étudier les régimes de change depuis les années 1990, les modèles de la nouvelle économie keynésienne opposent traditionnellement les changes fixes aux changes flexibles, négligeant les régimes intermédiaires. On cherche ici à combler ce manque en comparant les performances des régimes "en coin" (complètement fixes ou complètement flottants) à celles d'un régime intermédiaire où les autorités chercheraient à limiter à la fois l'inflation et les écarts du taux de change nominal par rapport à son niveau d'équilibre stationnaire, quand une petite économie est frappée par différents types de chocs. Lorsqu'aucune friction n'entrave l'ajustement des salaires, nos résultats sont en ligne avec la littérature de la nouvelle économie keynésienne, plaidant en faveur des régimes de change flexible. En revanche, lorsque les rigidités nominales pesant sur les salaires sont prises en compte, le régime intermédiaire devient préférable pour une économie subissant essentiellement des chocs de productivité et des chocs de taux d'intérêt étranger. C'est généralement le cas dans les pays émergents et en développement. Le régime de change flottant (avec ciblage de l'inflation) est plus adapté si l'économie doit fréquemment faire face à des chocs de demande étrangère et de prix étrangers. Le régime de change fixe est toujours dominé, en termes de bien-être, par l'un ou l'autre des deux autres régimes.

Une analyse exhaustive de régimes de changes intermédiaires nécessiterait la prise en compte de leurs avantages liés à la "peur du flottement", mais aussi de leurs limites, notamment l'accumulation coûteuse de réserves de changes qu'ils nécessitent et/ou leur faible résilience face

aux attaques spéculatives. Nos résultats montrent cependant qu'en se focalisant sur les régimes "en coin", les modèles de la nouvelle économie keynésienne ont probablement surestimé les mérites des régimes de changes flottants par rapport à des régimes visant une certaine stabilité du change. Ils n'ont en effet généralement pas pris en compte les rigidités nominales liées aux salaires et ont considéré que les pays en régimes de changes flexibles pouvaient effectivement mettre en œuvre des politiques monétaires optimales.

Classification JEL : F33, F41.

Mots-clefs : Régime de change, modèle d'équilibre général dynamique stochastique.

JEL Classification: F33, F41

Key Words: Exchange-rate regime, DSGE model.