

---

Actes de la troisième Conférence internationale sur la Francophonie économique

*VERS UNE ÉCONOMIE RÉSILIENTE, VERTE ET INCLUSIVE*

Université Cheikh Anta Diop de Dakar – Sénégal, 16 – 18 mars 2022

---

**INFLUENCE DES CHOC MACROECONOMIQUES SUR LE CHOIX DU REGIME DE  
CHANGE DE LA CEDEAO**

**ASTA NDONGO**

Doctorante en économie, université Cheikh Anta Diop de Dakar, Sénégal  
[astandongo1@gmail.com](mailto:astandongo1@gmail.com) / [asta.ndongo@ucad.edu.sn](mailto:asta.ndongo@ucad.edu.sn)

**IBRAHIMA THIONE DIOP**

Professeur agrégé des Sciences économique, Université Cheikh Anta Diop de Dakar, Conseiller  
spécial auprès du Recteur.  
[thionediop@yahoo.fr](mailto:thionediop@yahoo.fr) / [ibrahimat.diop@ucad.edu.sn](mailto:ibrahimat.diop@ucad.edu.sn)

**RÉSUMÉ** – Ce papier étudie l'influence des chocs macroéconomiques internes et externes sur le choix du régime de change de la CEDEAO en utilisant les données de 11 pays de la CEDEAO sur la période 2000-2020. En plus des chocs, nous avons pris en compte les autres déterminants du choix du régime de change. Les résultats des estimations des modèles probit pour la classification de Jure et probit ordonné pour celle de Facto montrent que les déterminants du choix du régime de change de la Communauté sont le niveau de développement économique, l'ouverture commerciale, le niveau de développement du secteur financier, le différentiel d'inflation, la mobilité des capitaux, les facteurs politiques et les chocs de production domestique, de prix domestiques, monétaires domestiques, des termes de l'échange et de prix étrangers. L'analyse montre par ailleurs que les chocs de production et de prix domestiques sont associés au choix de l'ancrage. En revanche, face à un choc monétaire domestique la flexibilité est le régime le plus approprié. L'ampleur des chocs des termes de l'échange accroît la probabilité du choix de la parité et les chocs de prix étrangers sont associés au choix de la flexibilité ou des régimes de change intermédiaires.

**Mots-clés** : Régime de change ; Chocs macroéconomiques ; Intégration monétaire

*Les idées et opinions exprimées dans ce texte n'engagent que leur(s) auteur(s) et ne représentent pas nécessairement celles de l'OFE ou de ses partenaires. Aussi, les erreurs et lacunes subsistantes de même que les omissions relèvent de la seule responsabilité de ou des auteurs.*

## 1- Introduction

La question de l'influence des chocs macroéconomiques sur le choix du régime de change a été traitée par la théorie des zones monétaires optimales pendant les années 60. (Mundell, 1961) défend les changes fixes et soutiens que le régime de change flexible ne permette pas de corriger le déséquilibre de la balance des paiements entre deux régions formant une union monétaire. Le choix du régime de change optimal revêt d'une importance capitale, car ce dernier influence les variables macroéconomiques et est considéré comme un instrument d'équilibre automatique de la balance des paiements.

La littérature économique retient plusieurs facteurs qui expliquent le choix d'un régime de change quelconque par un pays notamment la taille de l'économie, le degré d'ouverture, le niveau des réserves, le niveau de développement financier, le niveau de développement économique, la mobilité des capitaux, le degré de diversification de ces exportations, les antécédents en matière d'inflation, les facteurs politiques, les sources de fluctuations macroéconomiques entre autres. Toutefois, les pays choisissent généralement un régime de change en faisant un arbitrage entre la stabilité interne (minimisation de la variance de la production - stabilité des prix) et la stabilité externe (équilibre de la balance des paiements).

Composée essentiellement de petits pays ouverts, la Communauté est dépendante de l'extérieur. De plus, la faible diversification, les guerres civiles, l'instabilité politique (coups d'état), les marchés financiers peu développés, l'importation de produits alimentaires font que ces pays sont vulnérables aux chocs macroéconomiques internes et/ou externes (chute des prix mondiaux du pétrole, baisse de la production mondiale, variation des prix internes, baisse de la production de matières premières, détérioration des termes de l'échange). En effet, ils produisent et exportent les mêmes produits (matières premières non-transformés) et importent des produits alimentaires dont leurs cours sont fortement volatils. En conséquence, ces pays sont confrontés à des déséquilibres des comptes courants entraînant la dépréciation ou la dévaluation de leurs devises. À titre d'exemple en 2014, la chute des prix des matières premières (pétrole, or, cuivre, café) avait entraîné une dépréciation du Naira de 8 %, du Dalasi de 15,1 % et du Cedi de 4,4 %. En outre, les marchés financiers sont peu développés. La plupart des compagnies cotées sont possédées par des investisseurs étrangers<sup>1</sup> (Total, Orange, Société générale...) et les coûts de transaction sont élevés. La non-stabilité des devises de certains pays de la CEDEAO a des impacts négatifs sur le marché boursier régional. Au Nigeria en 2019, la non-stabilité du naira malgré l'intervention de la banque centrale sur le marché des changes a eu un impact négatif sur le marché des actions. En effet, ceci avait entraîné une baisse de 14,60 % de l'indice All Share Index.

Par ailleurs, le taux de change réel explique les fluctuations futures de plusieurs variables macroéconomiques de la CEDEAO (Ndongo & Diop, 2021) et les régimes de taux de change jouent un rôle important dans la promotion de l'intégration économique sein de la Communauté (Nathaniel et al., 2019). On note la coexistence de plusieurs régimes de change dans la région. Les pays membres de l'Union Monétaire Ouest Africaine (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo) et le Cap-Vert ont leurs monnaies rattachées à L'Euro. Les pays de la Zone Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (Gambie, Ghana, Guinée, Liberia, Nigeria et Sierra Leone) déclarent adopter des régimes de change flexible. Les cours de leurs devises sont

---

<sup>1</sup> Sur la BRVM en 2019, SONATEL totalise 53% de la valeur des échanges soit 47 milliards FCFA suivis par la Société Générale Côte d'Ivoire avec 9% pour un montant de 8 milliards FCFA et TOTAL SN (4 milliards FCFA soit 4%)

déterminés par la rencontre de l'offre et de la demande de la monnaie sur le marché des changes. (Diop & Fall, 2011) soulignent la forte hétérogénéité dans la mise en œuvre des politiques monétaires.

Plusieurs auteurs ont traité la question du régime de change optimal de la future monnaie unique communautaire ((Diop & Fall, 2011) ; (Simwaka, 2010) ; (Adama & Bamba, 2012)). Cependant, la plupart des études se sont focalisées sur l'impact du choix du régime de change sur la croissance économique même si (Diop & Fall, 2011) ont pris en compte la vulnérabilité aux crises. La littérature concernant l'influence des chocs macroéconomiques sur le choix du régime de change de la CEDEAO n'est pas très vaste. Ainsi, l'objectif général de ce papier est de déterminer l'influence des perturbations externes et internes sur le choix du régime de change de l'Eco<sup>2</sup> tout en prenant en compte les autres facteurs déterminants du choix du régime de change. Spécifiquement, il s'agira :

- De déterminer l'impact des chocs de productions domestiques et étrangères ;
- D'étudier l'influence de la variation des prix intérieurs et étrangers ;
- D'évaluer l'impact des chocs monétaires intérieurs ;
- De déterminer l'influence de la fluctuation des termes de l'échange.

Le reste du papier est organisé comme suit : la section 2 présente la revue de la littérature. La méthodologie utilisée est présentée dans la section 3. La section 4 décrit les données utilisées pour l'estimation des modèles probit et les résultats sont présentés dans la section 5. Enfin, la section 6 conclut l'analyse.

## 2- Revue de la littérature

### 2-1. La théorie des zones monétaires optimales

(Mundell, 1961) a jeté les fondements de la théorie des zones monétaires optimales et défend les changes fixes contre les changes flexibles et soutient que le taux de change flexible ne permette pas de corriger le déséquilibre de la balance des paiements entre deux régions formant une union monétaire. Selon (McKinnon, 1963), les économies relativement ouvertes devraient ancrer leurs devises. D'après (Kenen, 1969), la diversification diminue la gravité des chocs sectoriels spécifiques et le besoin de dévaluer dans une union monétaire.

### 2-2. La dollarisation

La dollarisation présente plusieurs avantages dont la réduction de l'inflation, l'intégration du marché financier domestique, confère une discipline financière, mais également des coûts comme la baisse des réserves internationales, des fluctuations de la production plus importantes, une perte de l'indépendance de la politique monétaire ((Bourguinat, Dohni, 2002) ; (Yeyati, 2006) ; (Erasmus et al., 2009)). Selon (Hira & Dean, 2004), la dollarisation semble stabiliser les comptes nationaux et diminue l'inflation dans les pays d'Amérique Latine. Cependant, elle entraîne l'instabilité des prix et empêche la mise en place d'un système de gestion financière solide au Somalie (Nor, 2012). L'inflation élevée dans les pays d'Afrique sub-Saharienne motive le choix de la dollarisation par ces pays (Corrales et al., 2016).

---

<sup>2</sup> Nom de la future monnaie unique de la CEDEAO

### **2-3. La crédibilité des politiques économiques**

Le modèle de (Mundell, 1963), (Fleming, 1962) établit une relation entre les politiques économiques (monétaires et budgétaires) adoptées et le choix du régime de change. Selon eux, une politique monétaire en change flexible a un impact positif sur la croissance et améliore la balance des paiements courants, car elle permet d'accroître les exportations. En revanche, elle est inefficace en change fixe. Inversement, la politique budgétaire n'est efficace qu'en change fixe, car l'expansion budgétaire en change fixe entraîne un accroissement du revenu, de l'emploi et de la production. De plus, elle améliore la balance des paiements. (Kim & Lee, 2008) montrent que la flexibilité du taux de change permet une plus grande indépendance de la politique monétaire dans les pays d'Asie de l'Est comme le Japon.

### **2-4. La trinité impossible**

Développé par (Mundell, 1963, 1964), cette théorie stipule qu'un pays ne peut atteindre simultanément les trois objectifs suivants : une indépendance de la politique monétaire, une mobilité des capitaux et d'accéder à un taux de change fixe. Seuls deux de ces trois objectifs peuvent être atteints à la fois. En effet, une indépendance de la politique monétaire associée à une liberté du mouvement des capitaux rendrait le contrôle du taux de change impossible. De même, une politique monétaire indépendante avec un taux de change fixe ne favorise pas la libre circulation des capitaux. Enfin, s'il opte pour la mobilité des capitaux et ancre sa devise, il ne peut pas avoir une politique monétaire indépendante. (Bleaney, Lee, Lloyd, 2013) montrent que la transmission des taux d'intérêt est significativement plus forte dans les régimes de parité sans contrôle des capitaux que dans tout autre régime.

### **2-5. Les facteurs politiques**

Plusieurs études ont mis l'accent sur l'importance des variables politiques dans le processus du choix d'un régime de change. La plupart d'entre elles ont montré que les pays politiquement instables ont tendance à adopter un taux de change flexible ((Edwards, 1999) ; (Markiewicz, 2005) ; (Berger et al., 2000); (Méon & Rizzo, 2002)).

### **2-6. Le niveau de développement du secteur financier**

(Eichengreen & Hausmann, 1999) analysent le lien entre taux de change et fragilité financière. Ils soutiennent que le choix du régime de change dépend des sources de fluctuation du système bancaire. Si les chocs sont extérieurs, le taux de change flexible est préféré et s'ils sont d'origine intérieure le mieux serait d'ancrer le taux de change. Les résultats de (Hausmann et al., 1999) montrent que les taux de change fixes offrent un impact intérieur moindre des fluctuations des taux d'intérêt étrangers dans les pays d'Amérique Latine. (Stoica & Ihnatov, 2016) recommandent de réduire le flottement des régimes de change pour maintenir la stabilité financière.

### **2-7. La « peur du flottement »**

La plupart des pays annoncent adopter officiellement un taux de change flottant, mais interviennent souvent sur le marché des changes pour stabiliser leurs devises (C. Reinhart & Calvo, 2000). Les résultats de l'étude de (Honig, 2005) fournissent des preuves solides que la dollarisation du passif national contribue à la « peur du flottement ». Enfin, (Rizvi et al., 2017) n'ignorent pas l'existence d'une peur du flottement en Asie.

## 2-8. L'influence des chocs macroéconomiques

Les perturbations qui affectent l'économie influent sur le choix du régime de change. D'après (Melvin, 1985) c'est l'ampleur des chocs qui détermine le choix du système de change, les autres facteurs ne servent que de proxy pour la sensibilité à ces chocs. (Berger et al., 2000) constatent que la variation de la production constitue un déterminant du choix du régime de change. Les analyses de (Fischer, 1977) et (Aizenman, 1983) montrent que plus les chocs monétaires intérieurs sont importants, plus le flottement est probable. Pour d'autres comme (Enders & Lapan, 1979) les changes flexibles isolent plus efficacement une économie des perturbations stochastiques, qu'elles soient internes ou externes. Selon (Heller, 1978) un différentiel d'inflation élevé par rapport à la moyenne mondiale est associé à un taux de change flottant. L'étude réalisée par (Ghosh, 1997) montre que la variabilité de la croissance et de l'emploi est plus importante dans les régimes de parité fixes.

L'enquête de (Savvides, 1990) suggère aux pays connaissant une plus grande variabilité du taux de change réel d'opter pour des régimes de changes flexibles. (ÇİFTÇIOĞLU, 1995) recommande d'adopter un régime de change flexible pour stabiliser la production et la parité pour stabiliser les prix dans le cas des chocs de demande. Cependant, dans le cas des chocs d'offre intérieure sur les prix les régimes d'ancrage favorisent la stabilité de la production et les régimes flexibles sont préférables pour stabiliser les prix. Quant au taux d'intérêt locaux, les taux de change flexible les protègent d'un choc de taux d'intérêt étranger (J. Frankel et al., 2004).

En Jamaïque, (Ghartey, 2002) recommande d'adopter un taux de change fixe afin de réduire l'inflation et de maintenir la discipline budgétaire. Cependant, (Bergvall, 2005) montre que la production suédoise est plus volatile sous régime de parité. En utilisant un panel de 42 pays en développement, (Hoffmann, 2007) démontre que les pays qui autorisent la fluctuation du taux de change parviennent à un ajustement plus régulier des agrégats macroéconomiques que les économies à taux de change fixe dans le cas de chocs sur la production mondiale ou sur les taux d'intérêt réels mondiaux. Pour (Khan, 2010), l'arrimage des monnaies du Conseil de coopération des États arabes du Golfe au dollar américain a contribué à la stabilité macroéconomique de la région.

Dans les pays d'Afrique sub-saharienne, (Gnimassoun & Coulibaly, 2014) démontrent que le régime de taux de change flexible est plus efficace pour prévenir les déséquilibres du compte courant. L'assertion selon laquelle les changes fixes confèrent plus de discipline fiscale n'est pas vérifiée dans les pays de l'UEMOA (Tornell & Velasco, 1995). Enfin, (Diop & Fall, 2011) pensent que le régime de change intermédiaire semble être le plus approprié la CEDEAO.

## 3- Méthodologie

### 3-1. Spécification du modèle économétrique

Développé par (Bliss, 1934), les modèles probit servent à modéliser des variables qualitatives. Ces modèles ont été beaucoup utilisés pour déterminer le choix du régime de change des économies développées, en développement et en transition ((Melvin, 1985) ; (Berger et al., 2000)). Étant donné que la variable caractérisant le régime de change peut être ordonnées logiquement, nous adoptons un probit ordonné. Le régime de change noté (ExC) est décrit ici comme une variable discrète pouvant prendre trois valeurs :

$$y_{it} = j \begin{cases} j = 0 \text{ si un régime flexible est choisi par le pays } i \text{ à l'année } t; \\ j = 1 \text{ si un régime intermédiaire est choisi par le pays } i \text{ à l'année } t; \\ j = 2 \text{ si un régime fixe est choisi par le pays } i \text{ à l'année } t. \end{cases} \quad (1)$$

Avec  $\sum_{j=0}^2 p_j = 1$  avec  $p_j$  la probabilité pour  $j = 0, 1, 2$ . La détermination du change optimal consiste à modéliser une variable latente  $y_{it}^*$  qui est l'attractivité du régime de change  $j$  pour le pays  $i$  à l'année  $t$ .

$$y_{it}^* = \theta X_{it} + \mu_{it} \quad \mu_{it} \sim N(0, \sigma^2) \quad (2)$$

Avec  $X_{it}$ , l'ensemble des variables explicatives : le niveau de développement économique (NDE), l'ouverture commerciale (Ouv), la diversification (Div), la mobilité des capitaux (MC), les réserves de change (Réserve), la dette extérieure (Dette), le niveau de développement du secteur financier (NdSF), la stabilité politique (Stabpol) les chocs internes (chocs de production (Cpd), de prix (Cipc) et monétaires (Cm)), les chocs externes (chocs de production étrangère (Cpe), de prix étrangers (Crer) et des termes de l'échange (CTdE)) et  $\mu_{it}$ , le terme d'erreur du modèle indépendant.

Le lien entre la variable discrète choix du régime de change  $y_{it}$  et la variable latente  $y_{it}^*$  se formalise ainsi :

$$y_{it} = \begin{cases} 0 \text{ si } y_{it}^* \leq c_1; \\ 1 \text{ si } c_1 \leq y_{it}^* \leq c_2; \\ 2 \text{ si } y_{it}^* \geq c_2. \end{cases} \quad (3)$$

Avec  $0 \leq c_1 \leq c_2$  sont des seuils définissant les frontières entre différents régimes. Nous supposons que le pays  $i$  choisisse le régime de change flexible si la variable latente est inférieure au seuil  $c_1$ , le régime intermédiaire si elle est comprise entre  $c_1$  et  $c_2$  et le change fixe est choisi si la variable latente est supérieure à  $c_2$ . Ainsi, les probabilités que  $y_{it}$  soit classé comme flexible, intermédiaire ou fixe sont données par :

$$\begin{aligned} P_{it_0} &= Prob(y_{it} = 0) = Prob(\theta X_{it} + \mu_{it} \leq c_1) \\ P_{it_1} &= Prob(y_{it} = 1) = Prob(c_1 \leq \theta X_{it} + \mu_{it} \leq c_2) \\ P_{it_2} &= Prob(y_{it} = 2) = Prob(\theta X_{it} + \mu_{it} \geq c_2) \end{aligned}$$

### 3-2. Méthode d'estimation

Dans la régression logistique, la méthode d'estimation des moindres carrés n'est pas adaptée car, l'hypothèse d'homoscédasticité est violée d'où l'utilisation de la méthode du maximum de vraisemblance. Développé par (Fisher, 1922), la méthode du maximum de vraisemblance est une technique d'estimation statistique courante utilisée pour inférer les paramètres de la distribution de probabilité d'un échantillon donné. La solution du maximum de vraisemblance est obtenue par une technique itérative. Considérons la fonction de vraisemblance suivante :

$$\mathcal{L}(x_1; \theta) \cdot \mathcal{L}(x_2; \theta) \cdot \mathcal{L}(x_3; \theta) \cdots \mathcal{L}(x_n; \theta) = \prod_{i=1}^n \mathcal{L}(x_i; \theta) = \mathcal{L}$$

Pour estimer les paramètres du modèle nous allons effectuer la transformation logarithmique de la fonction de vraisemblance ci-dessus et on obtient la fonction dite log-vraisemblance qui servira de base à l'estimation des paramètres ( $\hat{\theta}$ ). Les résultats sont obtenus en maximisant la fonction de log-vraisemblance suivante :

$$\begin{aligned}\log \mathcal{L} &= \log \prod_{i=1}^n \mathcal{L}(x_i; \theta) \\ &= \sum_{i=1}^n \log(\mathcal{L}(x_i); \theta)\end{aligned}$$

On cherche à trouver le maximum de cette vraisemblance pour que les probabilités des réalisations observées soient aussi maximales. Les estimateurs obtenus par la méthode du maximum de vraisemblance sont asymptotiquement efficaces, convergents, invariants et normalement distribués (McFadden, 1984). Étant donné que dans la classification de jure, nous n'avons que deux régimes de change (fixes et flexibles) nous avons estimé un probit binaire pour cette classification et un probit ordonné pour celle de facto.

#### 4- Données

Nous avons utilisé la classification de Jure et de Facto pour classer les régimes de change des pays de la CEDEAO. En nous basant sur les *Rapports annuels sur les accords de change et les restrictions de change* du FMI nous classons les régimes comme suit : régime de change flexibles (codé 0), régime de change intermédiaire (codé 1) et régime de change fixe (codé 2).

Composée essentiellement de petits pays ouverts, la CEDEAO est donc confrontée à des prix mondiaux donnés des biens échangés. Ainsi, la baisse de la production mondiale, la fluctuation du taux de change réel ou de l'indice des termes de l'échange sont considérées comme des chocs macroéconomiques externes. À côté, nous considérons également les chocs domestiques : chocs de production, de prix intérieurs et monétaires. Les chocs constituent les variables d'intérêt de cette étude. Ils sont définis comme les erreurs standards des résidus d'une régression autorégressive d'ordre 2 et sont donnés par :

$$Choc = \varepsilon_t = A(L) z$$

Avec  $\varepsilon_t$ , les chocs macroéconomiques ;  $A(L)$ , le polynôme matriciel dans l'opérateur de décalage  $L$  et  $z$  variable endogène. En plus de ces variables d'intérêt, nous avons pris en compte les autres facteurs impactant sur le choix du régime de change notamment le niveau de développement économique, l'ouverture commerciale, la mobilité des capitaux, le différentiel d'inflation, le degré de diversification, les réserves de change en mois d'importation, la stabilité politique et la dette extérieure en % du PIB.

**Choc de production domestique** : les taux de change fixes sont préférables en cas de chocs domestiques réels.

**Choc de prix domestique** : la supériorité des changes flexibles en cas de chocs de prix domestiques pourrait introduire des ambiguïtés. En effet, elle dépend de l'hypothèse que l'instabilité du niveau des prix, en soi, n'a pas d'effets réels (Fischer, 1977).

**Choc monétaire domestique** : nous supposons que les régimes de changes flexibles sont les plus appropriés dans le cas des chocs monétaires domestiques car selon (Fischer, 1977) les variations du niveau des prix absorbent totalement les chocs.

**Choc de production étrangère** : l'impact des chocs de production étrangère est moindre en taux de change flexible (Hoffmann, 2007)

**Chocs des termes de l'échange** : les variations des termes de l'échange jouent un rôle capital dans les résultats macroéconomiques. Nous supposons que les chocs des termes de l'échange sont liés positivement au choix du régime de change flexible.

**Choc de prix étranger** : nous approximons les chocs de prix étrangers par les chocs de taux de change réel. D'après la théorie économique, les régimes flexibles isolent l'économie des chocs des prix étrangers (Melvin, 1985).

**Niveau de développement économique (PIB par habitant)** : plus les pays sont développés plus ils sont susceptibles de laisser flotter leurs monnaies. Les estimations de (C. M. Reinhart & Rogoff, 2004) montrent la croissance du PIB réel par habitant est deux fois plus importante pour les régimes de change flottant.

**Degré d'ouverture** ( $\frac{Exportation + Importation}{PIB\ nominal}$ ) : On suppose que les taux de change flexibles dépendent négativement du degré d'ouverture (McKinnon, 1963).

**Degré de diversification de la production** (indice de concentration des exportations) : les pays présentant des degrés de diversification élevés ont tendance à laisser flotter leur monnaie et les pays dont le commerce est fortement concentré ont tendance à arrimer leur monnaie à la devise du pays partenaire.

**Niveau de développement du secteur financier** (crédit privé sur PIB) : les pays financièrement moins développés sont plus susceptibles d'adopter un taux de change fixe.

**Différentiel d'inflation** (Inflation du pays – moyenne mondiale) : les pays dont leurs taux d'inflation s'écartent de la moyenne mondiale ont du mal à adopter un taux de change fixe.

**Mobilité des capitaux** : les pays qui contrôlent les capitaux sont plus susceptibles d'avoir des taux de change fixes (Impossible trinité). Les flux de capitaux sont essentiellement constitués des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille.

**Réserves internationales de change en mois d'importation** : l'adoption d'un taux de change fixe nécessite la détention de réserves internationales de change élevées.

**Stabilité politique** : les pays instables ont intérêt à laisser flotter leur monnaie car le manque de soutien politique ne permet pas de défendre une parité fixe ((Collins, 1996) ; (Edwards, 1996)). La variable Stabpol prend la valeur 1 s'il y a transfère de pouvoir et 0 sinon.

**Dette extérieure en devises étrangères en pourcentage du PIB** décalée d'un an :

les pays très endettés préfèrent les taux de change flottants (Berger et al., 2000).

L'échantillon se compose de 11 pays de la CEDEAO que sont le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Gambie, le Ghana, le Mali, le Niger, le Nigeria, le Sénégal, la Sierra Leone et le Togo. Les autres pays (Cap Vert, Guinée, Guinée Bissau et Libéria) ont été supprimés à cause de la non-disponibilité des données de certaines variables sur la période d'étude<sup>3</sup>.

**Tableau 1 : Statistiques descriptives des régimes de change des pays de la CEDEAO**

ExC	Classification de Jure			Classification de Facto		
	Fréquence	Pourcentage	Cumul	Fréquence	Pourcentage	Cumul
0	84	36,36	36,36	35	15,15	15,15
1	-	-	-	47	20,35	35,50
2	147	63,64	100,00	149	64,50	100,00
<b>Total</b>	231	100,00		231	100,00	

Le régime de change flexible représente environ 36,36 % de l'échantillon pour la classification de jure contre 15,15 % pour celle de facto (tableau 1). Quant aux régimes fixes, le pourcentage s'établit à 63,64 % pour la classification de jure contre 64,50 % pour celle de facto. Par ailleurs, le classement de facto a montré qu'en réalité la plupart des pays de la ZMAO appliquent des régimes de changes intermédiaires. Ces derniers représentent environ 20,35 % sur la période sous-revue.

**Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables explicatives**

Variable	Observation	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
NDE	231	943,7404	612,7496	138,6987	3098,986
Ouv	231	43,7278	15,3974	17,0107	99,2906
Div	231	0,4430	0,1832	0,2025	0,9251
NdSF	229	14,1908	7,2909	1,6039	40,1630
Diffinf	231	1,8860	5,6918	-6,3080	29,1124
MC	231	-2,90e <sup>+08</sup>	1.50e <sup>+09</sup>	-1,50e <sup>+10</sup>	3,60e <sup>+09</sup>
Reserve	228	3,9050	2.0008	0,1477	12,0983
Dette	231	42,3134	30,6763	4,9508	202,6239

Le tableau 2 présente le nombre d'observations, la moyenne, l'écart-type, le minimum et le maximum des variables explicatives. Sur la période 2000-2020, la moyenne du PIB par habitant mesurant le niveau de développement économique s'établit à 943,7404 avec un écart-type de 612,7496. Cet écart-type élevé montre une grande disparité entre les pays de la CEDEAO. La valeur la plus faible (138,6987) a été enregistrée par la Sierra Leone en 2000 à cause de la guerre civile. En 2014, le Nigeria enregistre le PIB réel par habitant le plus élevé. En effet, le changement

<sup>3</sup> Les données proviennent de la banque mondiale (WDI), du CNUCED (UNCTADSTAT) et de la réserve fédérale (FRED Economic data).

de calcul statistique du PIB en 2014 a fait apparaître que le pays était devenu la première économie du continent. En revanche, il présente le degré d'ouverture le plus faible (17,0107 en 2016). L'économie du Nigeria a souffert d'une sévère contraction de son PIB tout au long de cette année. Cette récession de la croissance économique nigériane est due à la faiblesse des cours du pétrole et des attaques répétées de groupes rebelles contre les installations pétrolières dans le sud du pays. Le degré d'ouverture le plus élevé a été enregistré par le Togo en 2013 avec un pourcentage de plus de 99 %. La moyenne du degré d'ouverture de 43,7278 montre que les pays de la CEDEAO sont relativement ouverts. Cependant, une faible diversification de leurs productions est notée avec une moyenne de 0,4430. L'écart-type faible montre qu'il n'existe pas de grandes différences entre les produits exportés. L'indice le plus faible a été enregistré en 2011 au Togo et le plus proche de 1 par le Nigeria en 2000. Par ailleurs, leurs secteurs financiers sont peu développés. La moyenne du niveau de développement du secteur financier s'établit à 14,1908 avec une fourchette allant de 1,6039 (Sierra Léone en 2001) à 40,1630 (Togo en 2015). Concernant le différentiel d'inflation, les pays de l'UMOA enregistrent généralement des taux d'inflation inférieurs à la moyenne mondiale. Le Ghana a enregistré en 2001, un taux d'inflation supérieure à 29 % à la moyenne mondiale. En effet, les mauvaises performances (chute de l'or et du cacao et augmentation du prix du pétrole brut) de l'économie ghanéenne en 2001 ont créé un déséquilibre budgétaire et donné lieu à un gonflement excessif de la masse monétaire. La moyenne négative des flux nets de capitaux montre que les sorties de capitaux sont supérieures aux entrées. La dispersion élevée autour de la moyenne témoigne de la forte disparité entre les pays. Le Nigeria a enregistré la plus faible valeur ( $-1,50e^{+10}$  en 2012) et la plus grande valeur ( $3,60e^{+09}$ ) sur la période d'étude. L'examen des statistiques des réserves de change montre que sur la période d'étude les réserves ont couvert trois mois d'importation en moyenne. Enfin, la moyenne de la dette extérieure en devise étrangère en % du PIB est inférieure à 50 %. Le pourcentage le plus faible a été enregistré par le Nigeria en 2012 et le plus élevé par la Sierra Léone pendant la période de guerre en 2000.

## 5- Résultats empiriques

### 5-1. Résultat des estimations de la Classification de Jure

Les résultats obtenus en utilisant la classification de jure sont présentés dans le tableau 3

**Tableau 3 : Résultats des estimations de la Classification de Jure**

Variable dépendante (ExC)		
Variables explicatives	Coefficient	Changements dans les probabilités (effets marginaux)
NDE	-0,0035 (0,000) ***	-0,0001
Ouv	0,0064 (0,794)	0,0003
Div	0,8902 (0,537)	0,0397
NdSF	0,4707 (0,000) ***	0,0210
DIFFinf	-0,9949 (0,000) ***	-0,0444
Reserve	-0,0614 (0,443)	-0,0027

MC	$-8,27e^{-10}$ (0,000) ***	$-3,69e^{-11}$
Stabpol	1,0598 (0,080) *	0,0473
Dette (t-1)	0,0116 (0,333)	0,0005
Cpd	0,0529 (0,040) **	0,0024
Cipc	0,3014 (0,000) ***	0,0134
Cm	-0,0420 (0,023) **	-0,0019
Cpe	-0,0319 (0,659)	-0,0014
CTdE	0,0313 (0,002) ***	0,0014
Crer	-0,0069 (0,030) **	-0,0003
Cons	-0,8834 (0,727)	-
Niveau de significativité : *** 1%, ** 5%, * 10%		
Nombre d'observations : 207		
$LR\ chi2(11) = 226,70$ et $Prob > \chi2 = 0,0000$		
Pseudo $R2 = 86,97\%$		

La probabilité de  $\chi^2$  de 0,0000 indique que notre modèle est globalement significatif et le modèle prédit correctement plus de 85 % des choix du régime de change de Jure de la

Communauté. L'analyse du tableau 3 montre que le niveau de développement économique, le niveau de développement du secteur financier, le différentiel d'inflation, la mobilité des capitaux, la stabilité politique et les chocs de production domestique, de prix intérieurs, monétaires domestiques, des termes de l'échange, et de prix étrangers sont les facteurs explicatifs du choix du régime de change de la CEDEAO. En revanche, les autres variables notamment l'ouverture commerciale, la diversification, les réserves de change, le choc de production étrangère n'influencent pas sur le choix du régime de change de la CEDEAO. Pour l'interprétation des résultats, nous nous concentrons sur les effets marginaux sur les probabilités de choix du régime de change fixe si la variable explicative varie d'une unité.

L'augmentation d'une unité du niveau de développement économique implique un abandon du choix de l'ancrage de 0,01 %. Ces résultats sont similaires à ceux trouvés par (Holden et al., 1979). Un taux d'inflation supérieur à la moyenne mondiale rend l'ancrage de l'Eco moins probable. Ces résultats ne sont pas en contradiction avec ceux trouvés par (Heller, 1978). Un taux d'inflation supérieur à la moyenne mondiale en régime de taux de change fixe entraîne une perte de compétitivité qui se traduit souvent par des dévaluations. L'accroissement d'une unité de la variable niveau de développement du secteur financier entraîne une hausse du choix de l'ancrage pour l'Eco de 2,9 %. Le manque de profondeur du secteur financier de la CEDEAO explique le lien positif entre la variable développement financier et le choix de l'ancrage. Conformément à la théorie économique, la mobilité des capitaux est liée négativement au choix de l'ancrage (l'impossible trinité est donc vérifiée). Dans une économie ouverte avec mobilité des capitaux, un taux de change flottant permet de se prémunir contre les chocs réels, tels qu'une modification de

la demande d'exportations ou des termes de l'échange. Quant à la variable stabilité politique, elle a un impact positif sur le choix du régime de change fixe.

Concernant nos variables d'intérêt, l'analyse montre que la volatilité de la production et du niveau des prix domestiques contribue à la probabilité de choisir l'ancrage de respectivement 0,26 % et 1,34 %. En fait, les changes fixes minimisent les fluctuations de la production et assurent la stabilité des prix dans l'espace CEDEAO. En revanche, les fluctuations de la monnaie contribuent au choix du régime de change flottant de 0,19 % de la future monnaie unique de la Communautaire. Ces résultats ne sont pas en contradiction avec ceux trouvés par (Fischer, 1977). Plus la Communauté fait face à un choc des termes de l'échange, plus elle est susceptible d'ancrer sa devise. En effet, les changes fixes minimisent la variabilité des taux de change en cas de choc des termes de l'échange lorsque les prix sont rigides. Conformément aux résultats de (Savvides, 1990), la variabilité du taux de change réel est associée au choix du régime de change flexible. Les régimes flexibles isolent les économies de la CEDEAO des perturbations des prix étrangers (Bénassy-Quéré & Salins, 2010).

Cependant, la classification de Jure a été sujette à de nombreux critiques. La plupart des pays déclarant adopter des taux de change flexible interviennent sur le marché des changes pour limiter la fluctuation de leurs devises et ceux à régime de change fixe ayant des taux d'inflation élevés procèdent à des dévaluations périodiques de leurs monnaies. En conséquence, il existe des différences entre les politiques que les pays déclarent adopter et celles qu'ils ont effectivement adopté en matière de change ((C. M. Reinhart & Rogoff, 2004) ; (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2005).

## 5-2. Résultats des estimations de la classification de Facto

Le tableau 4 report les résultats des estimations de la classification de Facto

**Tableau 4 : Résultats des estimations de la classification de Facto**

Variable dépendante ExC				
Variables explicatives	Coefficient	Changement dans les probabilités		
		$y_{it} = 0$	$y_{it} = 1$	$y_{it} = 2$
NDE	-0,001 (0,021) ***	0,0001	0,0000	-0,0001
Ouv	-0,0348 (0,079) *	0,0034	0,0017	-0,0051
Div	2,2070 (0,164)	-0,2138	-0,1068	0,3206
NdSF	0,1538 (0,000) ***	-0,0149	-0,0074	0,0223
DIFFinf	-0,2378 (0,000) ***	0,0230	0,0115	-0,0345
Reserve	-0,0165 (0,790)	0,0016	0,0008	-0,0024
MC	$-8,96 e^{-11}$ (0,020) **	$8,68 e^{-12}$	$4.34 e^{-12}$	$-1,30 e^{-11}$
Stabpol	0,0885 (0,748)	-0,0086	-0,0043	0,0129
Dette (t-1)	0,0095 (0,114)	-0,0009	-0,0004	0,0013

Cpd	0,0355 (0,001) ***	-0,0034	-0,0017	0,0051
Cipc	0,0503 (0,058) *	-0,0049	-0,0024	0,0073
Cm	-0,0051 (0,348)	0,0005	0,0002	-0,0007
Cpe	-0,0741 (0,105)	0,0072	0,0036	-0,0108
CTdE	0,0177 (0,108)	-0,0017	-0,0009	0,0026
Crer	-0,0031 (0,001) ***	0,0003	0,0001	-0,0004
Niveau de significativité : *** 1%, ** 5%, * 10%				
Nombre d'observations : 207				
$LR\ chi2(11) = 171,67$ et $Prob > chi2 = 0,0000$				
Pseudo $R^2 = 50,62\%$				

Il existe en effet des différences entre les résultats de la classification de Jure et celle de Facto.

Les déterminants du régime de change de Facto la CEDEAO sont le niveau de développement économique, l'ouverture commerciale, le niveau de développement du secteur financier, le différentiel d'inflation, les chocs de production domestique, de prix domestiques et de taux de change réel.

Le niveau de développement économique est associé au choix du régime de change flexible ou intermédiaire. De même, une augmentation d'une unité de l'ouverture commerciale implique un accroissement de la probabilité du choix de la flexibilité de 0,34 % et du choix du régime de change intermédiaire de 0,16 %. Un système financier avancé est associé à l'adoption de l'ancrage tandis qu'un taux d'inflation supérieure à la moyenne mondiale à l'application d'un régime de change flexible ou intermédiaire.

Les fluctuations de la production et des prix domestiques entraînent une hausse de la probabilité de l'ancrage de respectivement 0,4 % et 0,73 %. Enfin, la variabilité du taux de change réel bilatérale implique une augmentation de la probabilité du choix du taux de change flexible de 0,03 % ou du taux de change intermédiaire de 0,1 %. Face à un choc externe, le régime de taux de change flexible est le meilleur pour l'Eco suivi du régime de change intermédiaire.

## 6- Conclusion

Ce papier analyse l'influence des perturbations macroéconomiques sur les choix du régime de change de la CEDEAO. Le niveau de développement économique, l'ouverture commerciale, le niveau de développement du secteur financier, le différentiel d'inflation, la mobilité des capitaux, les facteurs politiques, les chocs de production domestique, de prix domestiques, monétaires internes, des termes de l'échange et de prix étrangers constituent les déterminants du choix du régime de change de la Communauté.

Par ailleurs, les chocs de production et d'indice des prix domestiques sont associés au choix de l'ancrage. Cependant, les régimes flottants sont les régimes les plus appropriés en cas de chocs monétaires internes. Les chocs des termes de l'échange sont associés au choix de la parité tandis que ceux des prix étrangers au choix des régimes de changes flexibles ou intermédiaires.

Enfin, selon (J. A. Frankel, 1999) « il n'existe pas de régime de change unique et optimal qui pourrait être prescrit pour tous les pays ».

## Bibliographie

- Adama, D., & Bamba, K. A. (2012). Régime de change et Croissance économique : Le cas des pays de la CEDEAO. *The West African Economic Review La Revue Economique de l'Afrique de l'Ouest*.
- Aizenman, J. (1983). On the Optimal Combination of Commercial and Exchange Rate Policies. *Southern Economic Journal*, 50(1), 185-194. <https://doi.org/10.2307/1058049>
- Bénassy-Quéré, A., & Salins, V. (2010). A Case for Intermediate Exchange-Rate Regimes. In *Working Papers* (N° 2010-14; Working Papers). CEPII research center. <https://ideas.repec.org/p/cii/cepiddt/2010-14.html>
- Berger, H., Sturm, J.-E., & de Haan, J. (2000). An Empirical Investigation into Exchange Rate Regime Choice And Exchange Rate Volatility. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.263948>
- Bergvall, A. (2005). Exchange rate regimes and macroeconomic stability : The case of Sweden. *Oxford Economic Papers*, 57(3), 422-446. <https://doi.org/10.1093/oep/gpi016>
- Bleaney, Lee, Lloyd, M., Hock-Ann, Timothy. (2013). *Testing the trilemma : Exchange rate regimes, capital mobility, and monetary independence | Oxford Economic Papers | Oxford Academic*. <https://academic.oup.com/oep/article-abstract/65/4/876/2362134>
- Bliss, C. I. (1934). The Method of Probits—A Correction. *Science*. <https://doi.org/10.1126/science.79.2053.409>
- Bourguinat, Dohni, H., Larbi. (2002). *La dollarisation comme solution en dernier ressort—Persée*. [https://www.persee.fr/doc/rfec0\\_0769-0479\\_2002\\_num\\_17\\_1\\_1455](https://www.persee.fr/doc/rfec0_0769-0479_2002_num_17_1_1455)
- ÇİFTÇIOĞLU, S. (1995). THE CHOICE OF EXCHANGE RATE REGIME. *Pakistan Economic and Social Review*, 33(1/2), 1-18.
- Collins, S. M. (1996). On becoming more flexible : Exchange rate regimes in Latin America and the Caribbean. *Journal of Development Economics*, 51(1), 117-138. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00428-2](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00428-2)
- Corrales, J.-S., Imam, P. A., Weber, S., & Yehoue, E. (2016). Dollarisation in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Economies*, 25(1), 28-54. <https://doi.org/10.1093/jae/ejv020>
- Diop, M. B., & Fall, A. (2011). *Problématique du choix du régime de change dans les pays de la CEDEAO*. Ministère de l'Économie et des Finances, Direction de la Prévision et des ....
- Edwards, S. (1996). Exchange Rates and the Political Economy of Macroeconomic Discipline. *The American Economic Review*, 86(2), 159-163.
- Edwards, S. (1999). The choice of exchange rate regime in developing and middle income countries. *University of Chicago Press*.

- Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). *Exchange Rates and Financial Fragility* (Working Paper N° 7418; Working Paper Series). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w7418>
- Enders, W., & Lapan, H. E. (1979). Stability, Random Disturbances and the Exchange Rate Regime. *Southern Economic Journal*, 46(1), 49-70. <https://doi.org/10.2307/1057003>
- Erasmus, L., Leichter, J., & Menkulasi, J. (2009). Dedollarization in Liberia-Lessons From Cross-Country Experience. *IMF Working Papers*, 2009(037). <https://doi.org/10.5089/9781451871852.001.A001>
- Fischer, S. (1977). Stability and Exchange Rate Systems in a Monetarist Model of the Balance of Payments. In R. Z. Aliber (Éd.), *The Political Economy of Monetary Reform* (p. 59-73). Palgrave Macmillan UK. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-02998-3\\_5](https://doi.org/10.1007/978-1-349-02998-3_5)
- Fisher, R. A. (1922). On the mathematical foundations of theoretical statistics. *Philosophical transactions of the Royal Society of London. Series A, containing papers of a mathematical or physical character*, 222(594-604), 309-368.
- Fleming, J. M. (1962). Política financiera interna bajo sistemas de tipos de cambio fijos o de tipos de cambio fluctuantes. *Staff Papers*, 9(3), 369-380. <https://doi.org/10.2307/3866091>
- Frankel, J. A. (1999). *No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times* (Working Paper N° 7338; Working Paper Series). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w7338>
- Frankel, J., Schmukler, S. L., & Servén, L. (2004). Global transmission of interest rates : Monetary independence and currency regime. *Journal of International Money and Finance*, 23(5), 701-733. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2004.03.006>
- Ghartey, E. E. (2002). EXCHANGE MARKET PRESSURE AND OPTIMAL FOREIGN EXCHANGE REGIME IN JAMAICA. *Social and Economic Studies*, 51(2), 49-62.
- Ghosh, A. R. (1997). *Does the exchange rate regime matter for inflation and growth?* (Repr). International Monetary Fund.
- Gnimassoun, B., & Coulibaly, I. (2014). Current account sustainability in Sub-Saharan Africa : Does the exchange rate regime matter? *Economic Modelling*, 40, 208-226. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.04.017>
- Hausmann, R., Gavin, M., Pages, C., & Stein, E. H. (1999). Financial Turmoil and Choice of Exchange Rate Regime. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1817197>
- Heller, H. R. (1978). Determinants of Exchange Rate Practices. *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(3), 308-321. <https://doi.org/10.2307/1991510>
- Hira, A., & Dean, J. W. (2004). Distributional effects of dollarisation : The Latin American case. *Third World Quarterly*, 25(3), 461-482. <https://doi.org/10.1080/0143659042000191384>
- Hoffmann, M. (2007). Fixed versus Flexible Exchange Rates : Evidence from Developing Countries. *Economica*, 74(295), 425-449. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2006.00564.x>

- Holden, P., Holden, M., & Suss, E. C. (1979). The Determinants of Exchange Rate Flexibility : An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 61(3), 327-333. <https://doi.org/10.2307/1926061>
- Honig, A. (2005). Fear of floating and domestic liability dollarization. *Emerging Markets Review*, 6(3), 289-307. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2005.06.001>
- Kenen, P. (1969). *The theory of optimum currency areas : An eclectic view*. In (Mundell R. and A. Swoboda eds.) "Monetary Problems in the International Economy".
- Khan, M. S. (2010). The GCC Monetary Union : Choice of Exchange Rate Regime. *Currency Union and Exchange Rate Issues*. <https://www.elgaronline.com/view/edcoll/9781848448575/9781848448575.00009.xml>
- Kim, C. J., & Lee, J.-W. (2008). Exchange Rate Regime and Monetary Policy Independence in East Asia. *Pacific Economic Review*, 13(2), 155-170. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0106.2008.00394.x>
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes : Deeds vs. words. *European Economic Review*, 49(6), 1603-1635. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2004.01.001>
- Markiewicz, A. (2005). Choice of Exchange Rate Regime in Central and Eastern European Countries : An Empirical Analysis. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.809165>
- McFadden, D. L. (1984). Chapter 24 Econometric analysis of qualitative response models. In *Handbook of Econometrics* (Vol. 2, p. 1395-1457). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1573-4412\(84\)02016-X](https://doi.org/10.1016/S1573-4412(84)02016-X)
- McKinnon, R. I. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53(4), 717-725.
- Melvin, M. (1985). *The Choice of an Exchange Rate System and Macroeconomic Stability on JSTOR*. <https://www.jstor.org/stable/1992442>
- Méon, P.-G., & Rizzo, J.-M. (2002). The Viability of Fixed Exchange Rate Commitments : Does Politics Matter? A Theoretical and Empirical Investigation. *Open Economies Review*, 13(2), 111-132. <https://doi.org/10.1023/A:1013916013825>
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- Mundell, R. A. (1963). CAPITAL MOBILITY AND STABILIZATION POLICY UNDER FIXED AND FLEXIBLE EXCHANGE RATES". *Cambridge University Press*, 29(4), 14.
- Mundell, R. A. (1964). A Reply : Capital Mobility and Size. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue Canadienne de Economiques et Science Politique*, 30(3), 421-431. <https://doi.org/10.2307/139708>
- Nathaniel, O. O., Oladiran, O. I., & Oladiran, A. T. (2019). Impact of Exchange Rate Regimes on Economic Integration in the ECOWAS (1980-2017). *African Journal of Economic Review*, 7(2), 42-59.

- Ndongo, A., & Diop, I. T. (2021). Economic and Monetary Integration in ECOWAS Countries : A Panel VAR Approach to Identify Macroeconomic Shocks. *World Journal of Applied Economics*, 7(2), 61-87. <https://doi.org/10.22440/wjae.7.2.3>
- Nor, M. I. (2012). The effect of dollarization on developing economies : Lessons from Somalia's informal market. *Academic Research International*, 2(3), 591.
- Reinhart, C., & Calvo, G. A. (2000). *Fear of Floating* (SSRN Scholarly Paper N° 2882527). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2882527>
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements : A Reinterpretation\*. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(1), 1-48. <https://doi.org/10.1162/003355304772839515>
- Rizvi, S. K. A., Naqvi, B., Mirza, N., & Bordes, C. (2017). Fear of floating in Asia and the credibility of true floaters? *Research in International Business and Finance*, 42, 149-160. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.05.007>
- Savvides, A. (1990). Real exchange rate variability and the choice of exchange rate regime by developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 9(4), 440-454. [https://doi.org/10.1016/0261-5606\(90\)90021-Q](https://doi.org/10.1016/0261-5606(90)90021-Q)
- Simwaka, K. (2010). *Choice of exchange rate regimes for African countries : Fixed or Flexible Exchange rate regimes?*
- Stoica, O., & Ihnatov, I. (2016). Exchange rate regimes and external financial stability. *Economic Annals*, 61(209), 27-43.
- Tornell, A., & Velasco, A. (1995). Fiscal discipline and the choice of exchange rate regime. *European Economic Review*, 39(3), 759-770. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(94\)00083-C](https://doi.org/10.1016/0014-2921(94)00083-C)
- Yeyati, E. L. (2006). Financial dollarization : Evaluating the consequences. *Economic Policy*, 21(45), 62-118. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2006.00154.x>