



## PEGGING EMERGING CURRENCIES IN THE FACE OF DOLLAR SWINGS

Virginie Coudert, Cécile Couharde, Valérie Mignon

### NON-TECHNICAL SUMMARY

An extensive literature has been devoted to the choice of the exchange rate regime, and the question is still open given the pros and cons of every regime. On the one hand, pegged exchange rates are typically considered as not sustainable in the long run, as their average life-time is smaller than five years. On the other hand, most emerging countries have been following a more or less pegged exchange rate regime since the collapse of the Bretton Woods system.

One way to reconcile these two seemingly contradictory conclusions is to recognize that countries adapt their currency regime continuously according to their external environment. In particular, a large number of countries tend to follow pegged exchange rates, devalue under market pressures, and then come back to a fixed currency afterwards.

The rupture of pegs may stem from a variety of factors, such as deteriorating fundamentals inside the home country or pressures on global financial markets. In this paper, we focus on ruptures of pegs linked to the fluctuations of the anchor currency against third currencies. As most pegs have been adopted by countries willing to maintain their export competitiveness because of an export-oriented growth, pegging to an appreciating currency may appear detrimental. Indeed, it entails an appreciation of the home currency towards the rest of the world, and therefore of its real effective exchange rate. Consequently, it is not surprising that a number of countries untie their peg in periods when the anchor currency tends to appreciate against third currencies.

We test for the hypothesis that currencies linked to the USD are more likely to loosen their peg when the USD is appreciating, while sticking to it otherwise. To this end, we estimate smooth-transition regression models for a sample of 28 emerging currencies over the 1994-2011 period. Our findings show that while the real effective exchange rates of most of these countries tend to co-move with that of the USD in times of depreciation, this relationship is frequently reversed when the US currency appreciates over a certain threshold. Such nonlinear effects are especially at stake in Asia where growth is export-oriented.

**ABSTRACT**

The aim of this paper is to study ruptures of exchange-rate pegs by focusing on the fluctuations of the anchor currency. We test for the hypothesis that currencies linked to the USD are more likely to loosen their peg when the USD is appreciating, while sticking to it otherwise. To this end, we estimate smooth-transition regression models for a sample of 28 emerging currencies over the 1994-2011 period. Our findings show that while the real effective exchange rates of most of these countries tend to co-move with that of the USD in times of depreciation, this relationship is frequently reversed when the US currency appreciates over a certain threshold. Such nonlinear effects are especially at stake in Asia where growth is export-oriented.

*JEL Classification:* F31, F33, C22.

*Key Words:* real exchange rates, anchor currency, rupture of pegs, smooth transition regression models.



## L'ANCRAGE DES DEVICES DES PAYS EMERGENTS FACE AUX FLUCTUATIONS DU DOLLAR

Virginie Coudert, Cécile Couharde, Valérie Mignon

### RESUME NON TECHNIQUE

Une abondante littérature a été consacrée au choix du régime de change, mais la question reste ouverte, chaque régime comportant des avantages et des inconvénients. D'un côté, les régimes de taux de change fixes sont généralement considérés comme non viables à long terme, leur durée de vie moyenne étant inférieure à cinq ans. D'un autre côté, la plupart des pays émergents ont adopté un régime de change plus ou moins fixe depuis l'effondrement du système de Bretton Woods.

Une façon de concilier ces deux faits apparemment contradictoires est d'admettre que les pays adaptent continuellement leur régime de change en fonction de l'environnement extérieur. En particulier, un grand nombre de pays ont tendance à adopter des taux de change fixes, dévaluer sous les pressions du marché, puis revenir à une parité fixe par la suite.

Les ruptures d'ancrage peuvent provenir de divers facteurs, qu'il s'agisse de la détérioration des fondamentaux à l'intérieur du pays ou des pressions exercées par les marchés financiers internationaux. Dans cet article, nous nous concentrons sur les ruptures d'ancrage liées aux fluctuations de la monnaie ancre contre les monnaies tierces. Dans la mesure où la plupart des ancrages ont été adoptés par des pays désireux de maintenir leur compétitivité à l'exportation en raison d'une croissance axée sur les exportations, l'ancrage à une devise qui s'apprécie peut être préjudiciable. En effet, cela implique une appréciation de la monnaie nationale vis-à-vis du reste du monde, et donc de son taux de change effectif réel. Par conséquent, il n'est pas surprenant qu'un certain nombre de pays abandonnent leur ancrage pendant les périodes où la monnaie d'ancrage s'apprécie par rapport aux devises tierces.

Nous testons l'hypothèse selon laquelle les devises liées au dollar sont plus susceptibles de desserrer leur ancrage lorsque le dollar s'apprécie, tout en restant ancrées à la devise américaine en dehors de ses périodes d'appréciation. À cette fin, nous estimons des modèles de régression à transition lisse pour un échantillon de 28 monnaies de pays émergents sur la période 1994-2011. Nos résultats montrent que même si les taux de change effectifs réels de la plupart de ces pays évoluent de pair avec le dollar en période de dépréciation, cette relation est souvent inversée lorsque la devise américaine s'apprécie au delà d'un certain seuil. Ces

effets non linéaires sont particulièrement marqués en Asie, où la croissance est tirée par les exportations.

### **RESUME COURT**

L'objet de cet article est d'étudier les ruptures d'ancrage des taux de change en se concentrant sur les fluctuations de la monnaie d'ancrage. Nous testons l'hypothèse selon laquelle les devises liées au dollar sont plus susceptibles de desserrer leur ancrage lorsque le dollar s'apprécie, tout en restant ancrées à la devise américaine en dehors de ses périodes d'appréciation. À cette fin, nous estimons des modèles de régression à transition lisse pour un échantillon de 28 monnaies de pays émergents sur la période 1994-2011. Nos résultats montrent que même si les taux de change effectifs réels de la plupart de ces pays évoluent de pair avec le dollar en période de dépréciation, cette relation est souvent inversée lorsque la devise américaine s'apprécie au delà d'un certain seuil. Ces effets non linéaires sont particulièrement marqués en Asie, où la croissance est tirée par les exportations.

*Classification JEL* : F31, F33, C22.

*Mots-clefs* : taux de change réel, monnaie d'ancrage, rupture d'ancrage, modèles à transition lisse.