

MADAGASCAR – CHOIX DE RÉGIME DE CHANGES

OPPORTUNITÉ DU RÉGIME DE CHANGE FLEXIBLE¹

Le choix d'un régime de change a toujours suscité de nombreux débats. Pourtant, le régime de change optimal qui irait à tout pays à tout moment n'existe pas. Le choix résulte à la fois des caractéristiques individuelles des pays, de ses objectifs économiques ainsi que des contraintes auxquelles ils doivent faire face. En tenant compte de ces trois éléments, et compte tenu des caractéristiques propres de Madagascar, le régime de change flexible en vigueur apparaît pour le moment le plus adapté à ses besoins et à ses objectifs macroéconomiques.

Le système monétaire international a subi de profondes mutations ces cinquante dernières années. Les nombreuses crises de change qui sont survenues, depuis la fin du système de Bretton Woods en 1971, ont relancé le débat sur le régime de change idéal ainsi que les critères de choix pour bien le déterminer. Le choix d'un régime de change revêt une grande importance car le régime que choisira un gouvernement peut avoir des conséquences importantes pour son économie. S'il opte pour un régime convenablement structuré, le pays bénéficiera d'une stabilité accrue. S'il choisit un régime mal adapté, cela peut être source d'instabilité voire même de crise monétaire comme tel a été le cas dans de nombreux pays Africains dans le passé dont Madagascar si on se réfère à la période des années 80-début 90.

Le présent document essaie d'apporter les éléments d'éclaircissements nécessaires sur le choix historique et l'opportunité du régime actuel de change en vigueur à Madagascar. Pour ce faire, il passera en revue les différents régimes de changes existants avec leurs avantages et inconvénients respectifs. Par la suite, il fera le point sur les différents critères à prendre en compte dans le choix d'un régime de change à mettre en place. Et finalement, il se penchera sur le cas de Madagascar pour montrer pourquoi le régime de change actuel est le mieux adapté pour le moment.

I. Les différents types de régime de change

Catégorisation des régimes de change

Les régimes de change peuvent-être classés en trois catégories : les régimes de change fixes, les régimes de changes flexibles et les régimes de change intermédiaire^{2 3}.

- Les *régimes de change fixes* impliquent la définition d'une parité de référence entre la monnaie d'un pays donné et d'une devise ou d'un panier de devises. Les autorités monétaires du pays, en l'occurrence la banque centrale, sont tenues de défendre cette parité soit par la vente ou par l'achat de monnaie nationale. Les *Unions Monétaires* étant l'application stricte de ce régime avec une parité fixé d'une manière irrévocable et l'adoption d'une monnaie commune gérée par

¹ Par Patrick Imam et Ialy Rasoamanana. Les vues exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles du Conseil d'administration du FMI.

² Deux approches sont utilisées pour la classification des régimes de change : la classification « *de jure* » et la classification « *de facto* ». La première approche se base sur la déclaration des pays eux-mêmes tandis que la seconde se réfère notamment sur ce qui se pratique vraiment sur le marché des changes. Car, il y a des pays qui déclarent qu'ils sont en régime de change fixe, mais que finalement procèdent à des dévaluations quand ils rencontrent des problèmes. Et à l'opposé, il y a des pays qui se déclarent être en régime de change flottant, mais finalement interviennent d'une manière intensive sur le marché des changes pour influencer le cours de change.

³ Obstfeld M., and Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", Working Paper n° 5191, National Bureau of Economic Research, July; Calvo, Guillermo A. and Carmen Reinhart, 2000, "Fear of Floating", Working Paper n° 7993, National Bureau of Economic Research, November.

une banque centrale commune à l'exemple de ce qu'il y a dans les zones de l'UEMOA⁴ et de la CEMAC⁵. D'autres variantes de ce régime étant le système de dollarisation, tel qu'en Équateur, ainsi que les caisses d'émissions tel qu'à Hong Kong.

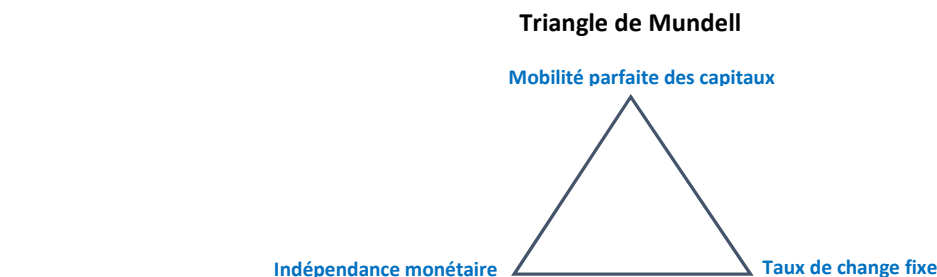
- Les *régimes de changes flexibles* dans lesquels le taux de change d'une monnaie par rapport à une devise de référence est déterminée librement sur le marché de changes par le niveau de l'offre et de la demande de devises. Ceci est le cas des monnaies de pays avec des économies qui sont souvent grandes, tel que le dollar américain ou la livre sterling. Dans ces régimes, aucune intervention de la Banque Centrale n'est enregistrée et l'équilibre du marché se fait à travers un ajustement du niveau du taux de change.
- Les *régimes de changes intermédiaires* constituent un compromis entre ces deux régimes extrêmes. Plusieurs variantes existent mais l'idée c'est de combiner les avantages associés aux deux régimes, et de minimiser les inconvenances de ces deux régimes. Dans cette catégorie, on retrouve les régimes à parité mobile (« *crawling peg* »), les régimes d'arrimage à un panier de devises (« *basket peg* »), les régimes de change avec ancrage fixe mais ajustable (« *Adjustable peg* »), et les régimes de flottement impur (« *Dirty float* ») où on assiste à une intervention des autorités monétaires pour soutenir la monnaie nationale contre toutes fluctuations.

II. Critères de choix d'un régime de change

«*Aucun régime de change ne convient à tout pays et à tout moment*»⁶. Les régimes seront fonction des caractéristiques individuelles de chaque pays mais également de l'évolution des conditions que ce soit économiques, politiques et financières qui l'entourent. Plusieurs critères sont à prendre en considération. En passant en revue la littérature économique, les principaux facteurs suivants ont été recensés.

Trinité impossible

Le concept de la « trinité impossible » a été développé pour la première fois en 1960 par l'économiste Robert Mundell. La théorie stipule qu'un pays ne peut avoir en même temps : (i) *un régime de taux de change fixe* pour les besoins de stabilité relative des prix ; (ii) *une politique monétaire indépendante* pour les besoins de stabilisation macroéconomique ; et (iii) *des capitaux qui circulent librement* pour les besoins d'efficience et de flexibilité. Selon ce modèle, un pays ne peut réaliser et poursuivre que deux des trois objectifs cités en simultanément. Ce qui implique que ce dernier dispose de trois combinaisons possibles de politique à mettre en œuvre tel que montré par le triangle d'incompatibilité ci-contre.



⁴ Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo).

⁵ Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (Cameroun, Congo, Gabon, Guinée Equatoriale, République de Centrafrique, Tchad).

⁶ Frankel, Jeffrey A., 1999, «*No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*», Working Paper n° 7338, National Bureau of Economic Research, September.

Selon le principe de la trinité impossible, pour une économie ouverte aux flux des capitaux avec un taux de change fixe, la politique monétaire ne peut pas stimuler la production et c'est la politique budgétaire qui s'avère être efficace pour cela. A l'inverse, selon le même principe, mais pour une économie ouverte aux flux des capitaux avec un taux de change flexible, la politique monétaire est très efficace pour stimuler la production tandis qu'un stimulus budgétaire conduit à une appréciation et à une perte de compétitivité.

Introduite également par Mundell, la théorie de la Zone Monétaire Optimale (ZMO)⁷ explique dans quelle mesure un groupe de pays, a intérêt à avoir un taux de change fixe ou flexible. Elle s'attache notamment à démontrer les gains apportés par la fixité du taux de change et les manières de contourner les effets négatifs associés à l'adhésion à un taux de change fixe. L'opportunité ou non d'adhérer à un taux de change fixe dépend de l'importance de la synchronisation des cycles économiques (intégration économique, chocs symétriques), et de la flexibilité des économies (mobilité des facteurs de production). Concrètement, d'autres facteurs à considérer dans le choix des régimes de change sont :

- *Les caractéristiques structurelles* du pays, notamment sa taille économique ainsi que son degré d'ouverture. En effet, plus une économie est petite et ouverte, plus le régime de change fixe est attrayant car il réduit les coûts de transactions et les risques de change qui peuvent-être décourageants pour le commerce et les investissements ;
- *La nature et les sources des chocs* auxquels le pays est le plus souvent exposé. Il s'agit notamment de voir si le pays est fréquemment exposé à des *chocs nominaux* (chocs affectant l'offre de la monnaie ou la vitesse de la circulation de la monnaie) ou à des *chocs réels* (chocs affectant directement la demande globale). En général, dans une économie dominée par les chocs nominaux, un régime de change fixe assure une plus grande stabilité des revenus. Par contre, dans une économie souvent exposée à des chocs réels, un régime de change flexible permet une meilleure stabilisation des activités économiques ;
- *Le niveau de développement du système financier*. Les pays dont les systèmes financiers sont beaucoup moins développés, et qui de fait manquent d'instruments financiers pour absorber les chocs exogènes et diversifier les risques inhérents, auront tendance à opter pour un régime de change fixe. Le sous-développement financier crée l'incapacité pour un pays en voie de développement (« l'hypothèse du péché originel »), à de rares exceptions, à emprunter à l'extérieur dans leurs propres monnaies⁸. En accumulant des dettes dénommées en devises, ces pays font peser des contraintes et des risques importants sur les politiques macroéconomiques et leur stabilité financière. Tandis que les pays, avec des systèmes financiers beaucoup plus développés et intégrés, avec plus de mouvements de capitaux extérieurs, se positionneraient plus pour un régime de change plus flexible ;
- *La mobilité des capitaux* car plus les capitaux sont mobiles, plus difficile sera la défense d'un régime de change fixe ;

⁷ Mundell, Robert A., 1961, "The Theory of Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Volume 51, Issue 4, Page 657-665, September.

⁸ Eichengreen, Barry, and Ricardo Hausmann, 1999, "Exchange rates and financial fragility", Working Paper n° 7418, National Bureau of Economic Research, November.

- *Le niveau d'inflation.* Si le différentiel d'inflation entre le pays et ses principaux partenaires commerciaux est élevé, le pays aura intérêt à choisir un régime de change flexible pour pouvoir répondre aux chocs externes ;
- *Le degré de crédibilité des autorités monétaires.* Plus une Banque Centrale a une bonne réputation antiinflationniste, plus le pays pourra se permettre un régime de change flexible.

III. Avantages et Inconvénients des régimes de change

Il n'y pas de régime de change idéal car chacun comporte à la fois des avantages mais aussi des inconvénients qu'il faudra en tenir compte. Les tableaux suivants les synthétisent tels qu'ils sont rapportés en général dans la littérature économique.

Régime de change fixe

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • Simple à mettre en œuvre ; • Réduit les coûts de transaction et les risques de change == > Plus encourageant pour le commerce et les investissements ; • Fournit un ancrage crédible pour la politique monétaire == > Meilleure maîtrise de l'inflation et de ses anticipations • Baisse de l'incertitude liée aux fluctuations des taux de change ; 	<ul style="list-style-type: none"> • Perte de l'indépendance de la politique monétaire en l'absence de contrôle de capitaux ; • Absorption de chocs réels non possibles via le taux de change ; • Risque d'attaque spéculative et de forte dévaluation en cas de mobilité de capitaux ; • Abandon du taux de change en tant qu'instrument de stabilisation de la conjoncture

Source: Patrick Imam, 2012. "Exchange Rate Choices of Microstates," *The Developing Economies*, Vol. 50(3), pp. 207-235

Régime de change flexible

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • Le pays conduit sa politique monétaire de façon indépendante ; • Les forces du marché jouent un rôle dans la détermination du taux de change (pas de distorsions) ; • Ajustement plus facile aux chocs réels ; • Moindre risque de crise de change et/ou de crise bancaire ; 	<ul style="list-style-type: none"> • Incertitude sur le taux de change, implications pour le commerce et l'investissement ; • Nécessité de trouver un ancrage nominal alternatif ; • Risque de volatilité excessive ; • Risque de coûts élevés des dépréciations et appréciations ; • Risque d'inflation ;

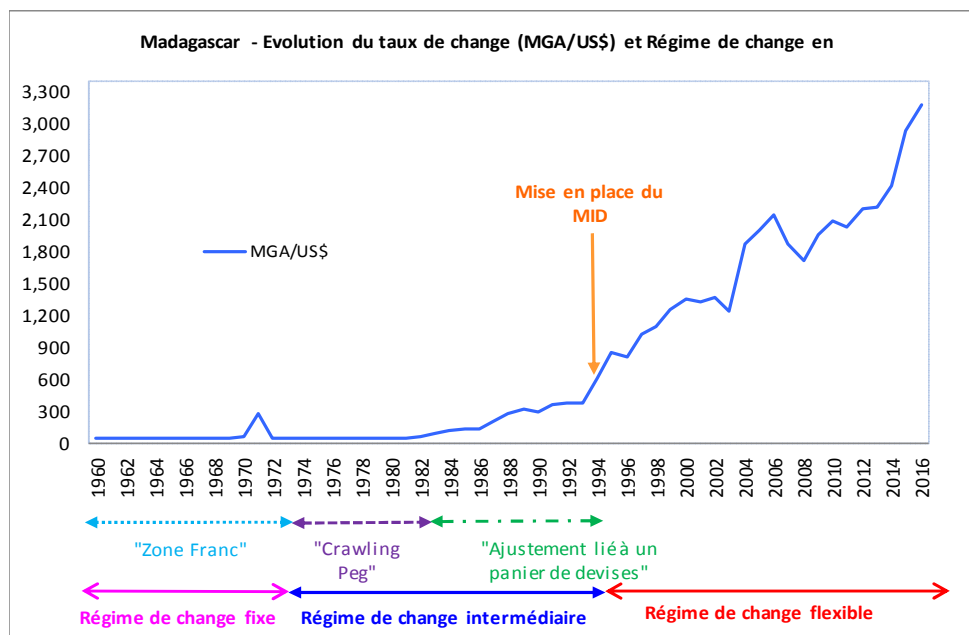
Source: Patrick Imam, 2012. "Exchange Rate Choices of Microstates," *The Developing Economies*, Vol. 50(3), pp. 207-235

IV. Cas de Madagascar : Choix de régime de change

Historique de l'évolution des régimes de change à Madagascar

Au cours de son histoire économique moderne, Madagascar est passé par les différentes catégories de régimes de change mentionnés plus tôt.

- *Entre 1960 et 1973*, Madagascar, comme d'autres pays récemment devenus indépendants, appartenait au cadre de coopération monétaire du « Zone Franc ». Dans ce cadre, la monnaie du pays était liée au franc français à travers un taux de change fixe. D'ailleurs, en rejoignant le FMI en 1963, Madagascar était obligé d'avoir un taux de change fixe tel que préconisé par le système de Bretton Woods. Ce qui avait tout sens dans la mesure où en tant qu'ancienne colonie française, son économie était encore fortement liée à cette dernière. Du fait de cette fixité, la parité de la monnaie Malagasy par rapport aux devises étrangères était restée stable au cours de la période. En 1973, Madagascar a quitté la zone suite à plusieurs facteurs : (i) un désir de s'éloigner de la France avec plus d'indépendance dans la conduite des affaires économiques et monétaires ; et (ii) l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971 qui a conduit à une réévaluation du régime de change optimal.
- *De 1973 à 1982*, Madagascar était officiellement sous régime de change fixe mais à parité mobile (« Crawling peg »). Suite à la sortie de la Zone Franc, la France n'offrait plus aucun soutien financier aux comptes extérieurs du pays. Madagascar ne comptait plus que sur ces réserves de change pour maintenir la parité de sa monnaie par rapport aux devises étrangères. Cependant, suite à une conjoncture internationale défavorable combinée avec une stratégie économique peu porteuse, le pays s'était retrouvé dans une situation économique assez difficile où il était presque en état de cessation de paiement extérieur.



- *Entre 1982 et 1994*, le pays a été ainsi amené à réviser son régime de change afin de redresser sa situation économique. Il était passé à un régime où la parité de la monnaie nationale était déterminée à partir d'un panier de devises. La dégradation de la situation économique étant importante, le pays a mis en œuvre un programme de stabilisation financière suivi d'une série de programmes d'ajustement structurel. Les programmes ayant exigé entre autres l'ajustement du taux de change, on a assisté à une importante dévaluation de la monnaie nationale au cours de la période.
- *A partir de 1994*, tel que préconisé par les programmes d'ajustement, et dans le but de promouvoir et de libéraliser le commerce extérieur, a été introduit le Marché Interbancaire de Devises (MID). Le pays est ainsi passé à un régime de change flexible qui est resté en

vigueur à ce jour. Depuis lors, le cours de la monnaie nationale par rapport aux principales devises de référence est déterminé par le niveau de l'offre et de la demande sur le marché. Cependant, de temps à autre, on assiste à une intervention de la Banque Centrale sur le marché pour éviter de trop importantes fluctuations des cours et pour satisfaire les objectifs de réserves.

Le choix du régime de change flexible

La mise en place du MID ainsi que le passage au régime de change flexible n'ont pas toujours fait l'unanimité et nombreux sont les personnes qui sont convaincus qu'un régime de change fixe est plus adapté pour le pays vu sa très forte dépendance vis-à-vis de l'extérieur par rapport à ses importations de produits clés comme les produits pétroliers, les matières premières et les biens d'équipement. Cependant, en passant en revue les différents critères de choix de régime de change rapportés antérieurement, cette note soutient que le régime actuel s'avère pour le moment le plus adapté pour le pays parce qu'ils présentent les intérêts suivants :

- (i) Le régime de change flexible offre une plus grande flexibilité par rapport à la nature des différents chocs auxquels le pays est régulièrement exposé. Les chocs étant de nature plutôt réels, ils touchent plus la demande globale. On distingue notamment les catastrophes naturelles, les chocs d'origine politique et les chocs issus des changements des prix des matières premières, dont essentiellement les produits pétroliers que le pays importe et les minerais qu'il exporte ;
- (ii) Il procure une plus grande indépendance pour la Banque Centrale dans la conduite de sa politique monétaire. Ce qui donne à cette dernière de la latitude pour l'utiliser suivant l'évolution de la conjoncture économique ou par rapport aux objectifs de long terme du pays. Il permet également de limiter voire même de neutraliser les impacts des différents chocs qui pourraient perturber la stabilité macroéconomique ;
- (iii) Il limite également l'exposition du taux de change aux attaques spéculatives ainsi qu'au changement brusque au niveau des mouvements de capitaux. Et de ce fait, il réduit les risques pour le pays de s'exposer aux crises de change comme cela a été le cas pour de nombreux pays en développement dans les années 90, à l'exemple de l'Asie du Sud-Est ou du Mexique, et qui ont eu des effets catastrophiques sur l'économie de ces pays ;
- (iv) Bien que le système financier n'est pas encore très développé, les autorités monétaires du pays dispose quand même certains instruments qu'elles peuvent utiliser en cas de chocs ;
- (v) Le niveau de mobilité de capital n'étant pas encore très développé mais n'étant pas encore faible également, un régime de change flexible est beaucoup plus indiqué en cas d'entrée ou de revirement massif de capitaux ;
- (vi) Et finalement, le régime de change flexible a une exigence moindre en terme d'accumulation de réserves contrairement aux régime de change fixes où les autorités monétaires ont besoin de conserver un niveau assez important de réserves en devises pour pouvoir défendre le cours fixé. Ce qui correspond mieux à la capacité actuelle de Madagascar à mobiliser les réserves internationales en devises.

Afin de conforter l'opportunité de l'actuel régime de change pour Madagascar, la note a aussi essayé de voir dans quelle mesure le pays pourrait mettre en œuvre un régime de change fixe. Les

constatations étant que pour le moment la mise en place de ce régime se heurte pour le moment aux difficultés suivantes :

- (i) Du fait du changement de la structure de son économie et de plus de diversification au niveau de son commerce extérieur, Madagascar ne dispose plus vraiment de partenaire économique dominant comme tel a été le cas dans les années qui suivaient l'indépendance du pays où la monnaie nationale a été fixée au franc français du fait de la relation politique et économique très étroite entre les deux pays en ce temps-là. Actuellement, il serait difficile d'identifier un partenaire unique dont la monnaie peut être utilisée pour l'arrimage de l'Ariary : ni une parité vis-à-vis de l'euro, du dollar ou du yuan apparaîtrait optimale ;
- (ii) Le commerce inter-régionale étant encore faiblement développé, entre Madagascar et ses pairs membres des différents accords de coopération régionaux auxquels il appartient (COMESA, SADC), il est encore difficile d'imaginer la mise en œuvre de la *théorie sur les Zones Monétaires Optimales (ZMO)* et donc la mise en place d'une Union Monétaire telle que préconisée par ces accords de coopération. Ce qui explique d'ailleurs pourquoi il n'y pas beaucoup d'avancement dans ce sens au niveau de la mise en œuvre concrète des accords ;
- (iii) Le cycle économique de Madagascar étant très différent de celui de ses partenaires économiques et commerciaux, mettre en œuvre une politique monétaire importée ne serait pas appropriée dans la mesure où cette politique pourrait ne pas être adaptée aux besoins de stabilisation ou de relance de l'économie. Par ailleurs, une politique monétaire dépendante rendra le pays vulnérable face aux chocs externes et aux chocs réels internes ;
- (iv) Le niveau d'inflation étant encore supérieur à celui des principaux partenaires commerciaux du pays, il sera difficile de maintenir un taux de change fixe car cela pourrait provoquer soit une crise de change soit une crise de la balance de paiement si des mesures adéquates ne sont pas prises à temps ;
- (v) Le fait que les rapatriements de devises restent encore limités n'aide pas vraiment dans l'absorption d'un choc éventuel vu que le niveau faible n'arrivera pas à soutenir le déficit de la balance courante afin de pouvoir défendre la fixité du taux de change ;
- (vi) Les besoins d'accumulation de réserves sont importants dans le cas de ce régime de change pour pouvoir défendre la parité fixée. Et malgré le fait que les autorités monétaires ont pu améliorer d'une manière conséquente et en continu ces réserves en devises ces dernières années, le fait que le pays est régulièrement exposé à des chocs fait que ces réserves seraient insuffisantes pour assurer le taux de change fixe.
- (vii) L'importance de l'ajustement réel à faire en cas de régime fixe et en cas de chocs. En effet, avec un taux de change fixe, l'absorption d'un éventuel choc se fera à travers des ajustements réels. Ainsi, les dépenses de l'Etat vont être coupées et avec elle la croissance économique, le chômage va grimper et les prix vont être réduits pour regagner la compétitivité, comme c'est le cas actuellement dans les pays de la CEMAC, qui souffrent de la chute des prix des produits primaires. Tout cela, afin de défendre la fixité du taux de change. A Madagascar, le débat est toujours ouvert concernant la nécessité de revenir à un régime de change fixe, notamment en période de dépréciation de la monnaie nationale afin de préserver le pouvoir d'achat des ménages Malagasy. Bien que l'argument soit tout à fait légitime, il faut réfléchir sur l'origine de la dépréciation, et analyser comment les différents chocs auxquels le pays est

régulièrement exposé va être absorbé en soi avec un taux de change fixe⁹. Bien que de nombreux pays ont choisi cette voie, ce n'est pas claire si c'est dans l'intérêt de Madagascar de poursuivre cette route vu ses caractéristiques propres.

V. CONCLUSION

De tout ce qui précède, il faut retenir qu'il n'existe pas un système de change optimal qui irait à tous les pays tout le temps. Toutefois, il y a au moins un régime optimal qui irait individuellement à chaque pays. Le régime de change optimal est celui qui permet l'atteinte des objectifs de politiques économiques tout en tenant compte des différentes contraintes intérieures et extérieures auxquelles chaque pays est exposé. D'ailleurs, les différentes études empiriques menées sur la question ont montré que dans la pratique aucun régime n'est vraiment supérieur à un autre et que tout dépend du contexte et des objectifs du pays lui-même.

Dans le cas de Madagascar, le document soutient que le régime de change flexible qu'il a adopté depuis 1994 constitue le régime le plus optimal étant donné ses caractéristiques propres : la taille et le degré d'ouverture de son économie, sa concentration géographique, la diversification de son commerce extérieur, le niveau de développement de son système financier, le niveau d'inflation, la nature des chocs qui le touche régulièrement, le degré de mobilité du capital, le niveau de son développement économique et le niveau de ses réserves de change.

Toutefois, aucun régime n'est immuable et l'important c'est que les autorités du pays l'ajustent en fonction des changements au niveau de ses différentes contraintes ainsi que de ses objectifs économiques.

⁹ Il faut, cependant, faire preuve de prudence en prenant la décision soit d'empêcher les mouvements du taux de change, soit de carrément changer le régime de change notamment s'il n'est pas clair que les mouvements de ces derniers sont temporaires car cela pourrait être source de déséquilibres coûteusement réversibles.