



# Régimes de taux de change

## Le bipolarisme est-il justifié?

Au cours de la dernière décennie, de nombreux pays ont adopté des régimes de change différents, abandonnant l'arrimage souple, sujet aux crises, pour l'arrimage ferme ou le flottement. On peut s'attendre à voir cette tendance persister, notamment dans les pays à marché émergent.

*Stanley Fischer*

**L**ES TAUX de change fixes ou arrimés à d'autres monnaies ont été un facteur de toutes les grandes crises financières qui ont frappé les marchés émergents ces dernières années — le Mexique à la fin de 1994, la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée en 1997, la Russie et le Brésil en 1998, l'Argentine et la Turquie en 2000, et de nouveau la Turquie en 2001. Les pays à marché émergent dont les taux ne sont pas rattachés à d'autres monnaies — notamment l'Afrique du Sud, Israël, le Mexique et, en 1998, la Turquie — ont réussi à éviter de telles crises.

Il n'est pas étonnant que nombre de responsables de la politique économique déconseillent maintenant les taux rattachés à d'autres monnaies mais ajustables (arrimage souple) dans les pays ouverts aux flux de capitaux. On donne le nom de bipolarisme, ou solution à deux pôles, à ce point de vue

selon lequel les régimes à mi-chemin entre l'arrimage ferme et le flottement libre sont intenable. Bon gré mal gré, un nombre croissant de pays ont été amenés à y souscrire. La proportion de pays membres du FMI ayant des régimes intermédiaires a diminué pendant les années 90, tandis que celle des pays pratiquant l'arrimage ferme ou des systèmes plus souples a augmenté (graphique 1).

Les partisans du bipolarisme — dont je fais partie — ont peut-être exagéré leur argument pour le rendre plus convaincant. La bonne formulation est sans doute la suivante : *pour les pays ouverts aux flux internationaux de capitaux*, 1) l'arrimage de la monnaie n'est pas tenable à moins qu'il soit absolument ferme, 2) il existe de multiples possibilités de régimes souples, et 3) les politiques de la plupart des pays continueront de tenir compte des variations des taux de change dans une certaine mesure.

Les pays ouverts aux flux de capitaux ont un grand choix de régimes de change, du flottement libre à divers types de parités mobiles évoluant dans des bandes larges (avec des ajustements fréquents et faibles du taux pivot), jusqu'à des parités sanctionnées par des engagements officiels comme les caisses d'émission, la dollarisation (ou, en termes plus généraux, l'adoption d'une devise étrangère comme monnaie ayant cours légal), ou l'adhésion à une union monétaire. Mais que cela exclut-il? Essentiellement, les systèmes de parités fixes, de parités ajustables et de bandes de fluctuation étroites, qui engagent les gouvernements à défendre une valeur (ou fourchette de valeurs) de change donnée, sans toutefois les contraindre à mettre leur politique monétaire, voire leur politique budgétaire, au service exclusif de la défense de la parité.

### Pays développés ou à marché émergent

Nombre d'économies développées ou à marché émergent ouvertes aux flux de capitaux ont abandonné les régimes de parité ajustable pendant les années 90 — certains pour un arrimage ferme plus ferme, mais davantage pour des régimes plus souples (graphique 2).

Sur les 33 pays classés comme des économies à marché émergent par J.P. Morgan ou Morgan Stanley Capital International, la proportion de ceux qui avaient des régimes intermédiaires est tombée de 64 % à 42 % en dix ans. À la fin de 1999, 16 de ces pays avaient des taux flottants et 3 un arrimage très ferme sous forme de caisse d'émission ou de l'utilisation d'une devise étrangère comme monnaie ayant cours légal. Les autres avaient des régimes intermédiaires : cinq bandes mobiles, une bande horizontale, une parité mobile et sept parités fixes (graphique 3). L'abandon des régimes intermédiaires dans les économies à marché émergent a continué depuis la fin de 1999, la Grèce étant passée de la bande horizontale à l'euro et la Turquie de la parité mobile au flottement.

On a constaté la même tendance dans les économies développées pendant les années 90, dont l'élément dominant a été

la création de l'euro et la fin du mécanisme de change européen. À la fin de 1999, la moitié des économies classées comme développées par Morgan Stanley Capital International pratiquaient l'arrimage ferme, et presque la moitié le flottement. Un seul pays — le Danemark — avait un régime intermédiaire sous forme d'une bande horizontale.

Les arrimages souples ne se sont pas révélés viables à long terme, en particulier dans les pays intégrés ou en voie d'intégration aux marchés financiers internationaux. On en voit la preuve dans la succession de crises monétaires depuis le début des années 70, qui ont montré la force de l'«inconciliable trinité» — un pays ne peut maintenir simultanément un taux de change fixe, la mobilité des capitaux et une politique monétaire au service des objectifs nationaux.

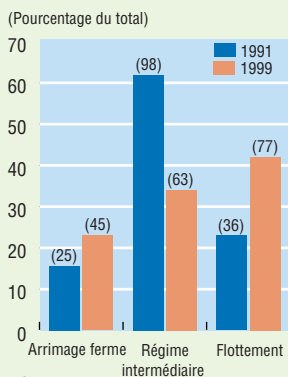
Mais pourquoi les responsables semblent-ils incapables d'orienter la politique monétaire de manière crédible vers l'objectif unique du maintien d'un taux de change fixe? Hormis quelques exceptions, la réponse doit être que, si les politiciens ont une occasion de modifier le taux de change à un moment où les avantages à court terme semblent l'emporter sur les coûts, il y a des chances pour qu'ils le fassent. Et les participants aux marchés financiers le savent.

Les chocs économiques intérieurs et extérieurs peuvent creuser un écart entre le taux de change nominal et le taux officiel. La défense d'un taux arrimé surévalué exige alors typiquement de durcir les politiques monétaire et budgétaire pour réduire le déficit des transactions courantes et décourager les sorties de capitaux. Si la surévaluation est faible — et que le gouvernement prend les mesures nécessaires —, la situation peut en général être stabilisée. Mais si elle est importante, les mesures nécessaires peuvent être impossibles à prendre, d'un point de vue politique ou économique, et un assaut contre la parité a toutes chances de réussir.

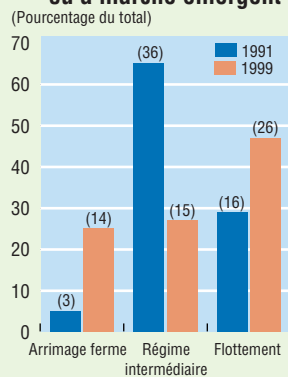
Mais pourquoi ne pas imposer de restrictions aux mouvements de capitaux pour protéger le taux de change des effets de flux perturbateurs? La Chine y a recouru pour éviter ceux de la crise asiatique de 1997-98. La Malaisie a aussi imposé

## Régimes de taux de change, 1991 et 1999

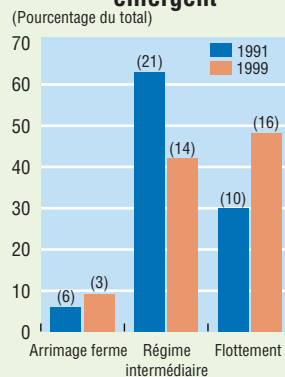
Graphique 1  
Tous pays



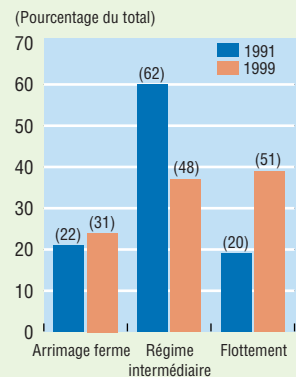
Graphique 2  
Pays développés ou à marché émergent



Graphique 3  
Pays à marché émergent



Graphique 4  
Tous autres pays



Source : FMI.  
Note : Le nombre de pays est indiqué entre parenthèses.

des restrictions et arrimé sa monnaie en septembre 1998, bien qu'il soit plus difficile d'évaluer les effets de ces mesures, étant donné que la première partie de la crise était alors passée et que la majeure partie des capitaux enclins à fuir s'étaient déjà évadés.

Il convient de distinguer les restrictions aux sorties de capitaux des restrictions aux entrées. Les restrictions aux sorties de capitaux peuvent aider à maintenir un taux de change arrimé, dans la mesure où les politiques intérieures sont cohérentes. Mais elles tendent à devenir moins efficaces avec le temps et à créer d'autres problèmes. Les restrictions aux entrées peuvent permettre, temporairement, à un pays de mener une politique monétaire indépendante quand l'arrimage de la monnaie est souple — et influencer la composition des entrées de capitaux. Mais leur efficacité à long terme est douteuse.

Pour que les restrictions aux sorties soient efficaces, elles doivent «ratisser large». Mais à mesure que le pays se développe, elles génèrent des distorsions croissantes et perdent de leur efficacité. (Les tentatives de contrôle des sorties de capitaux une fois qu'une crise s'est déclarée tendent à être inefficaces.) Les restrictions aux sorties devraient être levées graduellement, quand le taux de change n'est pas soumis à des pressions, parallèlement à la mise en place d'une infrastructure efficace d'institutions financières solides et d'un marché des devises. On peut aussi imposer des réglementations prudentielles, limitant par exemple les positions en devises que les institutions intérieures peuvent prendre, à mesure que les restrictions sont levées.

Les restrictions aux entrées peuvent être utiles pendant un temps, et le FMI les a soutenues prudemment dans certains cas. De telles mesures peuvent être utiles aux pays qui cherchent à éviter les difficultés que les entrées de capitaux peuvent poser pour la politique intérieure. L'exemple le plus souvent cité est celui du Chili, où les restrictions ont assuré pendant un temps une certaine indépendance de la politique monétaire. Mais, même au Chili, elles ont semblé perdre de leur efficacité après 1998, et elles ont été levées récemment.

### La peur du flottement

Calvo et Reinhart (2000), parmi d'autres, soulignent que bien des pays qui prétendent avoir un taux de change flottant ne le laissent pas vraiment flotter librement, mais ont recours aux taux d'intérêt et à des interventions pour influencer son évolution. Ils en tirent deux conclusions : premièrement, il est inexact de prétendre que ces pays s'éloignent des systèmes de parité ajustable et, deuxièmement, étant donné que les pays aspirent, pour de bonnes raisons, à des taux de change fixes, ils auraient tout intérêt à opter pour l'arrimage ferme.

Il n'est guère surprenant que la plupart des responsables de la politique économique se préoccupent du comportement du taux de change, tant nominal que réel. Les variations du premier sont de nature à agir sur le taux d'inflation, tandis

**«La tendance à renoncer aux régimes de taux de change à arrimage souple pour des taux flottants ou l'arrimage ferme semble bien établie, tant dans les pays intégrés aux marchés financiers internationaux que dans les autres.»**

que celles du deuxième peuvent influencer à la fois sur la richesse de la population et l'allocation des ressources, avec d'importantes conséquences politiques. C'est pourquoi la politique monétaire dans les pays à régime de flottement tend à réagir aux fluctuations du taux de change.

Tel est certes souvent le cas dans de nombreuses économies émergentes d'assez petite taille et dans la plupart des pays industrialisés du G-7 (quoique rarement ou jamais aux États-Unis). Dans les pays pratiquant le ciblage de l'inflation, les variations du taux de change sont prises en compte dans l'élaboration de la politique monétaire parce qu'elles influent sur les prix. Nombre de pays récemment convertis au flottement ont opté pour le ciblage de l'inflation, et cette approche semble réussir.

Pourquoi la politique monétaire ne ciblerait-elle pas à la fois le taux de change nominal et le taux d'inflation? Sans nul doute, les pressions auxquelles les banques centrales sont soumises quand la monnaie s'apprécie en termes réels et que les transactions courantes sont fortement déficitaires les obligent à affronter cette question. La première réponse est que la politique monétaire agit fondamentalement sur le taux de change nominal, et non sur le taux réel. Et c'est de la politique budgétaire que relève le compte des transactions courantes.

Il reste toutefois une question à résoudre quant à savoir si, dans un régime de flottement, il convient de recourir à la politique monétaire à court terme pour tenter d'influer sur le taux de change. Bien que cette question n'ait guère été étudiée de manière empirique, on peut affirmer qu'il y a presque certainement un arbitrage à court terme entre le taux de change réel et l'inflation, analogue à la courbe de Phillips, qui doit être pris en considération dans l'élaboration de la politique monétaire.

### Arrimages fermes viables

À la fin de l'an dernier, 47 pays membres du FMI avaient des régimes de change à arrimage ferme consistant à ne pas émettre de monnaie nationale indépendante ou à avoir une caisse d'émission. À l'exception — importante — des 11 pays de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne, toutes les économies n'ayant pas de monnaie indépendante étaient de petite taille. L'Argentine et la RAS de Hong Kong sont les plus grandes économies ayant une caisse d'émission. Il est difficile d'évaluer *a priori* les avantages et les coûts des contraintes imposées par l'adhésion à une caisse d'émission.

Les faits montrent que, pour un pays connu de longue date pour son extrême désordre monétaire, l'adoption d'une caisse d'émission est un moyen d'asseoir la crédibilité de sa politique monétaire plus rapidement et à plus faible coût qu'il ne semble possible de toute autre façon.

Les observateurs très favorables à l'arrimage ferme, comme Calvo et Reinhart, tendent à se focaliser sur le compte de capital

et les marchés des actifs. À leur avis, s'agissant des marchés des actifs, les pays ne tirent pratiquement aucun avantage de la souplesse du taux de change. C'est pourquoi ils recommandent d'aller encore au-delà de la caisse d'émission pour passer à la dollarisation et, peut-être, à plus long terme à une union monétaire plus large.

Je crois que l'arrimage ferme est plus attrayant aujourd'hui qu'on ne le pensait il y a quelques années, en particulier du point de vue des marchés des actifs. Un petit pays dont les échanges et les transactions en capital sont fortement tributaires de telle grande économie pourrait souhaiter adopter la monnaie de ce pays. Mais il devra considérer soigneusement la nature des chocs qui l'affectent avant de prendre sa décision.

Il y a lieu de croire qu'avec l'expansion de l'UEM et la remise en question du maintien de la monnaie nationale dans d'autres économies, un plus grand nombre de pays choisira l'arrimage ferme et que les monnaies nationales seront moins nombreuses à l'avenir.

### Le taux de change, point d'ancrage nominal

Les avantages et les risques de l'utilisation du taux de change en tant que point d'ancrage nominal pour réduire l'inflation dans les pays où elle atteint la zone des trois chiffres ont été amplement étudiés. Il y a peu de cas dans lesquels on a pu réduire l'inflation à partir de si hauts niveaux sans recourir à l'ancrage du taux de change, éventuellement à une parité mobile.

À moins que le pays luttant contre l'inflation n'opte pour l'arrimage ferme, il lui faudra envisager différentes stratégies pour sortir de son système d'arrimage, c'est-à-dire s'orienter vers un système plus souple. Sur les 12 pays qui ont pris des mesures radicales pour stabiliser leur taux de change depuis la fin des années 80, 4 ont opté pour la caisse de stabilisation et réussi à réduire l'inflation, et 8 ont dévalué par étapes ou adopté des bandes de fluctuation mobiles.

Une étude des stratégies d'abandon (Eichengreen and others, 1998) montre qu'un pays a intérêt à changer de régime quand sa monnaie est forte, ce qui sera probablement le cas à mesure que la stabilisation gagne en crédibilité et que les flux de capitaux augmentent. C'est ce qui s'est produit en Pologne et en Israël, où la bande a été élargie en réponse aux pressions en faveur d'une appréciation de la monnaie. Mais, même en pareil cas, l'économie politique du renoncement à l'ancrage est compliquée : quand une monnaie est forte, les autorités n'ont pas de raison de le faire; quand elle est faible, ils font valoir que la dévaluation ou l'élargissement de la bande seraient contre-productifs. Plus longtemps l'arrimage est maintenu, plus les dangers associés à l'arrimage souple augmentent. Dans certains cas où les monnaies des pays luttant contre l'inflation se sont effondrées, le FMI avait milité sans succès pour un assouplissement du taux de change.

### Les trois grandes monnaies

L'instabilité des taux de change des principales monnaies est une préoccupation constante. Les fluctuations des rapports de change entre les trois grandes monnaies — dollar, euro et yen — peuvent créer des difficultés pour d'autres pays, en particulier ceux qui ancrent leur monnaie à l'une des trois. Par

exemple, l'appréciation du dollar à partir de 1995 a nui aux exportations des pays est-asiatiques et a aussi contribué aux difficultés de l'Argentine et de la Turquie en 2000.

On a souvent proposé d'établir des zones cibles pour les taux de change entre les trois grandes monnaies. En pratique, il semble qu'un tel système fonctionne de manière informelle et lâche. Quand les taux de change s'éloignent trop des fondamentaux, deux des émetteurs ou les trois conviennent d'une intervention sur les marchés des changes. C'est ce qui s'est produit au milieu de 1995, quand le yen s'est apprécié, et à l'automne 2000, quand l'euro s'est sensiblement déprécié.

Ce système informel diffère d'une zone cible formelle à trois égards. Premièrement, il n'existe pas de zone cible annoncée et donc pas d'engagement d'intervenir à un niveau particulier. Deuxièmement, le système informel fonctionne davantage sous forme d'interventions coordonnées sur le marché des changes que par des actions coordonnées au niveau de la politique monétaire. Troisièmement, ces interventions sont rares. Néanmoins, ce système informel et lâche met certaines limites à la mesure dans laquelle les taux de change entre les trois monnaies peuvent s'écarter de l'équilibre.

### Régimes pour d'autres pays

Je me suis concentré jusqu'à présent sur les régimes de taux de change de 55 économies développées ou à marché émergent. Le schéma est toutefois remarquablement semblable pour les autres membres du FMI. Même les pays qui n'ont pas accès aux marchés internationaux de capitaux ont eu tendance à délaisser l'arrimage souple soit pour l'arrimage ferme, soit pour un régime plus flexible (graphique 4). Globalement, ces pays sont plus enclins à choisir l'arrimage ferme que les économies à marché émergent et moins enclins à opter pour le flottement ou l'arrimage souple.

Il faut effectuer des études plus approfondies sur les caractéristiques des régimes de change et des politiques financières connexes qui sont le mieux adaptés aux divers types de pays non encore intégrés au système financier mondial.

### Conclusion

La tendance à renoncer aux régimes de taux de change à arrimage souple pour des taux flottants ou l'arrimage ferme semble bien établie, tant dans les pays intégrés aux marchés financiers internationaux que dans les autres. Ce n'est pas une mauvaise chose et cette tendance semble devoir se poursuivre. **F&D**

*Stanley Fischer est Premier Directeur général adjoint du FMI.*

---

*Cet article est tiré d'une conférence sur l'économie politique qui a été donnée par l'auteur à l'Assemblée de l'American Economics Association à la Nouvelle-Orléans en janvier 2001. Le texte de la communication, publié dans Journal of Economic Perspectives (printemps 2001), est disponible (en anglais) sur le site [www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm).*

#### Bibliographie :

Guillermo A. Calvo and Carmen Reinhart, 2000, "Fear of Floating", NBER Working Paper 7993 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Barry Eichengreen and others, 1998, Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility, IMF Occasional Paper No. 168 (Washington: International Monetary Fund).