

# Adopter un taux de change flexible

## Comment, quand et dans quels délais?

Rupa Duttagupta,  
Gilda Fernandez et  
Cem Karacadag



La collection des Dossiers économiques, créée par le FMI en 1996, vise à présenter au public les résultats des recherches effectuées par les services du FMI. Les Dossiers économiques sont des monographies courtes, non techniques, portant sur des sujets d'actualité et rédigées à l'intention d'un public de non-spécialistes. Ils sont publiés en six langues : l'anglais, l'arabe, le chinois, l'espagnol, le français et le russe. Le présent numéro, comme ceux qui l'ont précédé, reflète les opinions de ses auteurs qui ne sont pas nécessairement partagées par le FMI.

# Adopter un taux de change flexible

## Comment, quand et dans quels délais?

**Rupa Dutttagupta,  
Gilda Fernandez et  
Cem Karacadag**



©2006 Fonds monétaire international

Directrice de la collection  
Asimina Caminis  
Département des relations extérieures du FMI

Couverture : Massoud Etemadi  
Division des services multimédias du FMI

*Édition française*

Traduction : Thierry Lopinot  
Correction & PAO : Van Tran

ISBN 1-58906-539-5  
ISSN 1020-7724

Pour obtenir les publications du FMI,  
adressez votre commande à :

Publication Services  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, DC 20431 (U.S.A.)  
Téléphone : (202) 623-7430 • Télécopie : (202) 623-7201  
Messagerie électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Internet : <http://www.imf.org/pubs>

## Préface

---

Un régime de change fixe rattachant la valeur d'une monnaie à une devise forte comme le dollar ou l'euro présente de nombreux avantages, notamment pour les pays en développement qui cherchent à crédibiliser leur politique économique. De plus, les systèmes de ce type vont en général de pair avec une faible inflation. En revanche, les pays à taux de change fixe semblent plus vulnérables que ceux qui ont des dispositifs plus souples aux crises de change et à celles du bimonétarisme ou du système bancaire. Au fur et à mesure que les économies se développent et s'intègrent davantage aux marchés financiers internationaux, les avantages de la flexibilité du taux de change semblent augmenter.

Certes, beaucoup de pays conservent un système de taux de change fixe ou un autre type d'ancrage de leur monnaie, mais un nombre croissant — parmi lesquels le Brésil, le Chili, Israël et la Pologne — ont opté depuis une dizaine d'années pour plus de souplesse. La tendance à une plus grande flexibilité des taux de change va sans doute se poursuivre, car, avec le développement des relations internationales, les pays dont la devise est rattachée à un point d'ancrage sont exposés à l'instabilité des mouvements de capitaux; or, la flexibilité du change assure une meilleure protection contre les chocs externes et donne plus d'indépendance à la politique monétaire.

Qu'un régime de change flexible soit adopté sous la pression d'une crise ou dans des conditions normales, son succès dépend d'une bonne gestion d'un certain nombre de problèmes institutionnels et opérationnels. Ceux-ci sont résumés dans ce dossier économique, que David Cheney a établi en s'inspirant du document de travail 04/126 du FMI, intitulé «From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility» (De la fixité au flottage : l'aspect opérationnel du passage à la flexibilité du taux de change), dont les auteurs sont Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez

et Cem Karacadag. On peut le consulter gratuitement sur le site Internet du FMI à [www.imf.org/external/pubs/ft/up/2004/wp04126.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/up/2004/wp04126.pdf). Un rapport postérieur, ayant le même intitulé, a été soumis au Conseil d'administration par le Département des systèmes monétaires et financiers du FMI en novembre 2004. Il est affiché également sur le site du FMI [www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/111904.pdf](http://www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/111904.pdf).

On peut aussi consulter gratuitement, à l'adresse [www.imf.org/pubs](http://www.imf.org/pubs), deux Dossiers économiques antérieurs consacrés aux taux de change : le numéro 2, intitulé *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* (Le régime de change a-t-il une incidence sur l'inflation et la croissance?), d'Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry et Holger Wolf (1996), ainsi que le numéro 13, *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s* (Fixité ou flexibilité? Le bon choix pour les années 90) de Francesco Caramazza et Jahangir Aziz (1998).

## Adopter un taux de change flexible

### Comment, quand et dans quels délais?

---

Certains pays sont passés progressivement et en douceur de la fixité à la flexibilité en adoptant des régimes de change intermédiaires — ancrage souple, bandes horizontales et glissantes, flottement dirigé — avant de laisser leur monnaie fluctuer librement (on trouvera à l'encadré 1 une liste des différents systèmes). Ailleurs, la transition a parfois eu lieu dans le désordre, c'est-à-dire avec une forte dépréciation de la monnaie. Bon nombre de pays qui sont passés à la flexibilité du change au cours de la période 1990–2002 l'ont fait de façon désordonnée (encadré 2). Mais que l'abandon d'un régime de taux de change fixe s'opère ou non de façon ordonnée, c'est toujours une opération complexe.

Comment réussir — sur le plan opérationnel — le passage d'un régime de taux de change fixe à une situation où il sera déterminé, au moins en partie, par les forces du marché? La transition doit-elle être rapide? Et dans quel ordre faut-il prendre les mesures nécessaires à l'instauration de la flexibilité?

Les expériences nationales montrent que quatre conditions doivent généralement être remplies pour assurer le succès du passage à la flexibilité :

- l'existence d'un marché des changes profond et liquide;
- Une politique cohérente d'intervention de la banque centrale sur ce marché (c'est-à-dire d'achat ou de vente de la monnaie nationale pour influencer sur son prix, qui est le taux de change);
- le remplacement du taux de change fixe par un autre ancrage nominal approprié;
- des systèmes efficaces de contrôle et de gestion de l'exposition au risque de change des secteurs public et privé.



## Encadré 1. Types de régimes de change

### *Régime des pays n'ayant pas de monnaie officielle distincte*

L'unité monétaire d'un autre pays est la seule monnaie ayant cours légal dans le pays en question (dollarisation formelle), ou encore celui-ci fait partie d'une union monétaire ou d'un mécanisme de coopération monétaire dont les participants ont une monnaie commune qui a cours légal dans chacun des pays membres. En adoptant un tel régime, les autorités renoncent à la possibilité de mener une politique monétaire indépendante.

### *Caisse d'émission*

La caisse d'émission est un régime selon lequel un pays s'engage explicitement en vertu de la loi à échanger à un taux de change fixe la monnaie nationale contre une monnaie étrangère donnée; cet engagement s'accompagne de restrictions qui sont imposées à l'autorité émettrice pour garantir le respect de ses obligations légales. Cela implique que la monnaie nationale est émise uniquement en contrepartie d'une monnaie étrangère et qu'elle est pleinement couverte par des actifs étrangers, de sorte que les fonctions classiques (par exemple, de contrôle monétaire et de prêteur de dernier ressort) de la banque centrale sont éliminées et que la marge de manœuvre des autorités monétaires est très réduite. Cependant, une certaine flexibilité peut subsister si les règles régissant l'établissement de la caisse le permettent.

### *Autres régimes conventionnels de parité fixe*

Le pays rattache (officiellement ou de fait) sa monnaie, à un taux fixe, à une autre monnaie ou à un panier composé des devises des principaux partenaires commerciaux ou financiers, dont le poids est fonction de la répartition géographique des échanges, des services ou des flux de capitaux. La parité n'est pas irrévocable. Le taux de change peut fluctuer à l'intérieur d'une bande étroite de moins de 1 % de part et d'autre d'un taux central, ou les valeurs de change maximale et minimale peuvent

Sur chacun des points qui viennent d'être évoqués, le calendrier de mise en place et le degré de priorité diffèrent naturellement, d'un pays à l'autre, en fonction de la situation de départ et des structures économiques.



varier à l'intérieur d'une marge étroite de 2 % pendant trois mois au moins. Les autorités monétaires se tiennent prêtes à défendre la parité par des interventions directes (c'est-à-dire en vendant ou en achetant des devises sur le marché) ou indirectes (par exemple usage agressif de la politique d'intérêt, imposition d'une réglementation de change, persuasion morale, ou intervention d'autres institutions publiques). Quoique limité, le degré de flexibilité de la politique monétaire est plus grand que dans les cas des régimes ne reposant pas sur une monnaie officielle distincte ou des caisses d'émission, car l'exercice des fonctions traditionnelles de banque centrale est toujours possible et les autorités monétaires peuvent ajuster le niveau du taux de change, bien que relativement peu souvent.

#### *Rattachement à l'intérieur de bandes horizontales*

La valeur de change de la monnaie est maintenue à l'intérieur d'une marge de fluctuation d'au moins 1 % de part et d'autre d'un taux central fixe, ou la marge entre les valeurs de change maximale et minimale est supérieure à 2 %. Cette catégorie comprend le mécanisme de change européen (MCE) du Système monétaire européen (SME) (remplacé par le MCE II le 1<sup>er</sup> janvier 1999). Les autorités monétaires disposent d'une certaine marge de manœuvre qui est fonction de la largeur des bandes de fluctuation.

#### *Système de parités mobiles*

La monnaie fait l'objet de faibles ajustements périodiques calculés à un taux fixe ou en fonction des variations de certains indicateurs quantitatifs (écart d'inflation passé par rapport aux principaux partenaires commerciaux, écart entre la cible d'inflation et l'inflation prévue chez les principaux partenaires commerciaux, etc.). Ces ajustements peuvent être fixés à un taux permettant de prendre en compte les variations, corrigées de l'inflation, de la valeur de la monnaie (ajustements rétrospectifs), ou à un taux fixe annoncé au préalable qui est inférieur à l'écart d'inflation prévu (ajustements prévisionnels). Maintenir une parité ajustable crédible soumet le régime à des contraintes analogues à celles d'un régime de parité fixe. *(Suite page 4)*

## **Mise en place d'un marché des changes**

Pour bien fonctionner, un régime de change flexible doit pouvoir s'appuyer sur un marché des changes liquide et suffisamment efficace pour permettre au taux de change de répondre aux forces du

### **Encadré 1. Types de régimes de change (fin)**

#### *Système de bandes de fluctuation mobiles*

La valeur de change de la monnaie est maintenue à l'intérieur de certaines marges de fluctuation d'au moins 1 % de part et d'autre d'un taux central — ou bien la marge entre les valeurs de change maximale et minimale est supérieure à 2 % —, le taux central et les marges étant ajustés périodiquement soit à un taux fixe, soit en fonction des variations de certains indicateurs quantitatifs. Le degré de flexibilité du taux de change est fonction de la largeur de la bande, les bandes étant symétriques par rapport à un taux central mobile ou s'élargissant progressivement et asymétriquement (aucun taux central n'étant dans ce cas annoncé au préalable). L'engagement de maintenir le taux de change à l'intérieur de la bande fait peser des contraintes sur la politique monétaire, dont le degré d'indépendance est fonction de la largeur de la bande.

#### *Flottement dirigé*

Les autorités monétaires s'efforcent d'influencer le taux de change sans déterminer au préalable la trajectoire de celui-ci ou sans fixer d'objectif précis dans ce domaine. Les indicateurs qu'elles utilisent pour gérer le taux sont la position de la balance des paiements, les réserves internationales ou l'évolution du marché parallèle, et les ajustements ne sont pas nécessairement automatiques. L'intervention peut être directe ou indirecte.

#### *Flottement indépendant*

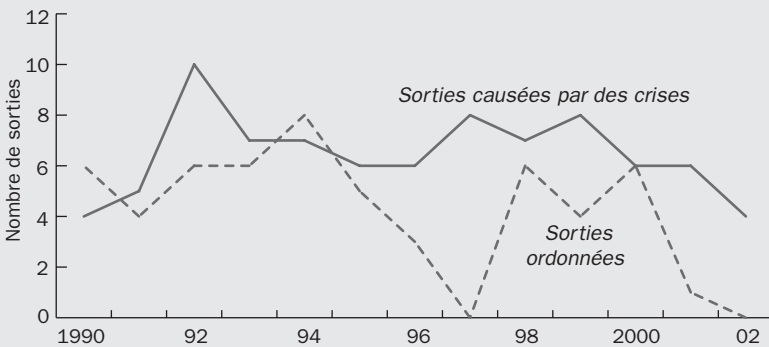
Le taux de change est déterminé par le marché. Les interventions officielles sont rares et discrétionnaires et ont pour objectif de modérer l'évolution du taux de change et d'en empêcher les fluctuations excessives, plutôt que de le porter à un niveau donné.

marché et limiter à la fois la fréquence et la durée des épisodes de volatilité et d'écarts excessifs par rapport au taux de change d'équilibre (celui qui correspond aux fondamentaux économiques du pays concerné), de façon à ce que l'on puisse «découvrir» le prix.

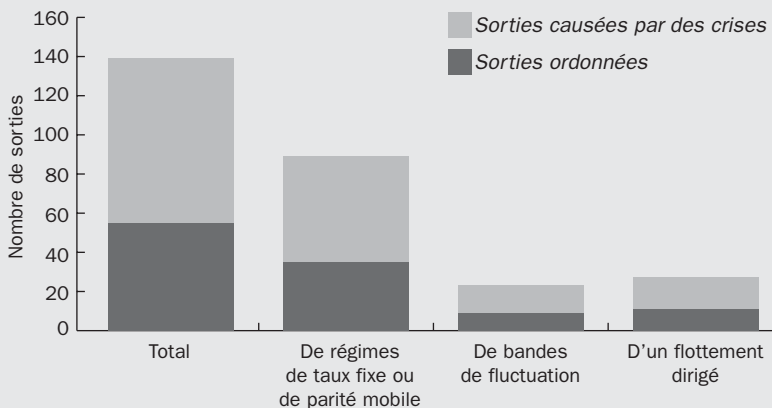
## Encadré 2. Sorties vers un régime de taux flexible

Il existe trois types de sorties possibles : abandon de toute forme de rattachement ou de fixité des taux de change ou de parités mobiles et adoption de bandes de fluctuation ou d'un mode de flottement; passage d'une bande de fluctuation à un régime de flottement; passage d'un flottement dirigé à un flottement indépendant. Les graphiques couvrent 139 sorties. Ils ne tiennent compte que de l'abandon d'un régime pratiqué pendant au moins un an et des cas où un pays a augmenté la flexibilité de son taux de change au cours de l'année de sortie.

**Graphique 1. Nombre et types de sorties, 1990–2002**



**Graphique 2. Sorties classées selon le régime de change, 1990–2002**



Le marché des changes se compose d'ordinaire d'un marché interbancaire — marché de gros sur lequel les opérateurs agréés, c'est-à-dire en général les banques et autres institutions financières, traitent entre eux — et d'un marché de détail sur lequel ces opérateurs agréés font des transactions avec les consommateurs finals tels que les ménages ou les entreprises. Un marché liquide est un marché sur lequel l'écart entre les cours acheteur et vendeur est étroit, les coûts de transaction sont faibles, le volume des opérations est suffisant pour limiter l'impact de toute transaction sur les prix, les systèmes de transaction, de compensation et de règlement en place facilitent l'exécution rapide des ordres, et les opérateurs actifs sont nombreux.

Cependant, dans beaucoup de pays en développement, les marchés de change sont étroits et inefficaces, notamment en raison d'une réglementation étendue des changes — qui peut comporter des contrôles sur les mouvements de capitaux internationaux (en réduisant le montant), une stricte limitation des positions de change nettes et l'obligation de déposer auprès de la banque centrale les devises encaissées. Le compartiment interbancaire du marché — quand il existe — est souvent moins développé que le compartiment de détail, ce qui freine les possibilités de détermination des prix.

La rigidité du taux de change peut elle-même constituer un facteur d'illiquidité du marché. Quand une banque centrale gère un régime de change fixe, elle doit généralement être très présente sur le marché, ce qui empêche les autres participants d'acquérir une expérience de la formation des prix et de la gestion du risque de change, tout en freinant les opérations interbancaires. À la limite, la banque centrale domine parfois le marché interbancaire et joue le rôle de principal intermédiaire. En régime de taux de change fixe, les acteurs du marché sont moins incités à se faire une opinion de la tendance du taux de change, à prendre des positions ou à effectuer des opérations; cette situation pèse sur l'activité au comptant et à terme. En outre, dans les systèmes d'ancrage du taux de change, on décourage fréquemment l'activité du marché à terme pour freiner la spéculation. Par suite, le sous-développement du marché à terme réduit les possibilités de couverture.

Pour approfondir son marché des changes et le rendre plus efficace, un pays peut prendre les mesures suivantes :

- Autoriser une certaine flexibilité du taux de change (par exemple, dans une marge prédéterminée autour d'une valeur de référence) afin de stimuler l'activité du marché. Il convient aussi que les autorités convainquent les participants de l'existence d'un *risque dans les deux sens* — appréciation ou dépréciation — pour les encourager à prendre à la fois des positions vendeur et acheteur. De 1995 à 2001, les transactions ont augmenté sur les marchés de change des pays ayant adopté un régime plus flexible et diminué là où l'on a opté pour une moindre souplesse.
- Diminuer le rôle de la banque centrale sur le marché, en limitant ses transactions avec les banques et ses interventions, afin de donner plus d'influence aux autres opérateurs. La banque centrale ne devrait pas effectuer d'opérations avec d'autres clients que les institutions financières.
- Diffuser plus d'informations sur les sources et l'emploi des réserves de change, ainsi que sur l'évolution de la balance des paiements, pour permettre aux acteurs du marché de se faire une opinion rationnelle sur le taux de change et la politique monétaire, et donc de fixer efficacement les cours. Les autorités doivent aussi faire en sorte que les systèmes informatiques et les plates-formes de transactions fassent apparaître, en temps réel, les cours demandés et offerts sur le marché interbancaire.
- Supprimer progressivement les règles qui entravent le fonctionnement du marché. Parmi les mesures importantes à prendre, on peut citer : l'abrogation du dépôt obligatoire des recettes en devises auprès de la banque centrale; la suppression des taxes et surtaxes sur les opérations de change ainsi que la levée des restrictions sur les transactions interbancaires; l'unification des marchés de change compartimentés; l'assouplissement des contraintes sur les opérations relevant de la balance courante et d'une partie du compte de capital pour augmenter les sources et les emplois de devises. Il convient toutefois de lever progressivement le contrôle des mouvements de capitaux, et seulement quand certaines conditions préalables d'ordre macroéconomique et institutionnel sont remplies.

- Unifier et simplifier la législation sur les changes, puis éviter les changements fréquents et ponctuels, pour améliorer la transparence du marché et diminuer les coûts de transaction.
- Améliorer la microstructure du marché en réduisant la segmentation, en renforçant l'efficacité des intermédiaires et en mettant en place des mécanismes de règlement fiables.

Il est plus difficile de développer et d'approfondir le marché des changes quand un pays est contraint de renoncer à un lien fixe sous la pression du marché et sans avoir eu le temps de préparer une sortie ordonnée. Le gouvernement risque alors d'être confronté à des objectifs contradictoires. Il doit d'abord procéder à des cessions de devises destinées à empêcher une trop forte dépréciation. Mais il lui faut aussi, afin de rester crédible aux yeux du marché, signaler qu'il n'interviendra pas pour défendre un niveau de taux de change spécifique. Dans de telles circonstances, de nombreux pays ont progressivement mis fin au rôle de teneur de marché joué par la banque centrale, supprimé les obstacles aux opérations de change et toléré une plus grande volatilité; ils ont aussi laissé les taux d'intérêt s'élever, dans le but de contrecarrer les pressions du marché, et surveillé les transactions pour connaître les origines et la tendance des ordres.



## Interventions des banques centrales

En régime d'arrimage du taux de change à une monnaie, les acquisitions et ventes officielles de devises, effectuées pour couvrir l'écart entre l'offre et la demande de monnaie nationale à un prix donné, sont souvent régies par des règles qui déterminent à l'avance le moment et le montant des interventions. En revanche, dans un système flexible, les interventions officielles sur le change sont optionnelles ou discrétionnaires, même si les autorités peuvent encore y procéder; et elles le font effectivement, en général pour corriger une valorisation inappropriée du taux de change, calmer des marchés agités, fournir des devises et accumuler des réserves. Un gouvernement qui adopte la flexibilité doit donc définir une politique en ce qui concerne les objectifs, le moment et le montant des interventions.

À l'instar de tous les autres, les marchés de change sont imparfaits. Ainsi, les comportements moutonniers («herding» — quand une masse d'investisseurs achète ou vend) et les dynamiques auto-entretenu («feedback trading» — quand les investisseurs sont guidés par la tendance des prix plutôt que par les données fondamentales) risquent de susciter un décalage entre le taux de change et la situation économique d'un pays, générant de sérieuses difficultés. Entre autres effets, la surévaluation d'une devise compromet la compétitivité des exportations, tandis que sa sous-évaluation peut être inflationniste. En outre, lorsque les opérations sur le compte de capital ne sont pas totalement libres ou en cas d'inefficience du marché des capitaux, des chocs temporaires risquent de rendre le taux de change volatil dans des marchés «étroits». Cette volatilité peut avoir un coût politique, le taux de change étant le symbole d'une politique macroéconomique réussie. Un déséquilibre durable ou des fluctuations erratiques du taux de change sont de nature à fausser les prévisions de coûts et de revenus du secteur réel, compliquant ainsi les investissements à long terme et, plus généralement, les décisions des entreprises.

Mais il est difficile de dire quand le taux de change n'est pas à un niveau correct, et il n'existe pas de méthodologie unanimement reconnue pour estimer le point d'équilibre. Les indicateurs employés le plus souvent — le taux de change effectif nominal et réel, la productivité et d'autres mesures de la compétitivité, les termes de l'échange, la balance des paiements, les différentiels de taux d'intérêt et les cours de change sur les marchés parallèles — ne permettent généralement pas aux responsables d'apprécier l'importance du déséquilibre avec assez d'exactitude pour déterminer le moment et le montant optimaux des interventions.

Et même si les autorités décèlent une déviation du taux de change ou une volatilité déstabilisante, les interventions de la banque centrale ne sont pas toujours en mesure de résoudre le problème. Les données empiriques sur l'efficacité avec laquelle les interventions influencent le taux de change ne sont pas pleinement concluantes, et les effets semblent éphémères. Il ressort aussi des études empiriques que les interventions ont tendance à accentuer, plutôt qu'à atténuer, l'instabilité du change. Si celle-ci n'est pas durable, des interventions

ne se justifient peut-être pas, surtout si le phénomène se produit sur un marché liquide ou ordonné. La volatilité peut résulter du processus de détermination des prix et envoyer des signaux utiles aux responsables de la politique économique et aux acteurs du marché.

En revanche, les banques centrales sont généralement fondées à intervenir pour rétablir le calme sur les marchés — c'est-à-dire en cas de déséquilibre entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs entraînant une situation d'illiquidité. Si cette situation persistait, cela risquerait d'être préjudiciable à l'économie réelle. Bien qu'il ne soit pas non plus aisé de savoir si la volatilité est due à une perturbation du marché et si elle est susceptible d'aboutir à un défaut de liquidité, il faut surveiller certains signes : variation accélérée des cotations, élargissement des marges entre cours acheteur et vendeur, forte augmentation des transactions entre banques comparativement à leur activité clientèle.

Il arrive aussi que les banques centrales doivent intervenir sur le marché des changes pour fournir des devises ou renforcer leurs réserves. En premier lieu, beaucoup d'entre elles ont des entrées régulières de devises, au titre de la rémunération des réserves et de leur rôle de banquier de l'État, lequel emprunte des devises étrangères ou en reçoit sous forme d'aide. En deuxième lieu, elles ont généralement pour objectif un certain volant de réserves de change, d'où la nécessité d'acquérir régulièrement des devises pour respecter les principaux ratios de couverture par les réserves.

Un pays est parfois amené à réexaminer sa gestion des réserves lorsqu'il adopte un régime de flexibilité. Certes, le montant des réserves requises pour réguler un taux de change flexible peut être inférieur à celui nécessaire à la défense d'un taux fixe. De plus, une meilleure surveillance des engagements en devises du secteur privé est de nature à diminuer les besoins en réserves officielles. Néanmoins, la suppression du contrôle des mouvements de capitaux risque d'exiger des réserves plus élevées; celles-ci permettront de conserver ou de renforcer la confiance du marché, d'atténuer la volatilité du taux de change, de réduire la probabilité des crises et de rendre les interventions plus efficaces, tout en procurant à l'État un support pour des investissements en actifs à long terme offrant de meilleurs rendements.



De manière générale, il convient que les banques centrales interviennent de façon sélective et soient économes dans l'utilisation des réserves de change. Du fait de la difficulté de déceler les déséquilibres du taux de change et les perturbations du marché, le choix du moment et du volume des interventions est subjectif et sujet à des risques d'erreurs. Par ailleurs, en entrant rarement sur le marché, les banques centrales peuvent convaincre les opérateurs de leur engagement en faveur de la flexibilité du change et améliorer l'efficacité potentielle des interventions occasionnelles. Quand un pays adopte une marge de fluctuation, dans le cadre d'un passage graduel à la flexibilité du taux de change, les interventions peuvent être plus fréquentes que dans un système plus souple; néanmoins, les banques centrales doivent réduire au minimum le nombre d'interventions et user pleinement de la souplesse qu'autorise la largeur de la bande de fluctuation. Dans de nombreuses économies avancées (comme le Canada, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni), elles interviennent rarement sur le marché des changes.

La transparence contribue aussi à établir la crédibilité du nouveau régime de change, surtout après une sortie forcée. De nombreux pays, notamment les Philippines et la Turquie, ont fait des déclarations et publié des rapports officiels affirmant leur volonté de maintenir un régime de flexibilité et de ne pas intervenir pour cibler un certain niveau du taux de change. Les politiques d'intervention publiquement affichées de l'Australie et de la Suède sont de bons exemples des mesures à prendre et à communiquer au marché pour rendre plus efficaces les opérations officielles sur le change. La diffusion, après un certain délai, d'informations sur les interventions est susceptible d'accroître la transparence du marché et la responsabilité de la banque centrale. Le Royaume-Uni donne publiquement des renseignements sur les interventions dans un communiqué de presse mensuel; la Banque centrale européenne le fait dans un bulletin mensuel; aux États-Unis, le Département du Trésor confirme les interventions le jour même et donne des précisions supplémentaires dans ses rapports trimestriels.

Certaines expériences nationales laissent penser que les interventions effectuées en fonction de règles peuvent s'avérer utiles quand le taux de change ne subit pas une forte pression sur un marché à

sens unique. Ce type de politique pourrait permettre de fournir des devises au marché ou de constituer des réserves sans effet sur le taux de change. Mais, en définitive, c'est en intervenant de manière plus discrétionnaire que les banques centrales acquièrent assez d'expérience et de crédibilité. Dans la plupart des pays où les politiques d'intervention sont fondées sur des règles, elles sont souvent transitoires, abandonnées ou modifiées (exemples du Brésil et du Canada).



### **Adoption d'un nouvel ancrage nominal**

Un pays qui renonce au rattachement ou à la fixité du taux de change doit y substituer un autre ancrage nominal et remodeler le cadre de la politique monétaire en conséquence. Il est vrai que certains régimes flexibles sont dépourvus d'ancrage nominal officiel — on peut citer la zone euro, les États-Unis, Singapour et la Suisse —, mais ces économies jouissent d'une grande crédibilité, que les pays en développement peuvent difficilement acquérir à brève échéance, surtout s'ils s'appuyaient sur un ancrage rigide du taux de change avant la sortie de ce système et s'ils ont une tradition de forte inflation.

La mission la plus importante de la politique monétaire est de maîtriser la masse monétaire (ou liquidité). Cela vaut particulièrement pour les pays qui ont renoncé à un taux de change fixe sous la pression du marché, puisque la dépréciation d'une devise crée un risque d'inflation. Quand un pays passe à un régime de change plus souple, la régulation de la liquidité ne s'exerce plus par des interventions sur le marché des changes, mais par d'autres instruments de politique monétaire, comme les facilités permanentes, les opérations d'open-market et les accords de pension. Si ces instruments sont, au même titre que des marchés interbancaires liquides, importants pour le réglage monétaire sous n'importe quel régime de change, leur rôle s'accroît dans un système de taux flexible.

Comme il est difficile de concevoir un nouvel ancrage nominal crédible, de nombreux pays ont mis du temps à abandonner l'ancrage par le taux de change. On peut, par exemple, adopter un système de bandes de fluctuation mobiles comme régime intermédiaire

— appelé parfois à durer —, tout en se préparant à un autre ancrage nominal. Il s'agit généralement de marges de fluctuation symétriques par rapport à une parité centrale, que l'on élargit progressivement à mesure que l'arbitrage entre les objectifs de taux de change et d'inflation tourne à l'avantage du second. Le Chili, la Hongrie, Israël et la Pologne ont réussi leur transition en utilisant une bande de fluctuation mobile élargie progressivement en réaction aux entrées de capitaux. On peut tirer des leçons utiles de leurs expériences :

- La faible marge de variation du taux de change au début de la transition peut limiter l'indépendance de la politique monétaire et reporter la charge de la gestion de la demande globale sur la politique budgétaire et celle des revenus.
- Le fait de contenir l'évolution du cours de change dans une marge plus étroite que celle annoncée publiquement risque d'accréditer l'idée d'une garantie implicite de cours et de rendre les acteurs du marché moins sensibles au risque de change. Des fluctuations de sens contraire sont nécessaires pour que les opérateurs soient incités à concevoir des techniques de couverture et à gérer le risque de change.
- Les gouvernements qui conservent deux ancrages nominaux — le taux de change et l'objectif d'inflation — peuvent renforcer la confiance à l'égard de ce dernier en faisant clairement savoir que la stabilité des prix est leur principale priorité en cas de conflit entre les deux ancres.

De nombreux pays passés à un régime de change flexible ont préféré le ciblage de l'inflation à celui d'un agrégat monétaire. Tout le monde semble maintenant reconnaître qu'un objectif d'inflation constitue un ancrage nominal plus fiable et efficace. Sans doute le ciblage monétaire peut-il servir de référence nominale après l'abandon d'un taux de change fixe, mais l'absence de relation étroite entre les agrégats monétaires et l'inflation limite l'efficacité de cette méthode. Les pays qui ont réussi une sortie ordonnée d'un régime de change fixe ont en général choisi des objectifs d'inflation à long terme, en raison notamment des délais de mise en place des institutions et des conditions macroéconomiques nécessaires, à savoir : le mandat confié à la banque centrale de poursuivre un objectif d'inflation explicite constituant la mission essentielle de la politique

monétaire; l'indépendance et la responsabilité de la banque centrale; une transparence qui permette de rendre compte de la conduite de la politique monétaire et de l'évaluer; une méthodologie fiable pour prévoir l'inflation; un mécanisme prospectif qui intègre systématiquement les prévisions à la politique conduite et réagisse aux écarts par rapport à l'objectif; une politique budgétaire complémentaire; un système financier bien réglementé, supervisé et géré.

En attendant que ces conditions préalables soient réunies, de nombreux pays ont expérimenté, en particulier après une sortie désordonnée d'un régime de change fixe, divers types de ciblage monétaire (portant sur la base monétaire, les agrégats larges ou les réserves des banques). Ainsi, plusieurs pays touchés par la crise asiatique ont adopté un ciblage monétaire tout de suite après avoir abandonné un régime de taux de change fixe; ils l'ont fait dans le but d'établir un nouvel ancrage nominal et de retrouver aussi vite que possible une crédibilité. En Corée, aux Philippines et en Thaïlande, le ciblage monétaire a créé les conditions d'un passage assez rapide à un objectif d'inflation. Le Brésil a suivi une voie analogue. En Indonésie, toutefois, la transition d'un ciblage monétaire à un objectif d'inflation a été plus lente, parce que la gravité de la crise gênait les efforts de rétablissement.



## **Gestion et surveillance du risque de change**

Quand un pays décide de laisser flotter sa monnaie, le risque de change passe du secteur public (la banque centrale) au secteur privé, puisque le premier ne s'engage plus à intervenir à taux fixe. De fait, les sorties désordonnées d'un régime de change fixe se produisent souvent quand les déséquilibres financiers du secteur public deviennent ingérables. C'est pourquoi il est aussi essentiel, pour sortir en douceur, d'apprécier l'importance de l'exposition des secteurs financier et non financier au risque de change. La sensibilité du secteur privé à ce risque peut avoir beaucoup d'influence sur la rapidité de la sortie, le type de flexibilité retenu (bande de fluctuation ou flottement, par exemple) et la politique suivie en matière d'interventions officielles.

L'évaluation du risque de change exige de procéder à une analyse détaillée des bilans, portant sur la nature des devises, les échéances, la liquidité, ainsi que la qualité de crédit des éléments d'actif et de passif libellés en devises étrangères. La crise asiatique, par exemple, a montré comment un endettement en devises, non couvert, du secteur des entreprises pouvait aboutir à des pertes massives pour les banques créancières et à un vif essor de la demande de devises. Même quand les banques veillent au respect de l'équilibre entre le passif et l'actif en devises, le recours à des emprunts à court terme en devises, pour financer l'octroi à des clients non couverts de prêts à long terme libellés dans la même monnaie, crée des risques notables de crédit et de liquidité. De façon analogue, l'exposition au risque de taux d'intérêt des entreprises et du secteur bancaire peut limiter la capacité de la banque centrale à utiliser les taux, au lieu des interventions sur le marché des changes, dans la conduite de la politique monétaire. Dans les pays en développement ou émergents, il est parfois très difficile aux sociétés de transférer le risque de taux d'intérêt, surtout quand leurs actifs ne portent pas d'intérêts et quand elles ont peu de possibilités d'emprunter à long terme et à taux fixe; or, c'est souvent le cas.

La gestion du risque de change se compose de quatre volets :

- Des systèmes d'information permettant de suivre les diverses sources de risque de change, y compris l'origine et l'emploi des financements en devises, et des obligations officielles de fournir des renseignements. On doit surveiller le risque de change au moyen d'enquêtes périodiques auprès des entreprises, ou en demandant aux emprunteurs de donner des informations sur leurs ressources et leur endettement en devises, ainsi que sur leurs opérations de couverture.
- Des formules et des techniques d'analyse utilisables pour mesurer le risque de change. Il s'agit notamment du calcul comptable de la position totale en devises et de méthodes plus prospectives de gestion du risque comme les modèles VAR (valeur à risque) et les tests en conditions de crise.
- Des politiques et des procédures internes de contrôle des risques comprenant, entre autres : la fixation de limites à la

concentration des emprunts en devises; des dispositions spécifiques visant les risques de crédit supplémentaires liés à cette forme d'endettement; des obligations concernant les recettes en devises ou les garanties des emprunteurs en devises; une analyse de l'incidence possible des fluctuations du taux de change sur cette catégorie d'emprunteurs. Il est important aussi de mettre en place des contrôles internes rigoureux — notamment des instructions écrites sur les opérations en devises, une limitation des engagements, des mécanismes de gestion des risques et un système de suivi de la conformité aux règles quand il y a séparation complète des services opérationnels et du postmarché — ainsi qu'une bonne gouvernance d'entreprise, et notamment un système de suivi, de révision et d'approbation des politiques et procédures en matière de risques par le conseil d'administration, afin de disposer de contrepois au sein de l'institution. Les banques doivent encourager leurs clients à se couvrir contre le risque de change.

- Une réglementation et une supervision prudentielles du risque de change, qui peuvent comprendre : un plafonnement des positions de change nettes (en pourcentage du capital), des prêts en devises (en pourcentage des engagements en devises) ainsi que des emprunts et de l'émission d'obligations à l'étranger (en pourcentage du capital); une limitation des types d'opérations que les banques sont autorisées par leur licence à effectuer sur le marché des changes; des ratios de capital contre le risque de change; la formulation de règles ou de lignes directrices pour les contrôles internes des banques. L'endettement en devises de secteurs qui ne génèrent pas de revenus en devises ou qui sont sensibles à la volatilité des rendements justifie une vigilance particulière.

Faciliter la mise en place d'instruments de couverture en supprimant le contrôle des opérations sur les marchés à terme peut être une arme à double tranchant. Cela permet d'améliorer la gestion du risque de change et peut contribuer au développement du marché. Toutefois, on a vite fait de mal utiliser les produits dérivés : en Thaïlande, par exemple, les investisseurs s'en sont servi en 1997 pour spéculer, en s'endettant lourdement, sur des taux de change

intenable. Les entreprises et les institutions financières — comme les autorités qui les supervisent — doivent parvenir à un haut niveau de sophistication pour garantir qu'il sera fait bon usage de ces instruments. En outre, cet usage doit être suivi de près et les transactions bancaires sur produits dérivés doivent être normalisées; il faut fixer des règles comptables assurant une évaluation exacte et mettre en place un système juridique fiable assurant l'exécution des contrats; enfin, la banque centrale doit promouvoir la transparence du marché et l'adoption de normes d'information rigoureuses.



### **Rythme et enchaînement des étapes de la transition**

Les pays doivent opérer certains arbitrages quand ils font le choix entre une sortie rapide d'un régime fixe et un passage plus progressif à un mode de flottement. La méthode rapide comporte moins d'étapes intermédiaires entre la fixité et le flottement que la démarche progressive — voire pas du tout.

Pour un pays doté d'une économie solide qui conduit une politique monétaire prudente, opter pour une transition rapide peut constituer un signal plus crédible de l'engagement en faveur de la flexibilité qu'une approche par étapes; cela permet aussi de limiter les interventions sur le marché des changes et donc de protéger les réserves. Les pays qui cherchent à accroître l'indépendance de leur politique monétaire ont peut-être aussi intérêt à agir vite, de même que ceux où les opérations relevant du compte de capital sont libres; en effet, une stratégie de sortie graduelle risque de s'avérer plus délicate dans un contexte d'afflux massifs et instables de capitaux. Mais le gradualisme est préférable en l'absence d'un cadre institutionnel approprié, et notamment d'un marché des changes étoffé ou des moyens de surveiller et gérer le risque de change; un pays qui se trouve dans cette situation risque de connaître une instabilité excessive du taux de change s'il brûle les étapes.

L'absence d'un dispositif complet de ciblage de l'inflation servant de nouvel ancrage nominal n'exclut pas une stratégie de sortie rapide si le pays s'engage résolument à maintenir la stabilité

des prix. Les bases du ciblage de l'inflation — discipline budgétaire, indépendance opérationnelle des autorités monétaires dans la recherche d'une faible inflation, adoption de mesures crédibles pour y parvenir, transparence et responsabilité — conditionnent le succès de toute politique monétaire, avec ou sans ciblage officiel de l'inflation. Alors que l'Afrique du Sud est passée de la fixité au flottement au début des années 80, elle n'a adopté qu'en 2000 un objectif officiel d'inflation. D'autres pays contraints de laisser flotter immédiatement leur devise — le Mexique et la Turquie, par exemple — ont choisi une stratégie transitoire de ciblage monétaire avant de fixer un objectif d'inflation.

L'adoption d'une démarche progressive permet à un pays d'avancer à pas comptés vers un flottement indépendant — en passant, par exemple, d'un lien fixe avec une seule devise à une parité fixe ou mobile vis-à-vis d'un panier de devises, puis à une bande de fluctuation élargie par petites touches. Ainsi, en juillet 2005, la Chine a réévalué le yuan et substitué à un taux de change fixe vis-à-vis du dollar un rattachement à un panier de devises. Cette dernière technique présente l'avantage d'amortir les répercussions sur l'économie nationale de chocs externes et de moins exposer le taux de change aux fluctuations parfois erratiques d'une devise unique. Le panier peut consister en une moyenne pondérée des devises des principaux partenaires commerciaux d'un pays. L'adoption d'une parité mobile vis-à-vis d'un panier de devises peut permettre de préserver la compétitivité externe d'un pays si son taux d'inflation diffère de celui de ses partenaires commerciaux. L'adoption d'une bande de fluctuation horizontale ou mobile est de nature à donner plus de souplesse au taux de change et d'indépendance à la politique monétaire. Si ces variantes des régimes de taux de change fixe sont plus faciles à gérer que les bandes de fluctuation à large marge et les systèmes de flottement, elles imposent des contraintes à la politique monétaire, et les pays dont le compte de capital est libéralisé peuvent avoir des difficultés à les maintenir. En définitive, que la sortie soit rapide ou progressive, il faut s'assurer à chaque étape que le risque de variation du taux de change ne soit pas à sens unique.

En organisant longtemps à l'avance le passage à un taux de change flottant, on augmente les chances d'une sortie sans encombres. Il



est bon qu'un pays commence à préparer le terrain quand il est encore en régime de taux de change fixe : il doit pour cela garantir l'indépendance de la banque centrale, améliorer ses capacités de prévision de l'inflation, rendre la politique monétaire plus transparente, concevoir des systèmes d'information sur le risque de change et donner plus de renseignements sur l'évolution de la balance des paiements. Une fois ces conditions réunies, il peut passer à l'étape suivante et donner plus de souplesse à sa monnaie pour stimuler l'activité du marché des changes, tout en mettant au point les autres outils nécessaires au fonctionnement du nouveau régime. Le problème des interventions pourra être traité à un stade ultérieur.

Bien que les autorités n'aient pas la maîtrise du déroulement d'une sortie désordonnée, elles doivent décider de l'échelonnement des mesures à prendre. La priorité absolue doit être de stabiliser le taux de change; on peut souvent y parvenir en mettant fin à la pénurie de dollars sur le marché et en gardant la maîtrise de la masse monétaire. Il faut aussi que les responsables tentent de signaler leur choix d'une politique monétaire prudente, même si la définition d'un nouvel ancrage nominal exigera probablement plus de temps.

Adopter la flexibilité avant de libéraliser le compte de capital permet à un pays d'absorber des chocs sur ce dernier à un moindre coût pour l'économie réelle qu'en régime de taux de change fixe. En revanche, la libéralisation des mouvements de capitaux peut permettre de compenser des chocs temporaires sur la balance courante, de diversifier les outils de gestion du risque et d'approfondir le marché des changes. Lorsque le flottement précède la libéralisation du compte de capital, la banque centrale peut être amenée à intervenir pour amortir des chocs temporaires sur la balance courante et empêcher un excès de volatilité du taux de change réel.

Les expériences des économies émergentes au cours de la décennie écoulée montrent qu'il est dangereux de libérer le compte de capital avant d'instaurer la flexibilité du change. De nombreux pays ont dû renoncer à un régime de taux de change fixe après de soudains retournements des flux de capitaux en l'absence de contrôles (par exemple le Mexique à la fin de 1994, la Thaïlande en juillet 1997 et le Brésil au début de 1999). D'autres ont été confrontés à

un afflux massif de capitaux qui a exercé une pression à la hausse sur leur taux de change fixe et ont dû accepter la flexibilité pour éviter une surchauffe de l'économie (par exemple le Chili et la Pologne pendant les années 90). On voit donc que, même dans une situation économique favorable, libérer les mouvements de capitaux avant d'instaurer la flexibilité du taux de change risque de créer des problèmes de liquidité, de provoquer des déséquilibres macroéconomiques et de déclencher une vague de spéculation. L'Ouganda n'a libéré son compte de capital qu'après avoir mis en place un système de flottement; la Nouvelle-Zélande a réussi à mener de front le passage au taux de change flottant et la libéralisation des flux financiers; au Chili, cette dernière est allée de pair avec le passage au flottement du taux de change, mais de façon très graduelle.



### **Pour ou contre le flottement?**

Il est à coup sûr préférable de préparer une sortie dans un contexte économique calme. Mais même les sorties programmées n'aboutissent pas toujours. Beaucoup de pays sont revenus en arrière après avoir opté pour la flexibilité du change. Des facteurs macroéconomiques ou l'absence des institutions nécessaires — voire les deux à la fois — peuvent entraîner l'abandon du flottement et le rétablissement d'un régime de taux de change fixe. La politique budgétaire a joué un rôle important dans le retour en arrière de la Russie (1993–95) et du Venezuela (2002–03), tandis qu'en Égypte il a été causé par la crainte d'une trop grande dépréciation (2003). Parmi les autres obstacles au flottement qui existent dans de nombreux pays en développement, on peut citer le nombre limité de participants au marché des changes, l'existence d'un contrôle des changes étendu, le manque d'infrastructures technologiques et le développement insuffisant des marchés monétaires.

La fixité et le flottement ont des avantages différents. Aucun régime de change ne convient à tous les pays et en toutes circonstances. Chacun doit peser les avantages et les inconvénients du flottement selon son degré de préparation économique et institutionnelle.

## La collection des Dossiers économiques

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *La libéralisation des mouvements de capitaux : aspects analytiques.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferreti et Andrew Tweedie. 1999.
18. *La privatisation dans les pays en transition : leçons de la première décennie.* Oleh Havrylyshyn et Donal McGettigan. 1999.
19. *Fonds de couverture : que savons-nous vraiment d’eux?* Barry Eichengreen et Donald Mathieson. 1999.
20. *La création d’emplois : pourquoi certains pays font-ils mieux que d’autres?* Pietro Garibaldi et Paolo Mauro. 2000.

21. *Gestion des affaires publiques et lutte contre la corruption dans les États baltes et les pays de la CEI : le rôle du FMI*. Thomas Wolf et Emine Gürgen. 2000.
22. *L'art difficile de prévoir les crises économiques*. Andrew Berg et Catherine Pattillo. 2000.
23. *Promotion de la croissance en Afrique subsaharienne : les leçons de l'expérience*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis et Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Dollarisation intégrale : avantages et inconvénients*. Andrew Berg et Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Lutter contre la pollution : écotaxes et permis négociables*. John Norregaard et Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *La pauvreté rurale dans les pays en développement : orientation pour l'action publique*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *Une politique fiscale pour les pays en développement*. Vito Tanzi et Howell Zee. 2001.
28. *Aléa moral : les financements du FMI poussent-ils emprunteurs et prêteurs à l'imprudence?* Timothy Lane et Steven Phillips. 2002.
29. *Le casse-tête des retraites : impératifs et choix des régimes de retraite*. Nicholas Barr. 2002.
30. *Sous la protection de l'ombre : la croissance de l'économie souterraine*. Friedrich Schneider avec la collaboration de Dominik Enste. 2002.
31. *La restructuration du secteur des entreprises : le rôle des pouvoirs publics en temps de crise*. Mark R. Stone. 2002.
32. *Les régulateurs financiers devraient-ils être indépendants?* Marc Quintyn et Michael W. Taylor. 2004.
33. *L'éducation des enfants dans les pays pauvres*. Arye L. Hillman et Eva Jenkner. 2004.
34. *L'allègement de la dette peut-il doper la croissance des pauvres?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya et Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Réforme financière : une construction délicate*. Abdul Abiad et Ashoka Mody. 2005.
36. *Préserver la stabilité financière*. Garry J. Schinasi. 2005.
37. *L'intégration des pays pauvres dans le système commercial mondial*. 2006.
38. *Adopter un taux de change flexible : comment, quand et dans quels délais?* Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez et Cem Karacadag. 2006.
39. *Dispositifs de responsabilisation pour les régulateurs du secteur financier*. Eva Hüpkens, Marc Quintyn et Michael W. Taylor. 2006.

**Rupa Duttagupta** est économiste au Département Hémisphère occidental du FMI. Elle appartenait au Département des systèmes monétaires et financiers, lorsqu'elle a participé à la rédaction du document de travail sur lequel repose ce dossier.



**Gilda Fernandez** est économiste au Département des systèmes monétaires et financiers du FMI.



**Cem Karacadag** est Directeur des études économiques sur les marchés émergents au Credit Suisse First Boston. Il était économiste au Département des systèmes monétaires et financiers du FMI lorsqu'il a participé à la rédaction du document de travail sur lequel repose ce dossier.

