



Taux fixe ou flottant pour les monnaies du **MOAN**?

Tandis qu'ils libéralisent leur économie, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord doivent peut-être repenser leur régime de change

Abdelali Jbili et Vitali Kramarenko

DEPUIS les crises monétaires des années 90, les économistes ont entrepris de nombreuses études empiriques et théoriques sur les régimes de change dans les pays en développement. Si le consensus initial était que les pays en développement qui sont très intégrés aux systèmes commercial et financier internationaux devraient adopter un flottement ou un rattachement dur, on pense aujourd'hui qu'un assouplissement du régime de change aiderait les pays à faire face aux chocs extérieurs, réduirait le risque de crise bancaire et contribuerait à la stabilité financière. Bien entendu, certains prônent plutôt des régimes intermédiaires, soulignant que les pays en développement ont du mal à

satisfaire aux conditions préalables d'un régime de flottement et que la volatilité excessive des taux de change a des répercussions négatives sur l'investissement et la croissance.

Ces dernières années, un certain nombre de pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord ont accompli des progrès considérables dans la libéralisation de leur régime de commerce et de leur système financier, ainsi que l'adoption d'instruments de politique monétaire fondés sur les mécanismes du marché. À la lumière de ces changements, devraient-ils aussi envisager d'assouplir leur politique de change? À l'heure actuelle, les régimes de change dans la région incluent une caisse d'émission (Djibouti), des variantes de flottement (Égypte et Iran) et des parités fixes.

Les six membres du Conseil de coopération du Golfe ont convenu de mettre en place une union monétaire d'ici 2010, avec une monnaie unique rattachée au dollar EU.

Nous examinons les régimes de change de cinq pays à marché émergent de la région — Égypte, Jordanie, Liban, Maroc et Tunisie — et d'un pays producteur de pétrole — Iran — pour déterminer s'ils doivent envisager d'assouplir leur régime tandis qu'ils continuent de libéraliser leur économie. Cet examen est fondé sur la théorie des zones monétaires optimales, selon laquelle les taux de change flexibles permettent de mieux faire face à des chocs réels (par exemple sur les termes de l'échange), et les taux de change fixes, à des chocs nominaux (par exemple sur la demande de monnaie). D'autres facteurs, parmi lesquels la taille de l'économie, l'ouverture aux échanges commerciaux et aux flux de capitaux, le degré de dollarisation, la flexibilité des marchés du travail et des produits, la politique commerciale et la coordination des politiques budgétaire et monétaire, sont importants aussi pour choisir un régime de change. Nous notons que le choix d'un régime flexible est approprié pour l'Égypte et l'Iran, tandis que, pour les autres pays, le choix est moins clair et plus à long terme. Dans un cas comme dans l'autre, la transition vers un régime de change plus souple soulève la question de savoir à quelles conditions les pays devraient satisfaire, notamment quelles modifications ils devraient apporter à leur cadre de politique monétaire.

Les régimes actuels

Sur la base de la classification officielle publiée dans *International Financial Statistics 2002* du FMI, la Jordanie, le Liban et le Maroc appliquent un régime de parité fixe. L'Égypte avait un taux fixe jusqu'au 29 janvier 2003, date à laquelle elle a adopté un régime de change flottant. La Tunisie et, plus récemment, l'Iran appliquent un flottement dirigé.



L'Égypte a rattaché sa monnaie au dollar en 1991, mais a abandonné cette politique au milieu de l'an 2000. Les pressions sur la livre se sont accrues depuis 1998, lorsque les capitaux ont quitté le pays après la crise asiatique, tandis que le tourisme souffrait des attaques terroristes à l'intérieur du pays et à l'étranger. Par ailleurs, l'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro et du yen a exacerbé la perte de compétitivité. Dans un premier temps, l'Égypte a fait face à ces pressions en intervenant sur le marché des changes et en resserrant sa politique de crédit, mais les réserves officielles ont continué de baisser et la croissance économique a ralenti. Les pressions sur le taux de change ne se sont pas atténuées après une première dépréciation au milieu de l'an 2000 et, en janvier 2001, les autorités ont adopté une marge de fluctuation ajustable. Cependant, les pressions sur la livre se sont de nouveau intensifiées après le 11 septembre, entraînant une dépréciation de plus de 35 % vis-à-vis du dollar depuis le milieu de l'an 2000 jusqu'au début de 2003. Sur le marché officiel, les devises restaient rares au taux de change officiel en vigueur, et un marché parallèle a vu le jour. Après le récent passage à un ré-

gime flottant, la monnaie s'est dépréciée de 20 %, et l'offre de devises sur le marché officiel a augmenté.



L'Iran a adopté un flottement dirigé, un agrégat monétaire servant d'ancrage nominal de fait, après l'unification en mars 2002 des multiples taux de change officiellement reconnus. La banque centrale gère le flottement dirigé essentiellement en intervenant sur le marché des changes, parce que le pays ne dispose quasiment pas de marché monétaire et que les taux de rendement (équivalant aux taux d'intérêt) sont contrôlés. Les fluctuations du taux de change effectif réel du rial semblent dépendre des recettes pétrolières. Un fonds de stabilisation pétrolier a été mis en place récemment pour aider à lisser l'effet des fluctuations des prix pétroliers. Le choix d'un flottement dirigé semble approprié, étant donné la vulnérabilité du pays aux chocs affectant les termes de l'échange, les réformes du régime de commerce en cours, les projets de libéralisation progressive des prix et les entrées massives de capitaux qui sont attendues.



La Jordanie, petite économie ouverte, a rattaché sa monnaie au dollar en 1996. L'ancrage du taux de change a aidé le pays à réduire l'inflation et à faire face aux chocs nominaux qui ont affecté la demande de monnaie, mais l'ont rendu vulnérable aux chocs affectant les termes de l'échange. L'économie jordanienne dépend des prix des exportations de minéraux et des envois de fonds des travailleurs jordaniens dans les pays du Golfe. Néanmoins, elle est restée compétitive en dépit de l'appréciation notable du dollar et de la détérioration des termes de l'échange ces dernières années, grâce, en partie, à la souplesse du marché du travail, aux réformes structurelles, à un accord de libre-échange avec les États-Unis et à un accord d'association avec l'Union européenne, et au volant fourni par les dons pétroliers en nature de l'Iraq. Bien que les entrées de capitaux privés ne soient pas élevées, les banques commerciales ont accumulé des actifs étrangers pendant les périodes d'instabilité pour compenser la préférence accrue des résidents pour les devises. Pour atténuer les pressions sur le dinar, la banque centrale intervient sur le marché des changes et ajuste les taux d'intérêt. L'accumulation de réserves officielles brutes équivalant à neuf mois d'importations à fin septembre 2002 a réduit la vulnérabilité de la Jordanie aux chocs, tandis que l'ajustement budgétaire, qui a permis d'abaisser le ratio d'endettement public, a renforcé sa crédibilité et a créé une marge de manœuvre pour mener une politique budgétaire anticyclique.



Le Liban lui aussi est une petite économie ouverte et a rattaché sa monnaie au dollar; son économie est très dollarisée. Bien que l'inflation ait fléchi rapidement pendant les années 90, l'économie a souffert d'une perte de compétitivité et est devenue de plus en plus vulnérable à la volatilité des flux de capitaux

et des transferts. Par ailleurs, les déficits budgétaires structurels élevés ont entraîné une forte accumulation de la dette publique (170 % du PIB en 2001). Le système financier est ainsi devenu plus vulnérable à tout ajustement notable du taux de change nominal. À plusieurs reprises, les autorités ont dû relever leurs taux d'intérêt déjà élevés pour défendre la parité pendant des périodes de croissance atone. Récemment, les interventions sur le marché des changes ont été le principal instrument de défense de la livre. Cet instrument a ses limites, cependant — en particulier si les réserves sont insuffisantes pour couvrir les engagements en devises à court terme et les agrégats monétaires.



La monnaie du Maroc, le dirham, qui est rattaché à un panier de monnaies, s'est appréciée tant en valeur nominale que réelle sur une longue période. Grâce aux restrictions imposées aux

mouvements de capitaux (essentiellement aux sorties de capitaux par des résidents), la banque centrale a préservé une certaine autonomie dans la conduite de la politique monétaire. Du fait d'une politique monétaire généralement prudente, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, a convergé avec celle observée dans les pays développés. Cependant, le dirham s'est apprécié d'environ 21 % en valeur effective réelle sur la période janvier 1991–mars 2001, essentiellement en raison du poids élevé du dollar EU dans le panier de référence. Cette appréciation, ainsi que l'intégration croissante du Maroc à l'Union européenne, a poussé la banque centrale à ajuster en avril 2001 la composition du panier de référence en faveur de l'euro, ce qui a entraîné une dépréciation relativement modérée du taux de change effectif nominal. En dépit des progrès dans la stabilisation macroéconomique, la croissance a été relativement faible, en raison de la dépendance du pays envers l'agriculture et de la lenteur des réformes structurelles. Faute de gains de productivité, l'appréciation réelle du dirham a peut-être aussi ralenti la croissance des exportations.



La Tunisie, qui cible de fait le taux de change réel du dinar, enregistre une inflation modérée depuis le milieu des années 90, grâce essentiellement à des politiques budgétaire

et monétaire prudentes, et la croissance de son PIB réel a atteint 5 % en moyenne sur la période 1996–2001. La politique de change a été facilitée par l'absence de chocs notables sur les termes des changes et par la réglementation des capitaux pour les non-résidents. Le tourisme devient de plus en plus important et l'économie est moins dépendante de l'agriculture.

Il ressort de l'analyse ci-dessus que les régimes de change dans les six pays considérés ont eu des succès divers. Les régimes de change de la Jordanie, du Maroc et de la Tunisie n'ont pas été mis sous pression récemment, parce que les chocs réels ont été relativement maîtrisables et que les politiques macroéconomiques étaient généralement compatibles avec le choix du régime de change. Par contre, les ten-

sions chroniques sur les marchés des changes de l'Égypte et du Liban démontrent que la vulnérabilité aux chocs exogènes réels, la volatilité des entrées de capitaux (Égypte) et les déficits budgétaires structurels élevés qui sont financés par de gros emprunts intérieurs et extérieurs (Liban) sont incompatibles avec une parité fixe. En ce qui concerne l'Iran, l'unification des taux de change a été un succès, et la transition vers un flottement dirigé s'est déroulée sans heurt. Cependant, il faudra plus de temps pour évaluer pleinement cette expérience.

Nonobstant le choix du régime de change, cinq des six pays considérés (l'Iran étant l'exception) ont enregistré une inflation modérée, tandis que la croissance réelle a avoisiné en moyenne 3 à 5 % sur la période 1993–2001. Cette bonne tenue de l'inflation reflète la tendance à la baisse observée à l'échelle mondiale pendant la plus grosse partie des années 90, une politique prudente de gestion de la demande et, à des degrés divers, la persistance de contrôles des prix. Pour ce qui est de la croissance, la situation est quelque peu mitigée, étant donné la vulnérabilité de l'agriculture aux conditions climatiques (Maroc et Tunisie), la volatilité des prix pétroliers (Iran) et la faible amélioration de la productivité totale des facteurs dans les six pays. En outre, des chocs exogènes internationaux ou régionaux, parmi lesquels l'échec du processus de paix au Moyen-Orient et les événements du 11 septembre, pèsent sur la croissance. Le coût de l'ajustement à ces chocs aurait sans doute été plus faible avec un taux de change flexible qu'avec une parité fixe, toutes choses étant égales par ailleurs.

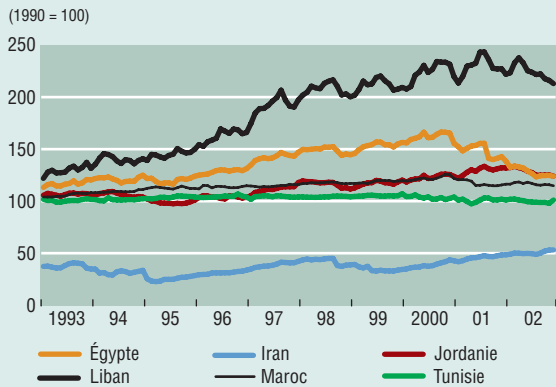
Le bon choix

Si un assouplissement du régime de change semblait approprié pour l'Égypte et l'Iran, il reste à voir si le taux de change sera flottant plutôt que contrôlé, surtout étant donné la subordination de la politique monétaire aux objectifs budgétaires en Iran et la nécessité de mettre en place un cadre institutionnel d'accompagnement pour la coordination des politiques monétaire et budgétaire dans les deux pays. Pour les autres pays, toutefois, il se peut que le besoin d'un assouplissement du taux de change apparaisse à moyen ou à long terme. Le Liban pourrait maintenir une parité fixe à court terme tout en opérant un solide ajustement budgétaire, complété par une aide substantielle des donateurs. À plus long terme, cependant, il n'est pas évident que le seul ajustement budgétaire — même s'il est complété par d'ambitieuses réformes structurelles — puisse rétablir la compétitivité de l'économie libanaise et relancer sa croissance.

Pour choisir un régime de change, la Jordanie, le Maroc et la Tunisie doivent tenir compte de l'augmentation des entrées de capitaux potentiellement volatils qui suivra probablement la libéralisation du commerce et des mouvements de capitaux et d'autres réformes, ainsi que des difficultés que leur système financier naissant aura peut-être à canaliser des entrées massives de capitaux. Ils doivent aussi prendre en compte les chocs exogènes réels auxquels leur économie est exposée, par exemple les variations des termes de l'échange et les problèmes de sécurité. Comme le démontre l'expérience d'autres pays à marché émergent, des régimes de change plus flexibles sont peut-être plus appropriés pour aider ces pays à faire face à une augmentation des entrées de capitaux et à des

Évolution des taux de change

Parmi les taux de change effectifs réels des six pays, ceux du Liban et de l'Égypte se sont le plus appréciés pendant les années 90, d'où une baisse de compétitivité de leur économie. Celui de la Tunisie est resté stable grâce à une politique qui le ciblait¹.



Sources : autorités nationales; base de données du système des avis d'information.
¹L'année de référence est 1990, sauf pour le Liban (1991). Les dernières observations datent de novembre 2002.

chocs exogènes, alors que des taux fixes ou des marges étroites de fluctuation pourraient coûter cher à l'économie, notamment si la rigidité des marchés du travail et des salaires nominaux ainsi que la position budgétaire relativement fragile de ces pays ne sont pas corrigées en temps opportun.

Quant à savoir quel est le degré souhaitable de flexibilité et quel est le meilleur moment pour engager la transition, il n'existe pas de réponse universelle. Le rythme et l'échelonnement des améliorations apportées aux systèmes financiers et les progrès de l'ajustement budgétaire sont des facteurs importants, et le degré de flexibilité peut aller d'un flottement vaguement dirigé à un régime intermédiaire. Ce qui est peut-être plus important, c'est que ces pays doivent profiter de leur situation actuelle relativement stable et ne pas attendre une crise pour engager la transition.

Implications pour la politique monétaire

Les pays qui décident d'assouplir leur régime de change doivent choisir un ancrage nominal pour leur politique monétaire afin de stabiliser les anticipations inflationnistes. Ils peuvent cibler le taux de croissance d'un agrégat monétaire ou cibler l'inflation. Le ciblage d'un agrégat monétaire, tel que la monnaie centrale ou la monnaie au sens large, est peut-être mieux connu des autorités des pays en développement, et ses exigences institutionnelles et opérationnelles sont moins rigoureuses. Cependant, il est fondé sur l'hypothèse selon laquelle la relation entre la masse monétaire et l'inflation est stable, ce qui n'est peut-être pas toujours le cas.

Les données disponibles sur la vitesse de circulation de la monnaie en fonction du revenu — c'est-à-dire le ratio de la masse monétaire en fin de période au PIB — dans les six pays font état d'une tendance stable à la baisse, sauf en Jordanie. Mais la demande de monnaie pourrait devenir moins stable après la réforme du secteur financier — notamment l'intro-

duction de nouveaux instruments financiers — et au fur et à mesure de la libéralisation des mouvements de capitaux. Par ailleurs, un endettement public insoutenable, en particulier dans les pays dont l'économie est très dollarisée, pourrait saper la confiance, ce qui rendrait la demande de monnaie plus instable. Ces considérations doivent être prises en compte lors de la conception d'un dispositif de ciblage d'un agrégat monétaire.

La deuxième option est le ciblage de l'inflation. Dans ce cadre d'action, la banque centrale s'engage à atteindre un objectif d'inflation lors d'une période donnée et utilise des instruments appropriés pour arriver à ses fins. Elle s'engage aussi à subordonner les autres objectifs de son action à l'objectif d'inflation et à opérer avec un degré élevé de responsabilité. Elle ajuste les taux d'intérêt à court terme en fonction de l'évolution de l'inflation attendue, de l'écart de production (généralement défini comme étant l'écart en pourcentage entre le PIB effectif et le PIB «potentiel») et d'une certaine mesure du taux de change, celui-ci restant un élément important pour le ciblage de l'inflation dans des économies ouvertes.

Les conditions indispensables pour assurer le succès d'un ciblage de l'inflation sont assez dures pour des pays à marché émergent : situation budgétaire saine et coordination étroite des politiques budgétaire et monétaire; système financier bien développé; indépendance de la banque centrale dans la conduite de la politique monétaire et mission de stabilisation des prix; canaux de transmission relativement bien compris entre les instruments de politique monétaire et l'inflation; et crédibilité reposant sur de solides antécédents en matière de responsabilité et de transparence.

Aucun des six pays ne répond à toutes ces conditions, mais la Jordanie et la Tunisie sont sur le point de satisfaire à certaines d'entre elles. En particulier, tous les pays de notre échantillon doivent éliminer la prédominance du budget dans l'élaboration de la politique monétaire, réduire leur dette publique et mettre en place des institutions qui encouragent une politique budgétaire anticyclique, développer leur système financier et établir la crédibilité de la conception des politiques budgétaire et monétaire. En outre, les banques centrales doivent améliorer leur analyse des canaux de transmission entre les instruments de la politique monétaire et l'inflation.

Cependant, un certain nombre de pays à marché émergent ont adopté progressivement le ciblage de l'inflation, sans satisfaire d'emblée à toutes les conditions indispensables. L'Afrique du Sud est passée au ciblage de l'inflation à partir du ciblage d'un agrégat monétaire dans lequel l'inflation était un objectif informel. Au Chili et en Pologne, les autorités sont passées progressivement d'un ciblage de marges de fluctuation du taux de change et de l'inflation au ciblage de l'inflation seule. Ces expériences pourraient être utiles pour les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord qui envisagent cette stratégie. ■

Abdelali Jbili est Sous-Directeur et Vitali Kramarenko économiste principal au Département Moyen-Orient du FMI.

Bibliographie :

Fonds monétaire international, 2002, International Financial Statistics (Washington).