



Des taux fixes aux taux flottants : une aventure à tenter

Repères pour une transition ordonnée

*Cem Karacadag,
Rupa Duttagupta,
Gilda Fernandez
et Shogo Ishii*

BIEN QU'UNE majorité de pays soient aujourd'hui dotés d'un régime de change fixe, ceux qui ont opté pour la flexibilité, tels le Brésil, le Chili, Israël et la Pologne, ont vu leur nombre augmenter ces dix dernières années, et il est probable que cette tendance va se poursuivre. En effet, à mesure que se développent les liens internationaux, les pays à régime de change fixe sont de plus en plus exposés à la volatilité des flux de capitaux, et l'on sait qu'en général un taux flexible offre une meilleure protection contre les chocs extérieurs tout en conférant une plus grande indépendance à la politique monétaire.

Pourtant, de nombreux pays hésitent encore à laisser flotter leur monnaie par crainte de fluctuations excessives — surtout ceux où les bilans sont exposés au risque de change et où la transmission de l'inflation par le biais du taux de change est plus importante — et aussi de peur de moins bien réussir à maîtriser les anticipations inflationnistes. Ils s'inquiètent également de la façon dont ils vont sortir du régime de change fixe, car ils savent qu'une sortie ordonnée exige de bien se préparer, d'agir au bon moment et de pouvoir prendre

appui sur un cadre macroéconomique solide. En fait, dans la majorité des cas, les pays qui ont abandonné la parité fixe pour laisser flotter leur monnaie y ont été poussés par une situation de crise (graphique 1).

Comment un pays doit-il procéder pour réduire le plus possible les risques que comporte le passage d'un taux de change fixe à un taux flexible, et avec quelle rapidité opérer la transition? À quel moment faut-il libéraliser les flux de capitaux : avant ou après l'abandon de la parité fixe? Le présent article résume les principaux problèmes d'ordre opérationnel et stratégique qui se posent aux pays qui ont décidé de laisser le marché déterminer le taux de change. Il propose en particulier quelques conseils pratiques pour les aider à surmonter l'appréhension de la mise en flottage. Certes, et il n'y a en cela rien de surprenant, des politiques macroéconomiques et structurelles solides sont un préalable indispensable à la transition à un régime de change flexible, comme elles le sont du reste pour maintenir un taux fixe qui soit crédible, mais les institutions et les marchés ont aussi un rôle important à jouer, et c'est ce que nous montrerons ci-après.

Le marché des changes

Premièrement, *il est essentiel que les pays se dotent d'un marché des changes profond et liquide en vue de la découverte et de la détermination du prix des monnaies, c'est-à-dire du taux de change.* Dans la plupart des pays en développement et des pays émergents, le marché des changes est étroit et ne fonctionne pas bien, en partie à cause des nombreuses réglementations dont il fait l'objet. La rigidité des parités empêche elle aussi le développement du marché des changes parce que les intervenants n'ont pas vraiment de raison de chercher à interpréter les tendances des taux de change, de prendre des positions, ou de gérer les risques. De plus, en régime de change fixe, la banque centrale est généralement obligée de participer activement au marché, ce qui limite les opérations interbancaires.

Quelles mesures un pays peut-il prendre pour développer son marché des changes et le rendre plus efficace? Avant toute chose, il doit introduire une certaine souplesse dans son régime de change. Lorsque le taux de change commence à fluctuer, même légèrement, cela incite rapidement les opérateurs à s'informer, à se positionner, à estimer le prix des différentes monnaies et à gérer les risques de change (graphique 2). Il est essentiel que le premier pas vers la flexibilité — indépendamment du rythme de la transition — soit suffisamment décisif pour donner d'emblée aux participants le sentiment que le risque de change peut en fait jouer dans deux directions, à la hausse comme à la baisse, ce qui les amènera à prendre à la fois des positions longues et des positions courtes. D'autres mesures peuvent également aider à approfondir le marché, notamment :

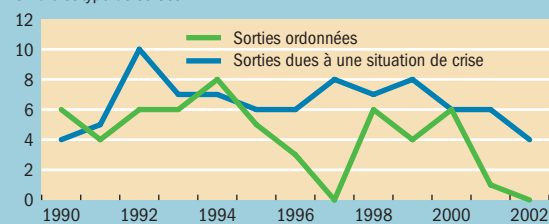
- *Limiter le rôle de teneur de marché que joue la banque centrale* (en particulier lorsqu'elle fixe les cours d'achat et de vente) au détriment des autres contrepartistes. Pour stimuler l'activité du marché, il vaudrait mieux qu'elle réduise le plus possible ses opérations avec les banques et renonce à exercer une influence sur les prix. Ainsi, en Turquie, la banque centrale s'est graduellement retirée du marché après le flottement de la livre, début 2001, ce qui a obligé les autres opérateurs à traiter entre eux.

Graphique 1

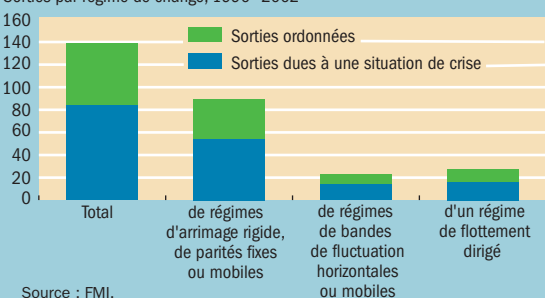
Sortie ordonnée ou due à une situation de crise?

La plupart des pays qui ont abandonné la parité fixe pour un taux de change flexible y ont été poussés par une situation de crise.

Nombre et type de sorties



Sorties par régime de change, 1990-2002



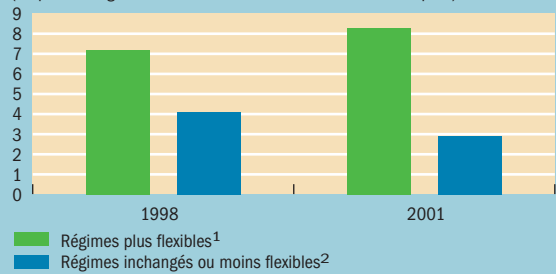
Source : FMI.

Graphique 2

Les bienfaits de la flexibilité

Si le volume des opérations de change a baissé dans les pays où le régime est moins flexible (ou inchangé), il s'est accru dans les pays à marché émergent qui ont adopté un régime plus souple.

(en pourcentage des flux de transactions courantes et de capital)



Sources : Banque des règlements internationaux et FMI.

¹Afrique du Sud, Brésil, Chili, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie et Thaïlande.

²Hongrie, Inde, Malaisie et Mexique.

- *Développer l'information* sur l'origine et l'emploi des devises et sur les tendances de la balance des paiements afin de permettre aux participants de se faire une bonne idée du comportement du taux de change et de l'orientation future de la politique monétaire, et d'estimer correctement le prix des devises.

- *Éliminer progressivement les réglementations qui restreignent l'activité du marché*, telles que l'obligation de rétrocéder les recettes en devises à la banque centrale, les taxes et surtaxes sur les opérations de change et les restrictions imposées aux transactions interbancaires. Il faut aussi unifier les marchés des changes et assouplir les restrictions qui pèsent sur les transactions courantes et certains mouvements de capitaux.

- *Harmoniser et simplifier la législation des changes* et éviter de la modifier trop souvent ou au gré des circonstances. Des lois et des règles bien définies et faciles à comprendre renforcent la transparence du marché et réduisent les coûts de transaction.

- *Favoriser la mise au point d'instruments destinés à couvrir le risque de change* en levant les contrôles sur les opérations à terme dès que les établissements financiers sont en mesure de gérer correctement les risques.

Les interventions officielles

Deuxièmement, *les pays doivent se doter de politiques qui leur permettent de définir les objectifs, le moment et l'ampleur des interventions officielles sur le marché des changes.* En régime de change fixe, les banques centrales n'ont quasiment aucune liberté de choix quant au moment ou à l'ampleur de leurs interventions. Dans un système de change flexible, au contraire, leur action revêt un caractère discrétionnaire et, si elles décident d'intervenir, c'est pour corriger des distorsions de taux de change, calmer des fluctuations désordonnées sur le marché, accumuler des réserves, ou fournir des devises. Cependant, si l'on en juge par l'expérience des pays, plusieurs raisons devraient inciter à des interventions sélectives et parcimonieuses :

- *Le désalignement du taux de change est difficile à détecter et à mesurer* étant donné la diversité des méthodes de calcul du taux de change d'équilibre.

- *La volatilité du taux de change à court terme ne justifie pas toujours une intervention.* Elle peut résulter d'une évolution des

données économiques fondamentales ou de l'arrivée de nouvelles informations et refléter le processus de découverte du prix. En outre, l'idée répandue selon laquelle la volatilité du taux de change peut entraîner des coûts économiques réels n'a jamais pu être confirmée par les études empiriques.

- *Les interventions ne sont pas toujours efficaces* quand il s'agit d'agir sur le taux de change ou de réduire sa volatilité, comme on a pu le constater au Chili, au Mexique et en Turquie. En fait, elles ne font souvent qu'accroître l'instabilité du taux.

- *Les interventions sont plus efficaces lorsqu'elles sont relativement peu fréquentes* parce que l'effet de surprise joue alors à plein et que cela renforce la confiance du marché dans la volonté des autorités d'assurer la flexibilité du change.

Une politique d'intervention transparente a elle aussi son utilité. Ainsi, de nombreux pays qui ont affirmé leur volonté de laisser le marché déterminer leur taux de change, notamment les Philippines et la Turquie, ont clairement indiqué qu'ils n'interviendraient pas pour contrôler le cours de la monnaie. En matière d'intervention, l'engagement des autorités sur certains objectifs déclarés permet au marché de surveiller de près les opérations de change de la banque centrale, et à celle-ci d'en rendre compte. Exposer publiquement sa politique d'intervention, comme le font l'Australie et la Suède, et les raisons qui peuvent la motiver constitue un bon exemple de transparence.

L'évolution du système d'ancrage et de la politique monétaire

Troisièmement, *les pays doivent trouver un nouvel ancrage nominal et redéfinir le cadre de la politique monétaire en conséquence* lorsqu'ils abandonnent le régime de change fixe. Ces deux tâches supposent un gros effort aussi bien en termes de renforcement des capacités que de crédibilité. Il est indispensable de planifier la transition si l'on veut qu'elle se déroule de façon ordonnée. Mais trouver un autre point d'ancrage nominal (pour contenir les anticipations inflationnistes) n'est pas chose facile, et c'est pour cela que de nombreux pays n'ont renoncé que graduellement à voir le taux de change jouer ce rôle (et donc à sa fixité). Plusieurs ont opté pour un système intermédiaire de parités ajustables, avec des marges de variation de plus en plus larges, afin d'assurer la transition à une autre forme d'ancrage nominal, sur un intervalle de temps éventuellement long (cas du Chili, de la Hongrie, d'Israël et de la Pologne).

Dans les pays qui ont réussi leur sortie, l'adoption d'une cible d'inflation a en général fourni un ancrage nominal de substitution à longue échéance, la durée prolongée de la transition ayant reflété en partie les délais nécessaires aux aménagements institutionnels et macroéconomiques requis. Cependant, même si toutes les conditions ne sont pas remplies pour un ciblage effectif de l'inflation, ce dispositif n'en reste pas moins indispensable pour inscrire la politique monétaire dans un cadre solide. Il importe que le régime adopté accorde clairement la priorité à la stabilité des prix, avant tout autre objectif, qu'il garantisse l'indépendance opérationnelle de la banque centrale, qu'il assure le respect des critères de transparence et de responsabilité dans la conduite de la politique monétaire, qu'il soit capable de prévoir l'inflation et qu'il oriente l'action des autorités dans un sens compatible avec le maintien de la stabilité des prix. On ajoutera enfin que la politique monétaire a plus de crédibilité lorsqu'elle s'articule autour d'une cible intermédiaire liée à des prévisions d'inflation et repose sur un processus de décision formalisé (avec des réunions régulières des autorités monétaires, suivies de la publication de communiqués de presse, par exemple, de préférence à des décisions prises au coup par coup).

La gestion du risque de change

Quatrièmement, *les pays doivent contenir les risques de change dans tous les secteurs de l'économie*. Comme il faut du temps aux opérateurs pour développer les moyens de gérer ces risques et aux autorités de contrôle pour mettre en place les systèmes de régulation et de surveillance appropriés, il est sans doute préférable de s'atteler à ces tâches tant que le taux de change est encore fixe.

La tourmente financière qui s'est abattue sur le Mexique en 1994 a montré comment une mauvaise gestion des liquidités en devises pouvait déclencher une crise de change. De même, avec la crise en Asie de l'Est, on a vu comment les emprunts extérieurs des entreprises se sont traduits, dès lors qu'ils n'étaient pas couverts contre le risque de change, par des pertes massives pour les banques créancières et une explosion de la demande de devises. Car, même lorsque les banques équilibrent leurs actifs et leurs passifs en devises, le recours à des capitaux extérieurs à court terme aux fins du financement de prêts en devises à long terme en faveur d'emprunteurs non couverts est une pratique qui les expose à des risques de crédit et de liquidité importants.

Une analyse et une gestion globales des risques de change dans tous les secteurs de l'économie s'imposent donc pour les pays qui cherchent à sortir dans de bonnes conditions d'un régime de parité fixe. Et c'est en examinant de près les bilans que l'on pourra alors évaluer l'ampleur de ces risques, c'est-à-dire en s'intéressant non seulement à la composition en devises des différents postes, mais aussi aux échéances, à la liquidité et à la qualité des actifs et des passifs vis-à-vis de l'étranger.

Le risque de change est également présent dans un système de parité fixe, mais, lorsque le taux de change varie constamment, comme c'est le cas en régime flexible, la nécessité de le contrôler et de le gérer se fait plus pressante. Pour les institutions financières, la gestion du risque de change consiste à surveiller les sources de risque par des systèmes d'information appropriés, à mesurer le risque à l'aide de formules comptables et de techniques analytiques prospectives et à le maîtriser par des politiques et procédures internes conçues à cet effet.

Quand libéraliser les flux de capitaux?

À ce sujet, toute la difficulté consiste à déterminer s'il convient de libéraliser les mouvements de capitaux avant ou après l'assouplissement du régime de change. L'expérience des marchés émergents ces dix dernières années souligne les risques qu'il peut y avoir à opter pour la première solution. Beaucoup de pays qui avaient fait ce choix ont en effet été contraints d'abandonner leur système de change fixe après un brusque revirement des flux de capitaux (le Mexique à la fin de 1994, la Thaïlande en juillet 1997 et le Brésil au début de 1999). Ailleurs, les entrées massives de capitaux et les tensions à la hausse qui en ont résulté sur la parité fixe ont obligé les autorités à assouplir le taux de change afin d'éviter la surchauffe de l'économie (Chili et Pologne dans les années 90). Ainsi, même dans un contexte économique favorable, libéraliser les flux de capitaux avant d'assurer la flexibilité du taux de change peut déstabiliser la situation de liquidité intérieure, créer des déséquilibres macroéconomiques et précipiter les attaques spéculatives.

Cependant, même lorsque le passage au régime flexible précède l'ouverture du compte de capital, la libéralisation des flux de capitaux, qu'elle porte sur leur direction ou leur composition, n'est pas sans effet sur la situation macroéconomique. Par exemple, si un pays décide de lever les contrôles sur les entrées de capitaux, il risque de provoquer une croissance excessive de la liquidité et du crédit. De façon plus générale, une libéralisa-

tion trop asymétrique des mouvements de capitaux peut entraîner une surévaluation (ou une sous-évaluation) systématique du taux de change par rapport à son niveau d'équilibre à long terme. (Par exemple, parce que la Chine applique une politique plus libérale aux entrées qu'aux sorties de capitaux, certains observateurs estiment que les pressions à la hausse auxquelles est actuellement soumis le renminbi pourraient se dissiper si les sorties de capitaux étaient autorisées.) Avant d'assouplir le régime de change, il convient donc d'éliminer progressivement les asymétries qui déséquilibrent la circulation des capitaux, afin de faciliter une correction ordonnée de tout désalignement possible du taux de change.

Le rythme de la transition

Les pays doivent décider du rythme à adopter pour l'assouplissement de leur régime de change. L'approche graduelle consiste à procéder par étapes jusqu'au libre flottement de la monnaie — en passant tout d'abord, par exemple, d'une parité fixe vis-à-vis d'une seule monnaie à une parité fixe ou glissante par rapport à un panier de monnaies, puis à des marges de fluctuation qui seront progressivement élargies. À l'inverse, l'approche rapide ne prévoit pas, ou quasiment pas, d'étapes intermédiaires.

Le degré de développement des institutions et des marchés est un élément déterminant du choix en la matière. S'il est faible, l'approche *graduelle* sera sans doute plus indiquée, car elle limite le risque de volatilité excessive de la monnaie et les effets pernicioeux qui peuvent en résulter pour la crédibilité de l'action publique, les anticipations inflationnistes et les bilans. Elle permettra en outre d'approfondir le marché des changes dans la mesure où la flexibilité du régime de change stimule l'activité cambiaire, et réciproquement.

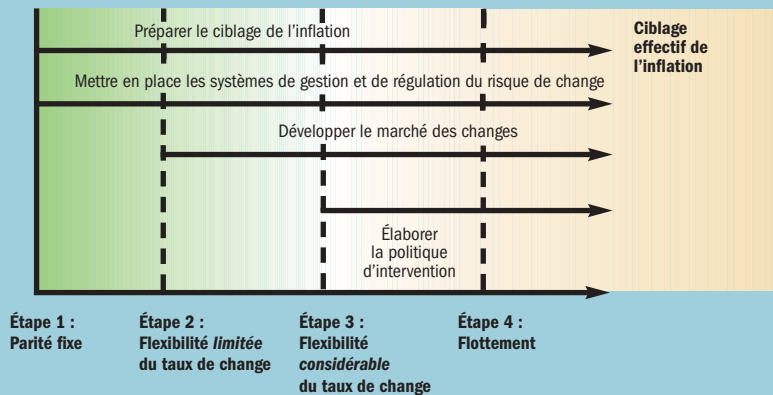
D'un autre côté, à partir du moment où les bases institutionnelles de l'opération sont en place, une mise en flottement rapide de la monnaie présente des avantages importants. Dans une situation macroéconomique favorable et avec une politique monétaire prudente, elle peut donner un signal plus crédible de la volonté de laisser flotter la monnaie que ne le ferait une démarche progressive. Elle accroît aussi la liberté de manœuvre dont dispose la banque centrale en matière d'intervention : puisqu'elle n'est plus tenue de maintenir le cours de la monnaie à l'intérieur d'une bande de fluctuation ou de le faire évoluer selon une trajectoire déterminée à l'avance, la banque peut limiter ses interventions et conserver ses réserves de change.

En tout état de cause, chaque pas en avant doit viser à ce que le risque de variation du taux de change puisse s'exercer à la hausse comme à la baisse. Par exemple, si le système choisi est celui de la bande de fluctuation, il faut que celle-ci soit assez large pour permettre au cours de la monnaie d'évoluer de part et d'autre de la parité centrale. Il est en outre très important d'ajuster cette parité afin que la flexibilité offerte par les marges de variation ne soit pas rapidement neutralisée par un éventuel désalignement. Si la bande de fluctuation est étroite et que la monnaie est soumise à des pressions persistantes à la hausse, le taux de change risque de toucher sa limite supérieure, forçant alors les autorités monétaires ou bien à défendre les marges existantes, ou bien à les élargir. Mais des ajustement fréquents de la bande peuvent nuire à sa crédibilité et entraîner des pres-

Graphique 3

Pour une transition ordonnée

Une préparation graduelle à la mise en flottement de la monnaie augmentera les chances de réussite.



sions spéculatives qui ont pour but de tester les limites du système. Ces problèmes se posent avec d'autant plus d'acuité que les capitaux circulent plus librement.

Quelle que soit l'approche retenue, graduelle ou rapide, il est certain qu'un long travail de préparation augmentera les chances de réussite. Il faut beaucoup de temps pour mettre en place les conditions requises dans la pratique, et c'est donc par là que les pays doivent commencer avant d'abandonner leur système de change fixe (graphique 3). Parmi les nombreux préalables, il faudra par exemple : assurer l'indépendance de la banque centrale, améliorer les moyens de prévision de l'inflation, accroître la transparence de la politique monétaire, développer les systèmes d'information sur le risque de change ainsi que sur l'évolution de la balance des paiements. Dans un second temps, on pourra introduire une certaine souplesse dans le système d'ancrage pour stimuler l'activité du marché des changes et permettre le développement d'autres mécanismes opérationnels. On attendra, enfin, d'avoir encore accru la flexibilité du change pour régler la question de la politique d'intervention. ■

Rupa Duttagupta et Cem Karacadag sont économistes au Département Hémisphère occidental du FMI, et Gilda Fernandez est économiste au Département des systèmes monétaires et financiers de l'institution. Sogo Ishii est Chef de Division au Département Asie et Pacifique du FMI.

Cet article s'inspire de l'étude de Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez et Cem Karacadag intitulée «From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility», IMF Working Paper 04/126.

Bibliographie :

- Bubula, Andrea, and Inci Otker-Robe, 2003, "Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?" IMF Working Paper 03/223 (Washington: International Monetary Fund).
- Canales-Kriljenko, Jorge, 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey," IMF Working Paper 03/95 (Washington: International Monetary Fund).
- Guimarães, Roberto, and Cem Karacadag, 2004, "The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets: The Cases of Mexico and Turkey," IMF Working Paper 04/123 (Washington: International Monetary Fund).
- Williamson, John, 1996, The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel (Washington: Institute for International Economics).