



Régimes de change :

Mark Stone, Harald Anderson et Romain Veyrune

EN MARS, un marchand de planches de surf d'une île du Pacifique envisage d'acheter 100 planches en juillet chez son fournisseur californien. Qu'il le sache ou non, ce marchand devrait s'intéresser au régime de change de son pays, car celui-ci gouverne le taux de change — la valeur d'une monnaie par rapport à d'autres monnaies. Si ce pays a un régime de change fixe où la valeur de la monnaie locale est arrimée à celle du dollar EU, il est évident que le prix des planches de surf dans sa monnaie ne changera pas dans les prochains mois. En revanche, si le pays a un taux de change variable par rapport au dollar EU, la valeur de sa monnaie peut fluctuer au gré des saisons, amenant le marchand à consacrer plus ou moins de monnaie locale à ses achats.

En appliquant ce scénario à toutes les transactions internationales, on constate que le régime de change a une incidence majeure sur les flux commerciaux et financiers. De plus, le volume de ces transactions et leur rythme de croissance font ressortir le rôle crucial du taux de change dans le monde actuel, faisant du régime de change un volet crucial de toute politique économique nationale.

Types de régimes

D'ordinaire, les régimes de change sont répartis en trois grandes catégories. À un bout de l'échelle, on a les *régimes d'arrimage ferme*, qui donnent cours légal à la monnaie d'un autre pays (dollarisation intégrale) ou imposent à la banque centrale de conserver des avoirs extérieurs d'un montant au moins égal à la monnaie locale en circulation et aux réserves bancaires (caisse d'émission). Le Panama, qui utilise depuis longtemps le dollar EU, est un exemple de dollarisation intégrale, tandis que la RAS de Hong Kong est dotée d'une caisse d'émission.

L'arrimage ferme va de pair avec une politique budgétaire et structurelle solide et une faible inflation. Ce régime est généralement durable et offre ainsi plus de certitude quant à la tarification des transactions internationales. Mais, la banque centrale d'un pays doté d'un tel régime n'a pas de politique monétaire indépendante, car elle n'a pas de taux de change à ajuster et ses taux d'intérêt sont liés à ceux du pays de la monnaie d'ancrage.

Au milieu de l'échelle, on a les *régimes d'arrimage souple*, c'est-à-dire des monnaies qui conservent une valeur stable par rapport à une monnaie d'ancrage ou à une unité monétaire composite. Le taux de change peut être lié à la monnaie d'ancrage sur une fourchette étroite (plus ou moins 1 %) ou large (plus ou moins 30 %); dans certains cas, l'arrimage varie au fil du temps — souvent selon les différences de taux d'inflation entre pays. Le Costa Rica, la Hongrie et la Chine illustrent ce type d'arrimage. Même si l'arrimage souple maintient un

«ancrage nominal» ferme (prix nominal ou quantité visés par la politique monétaire) pour parer aux anticipations inflationnistes, il confère à la politique monétaire une flexibilité limitée pour faire face à des chocs. Mais, l'arrimage souple peut être vulnérable aux crises financières — susceptibles d'entraîner une forte dévaluation et même l'abandon de l'arrimage — et tend à ne pas durer longtemps.

À l'autre bout de l'échelle, on a les *régimes de taux de change flottant*. Comme son nom l'indique, le taux flottant est surtout déterminé par le marché. Dans les pays dotés de ce régime, la banque centrale intervient (achat ou vente de devises contre la monnaie locale) surtout pour limiter les fluctuations à court terme du taux de change. Mais, dans quelques pays (Nouvelle-Zélande, Suède, Islande, États-Unis et zone euro notamment), les autorités monétaires n'interviennent presque jamais pour administrer les taux de change.

Le régime de taux flottant offre l'avantage de pérenniser une politique monétaire indépendante. Dans les pays qui l'appliquent, le marché des changes et les autres marchés financiers doivent être assez développés pour absorber des chocs sans variation majeure du taux de change. De plus, des instruments financiers doivent être disponibles pour parer aux risques liés à la fluctuation du taux de change. Presque toutes les économies avancées ont des régimes flottants, de même que la plupart des économies de marché émergentes.

Un langage commun

Le régime de change étant un aspect important de la politique économique et monétaire d'un pays, les autorités doivent parler un même langage en la matière. Après tout, un régime de change qui paraît souple à un observateur peut sembler ferme à un autre — ce qui reflète notamment un manque d'information des divers intervenants sur le marché des changes ou sur les achats et ventes de devises des banques centrales.

Le FMI a mis au point le langage et la terminologie les plus utilisés en ce qui concerne la classification des régimes de change, dans le cadre de sa mission de surveillance des politiques de change des pays membres. Historiquement, les régimes recensés par le FMI correspondaient aux classifications établies par les pays eux-mêmes (régimes *de jure*). Mais, à partir de 1999, l'institution a commencé à recenser les régimes *de facto* (ceux que l'on observe) en évaluant les informations disponibles. La comparaison des régimes *de jure* et *de facto* révèle quelques disparités (voir encadré).

Évolution des tendances

Actuellement, 48 pays ont *de facto* des régimes d'arrimage ferme, 60 pays des régimes d'arrimage souple et 79 pays des

fixes ou flottants?

taux flottants — un changement net par rapport au début des années 90. Depuis lors, il y a eu deux grandes tendances. D'abord, celle du «juste milieu», qui a débuté vers 1990 (voir graphique). À l'époque, les flux de capitaux mondiaux s'étaient accélérés après l'élimination du contrôle des mouvements de capitaux et la création de nouveaux produits financiers et de nouveaux marchés. Mais les entrées de capitaux dans certains pays ont cessé brusquement, souvent dans un contexte d'accroissement du déficit courant, et entraîné une baisse de la demande de leurs monnaies. Dans certains cas — Europe de l'Ouest en 1992 et Asie de l'Est à la fin des années 90 — la demande a accusé une baisse si spectaculaire que les pays ont été dépourvus de réserves internationales pour défendre leurs arrimages et ont dû dévaluer leurs monnaies. Ils ont généralement adopté soit un régime d'arrimage ferme qui résiste aux apports financiers, soit un régime flottant qui n'a pas besoin d'un taux de change convenu.

La tendance du «juste milieu» a pris fin en 2001. Depuis lors, il y a eu une évolution subtile des régimes de change choisis par les pays. Parmi ceux qui ont adopté des régimes flottants, les partisans du flottement dirigé (par opposition au flottement libre) sont plus nombreux, tandis que l'arrimage souple retrouve en partie sa popularité antérieure. Bien des pays ne peuvent ni ne souhaitent adopter un arrimage ferme,

Peut-on se fier aux apparences?

Depuis plus d'une décennie, les pays s'emploient à donner l'impression d'avoir un régime de change plus souple qu'en réalité — une tendance de plus en plus évidente dans le système de classification des régimes de change du FMI, qui présente les régimes *de facto* et *de jure* de tous les pays membres. En voici quelques exemples.

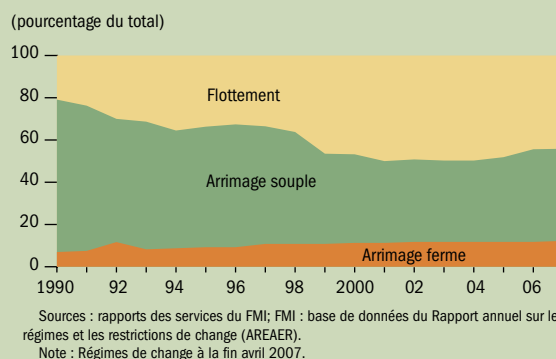
- Vers la fin des années 90, plusieurs pays ont déclaré des régimes de change flottants, mais ceux-ci ont été classés *de facto* comme étant arrimés. Par la suite, certains d'entre eux ont été amenés à adopter des régimes *de facto* flottants sous la pression des marchés.

- Actuellement, 25 pays déclarent un régime souple, même s'ils ont *de facto* un arrimage classique. En outre, 14 pays déclarent un régime de flottement libre alors qu'ils pratiquent *de facto* un flottement dirigé.

Qu'est-ce qui explique le décalage entre ce qu'on dit et ce qu'on fait? Probablement, le désir des pays d'être perçus comme étant favorables aux marchés, ainsi que leur réticence à donner l'impression d'un engagement à maintenir le taux de change à un certain niveau.

Des choix fluctuants

Le passage de l'arrimage souple au flottement et à l'arrimage ferme dans les années 90 a été suivi par des changements plus subtils après 2001.



et ne sont pas favorables au flottement libre en raison des carences des marchés financiers et parce que les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact considérable sur la position financière des pays, l'inflation et la croissance. En outre, dans certains cas, l'évolution *de facto* vers des régimes plus étroitement dirigés a eu lieu sans modification déclarée (*de jure*) des politiques de change.

Perspectives

Que peut-on attendre des régimes de change dans l'avenir? D'aucuns estiment que les avantages des blocs monétaires — groupes de pays utilisant une monnaie unique (dollar EU, yen ou euro) — sont si importants que le nombre de monnaies indépendantes diminuera inévitablement et s'établira probablement à un chiffre. Cela simplifierait les transactions internationales, mais empêcherait chaque pays membre d'un bloc de mener une politique monétaire et de change indépendante.

D'autres soulignent les bienfaits d'un taux flottant et d'une politique monétaire indépendante, et prédisent la pérennité de nombreuses monnaies nationales assorties de divers ancrages nominaux. La persistance d'un grand nombre de monnaies à taux flottant ou le regroupement de ces monnaies en un petit nombre de blocs monétaires auront des répercussions très différentes pour les entreprises, les décideurs et les marchands de planches de surf. ■

Mark Stone est chef de division adjoint, Harald Anderson est assistant de recherche et Romain Veyrune est économiste au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.