

# Le choix du régime de change

**Nouveau regard sur une vieille question :  
faut-il choisir un régime fixe ou flottant  
ou une solution intermédiaire?**

*Atish R. Ghosh et Jonathan D. Ostry*

**L**E RÉGIME de change optimal pour un pays donné a toujours été un sujet de débat entre les experts en économie internationale, qu'ils appartiennent aux milieux universitaires ou politiques. Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 70 et l'adoption du deuxième amendement aux statuts du FMI, les pays membres sont libres d'adopter le régime de change de leur choix.

N'étant plus obligés d'arrimer leur monnaie dans un système surveillé par le FMI, les pays doivent déterminer le régime de change (fixe, flottant ou intermédiaire) le mieux adapté à leurs besoins sur la base de critères solides. En 1999, 2003 et 2009, le FMI a préparé trois grandes études analytiques sur les régimes choisis par les pays (Mussa *et al.*, 2000; Rogoff *et al.*, 2004; Ghosh, Ostry, and Tsangarides, à paraître) qui s'inspirent des ouvrages empiriques publiés sur le sujet tant par l'institution qu'à l'extérieur (Ghosh *et al.*, 1997; Ghosh, Gulde, and Wolf, 2002; Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2003; Reinhart and Rogoff, 2004). Ces études, qui font partie de la mission de surveillance du FMI, indiquent aux membres comment leur régime de change peut influencer sur leurs résultats macroéconomiques (inflation, croissance et vulnérabilité aux crises) et contribuer à la stabilité du système monétaire international.

## **Un débat jamais tranché**

En pratique, le régime de change optimal, surtout pour les économies de marché en développement ou émergentes, a beaucoup évolué ces vingt dernières années. Il était très courant au début des années 90 de fixer le taux de change par rapport à une monnaie forte (souvent le dollar ou le deutsche mark), surtout dans les pays qui passaient d'une économie dirigée à une économie de marché qu'ils s'efforçaient de stabiliser une fois les prix libérés. Cependant, une série de crises du compte de capital s'est déclenchée au cours des années 90 dans les pays



émergents où des inversions brutales des entrées de capitaux ont provoqué un effondrement de la monnaie et fait ressortir la fragilité des régimes fixes.

L'opinion courante lors de l'étude de 1999 était que les ancrages simples étaient trop vulnérables aux crises et que les pays devaient adopter soit un ancrage fixe (union monétaire ou caisse de compensation, par exemple), soit, à l'autre extrémité de l'éventail, un régime de flottement libre dans lequel le marché détermine la valeur de la monnaie sans intervention de l'État.

Ce qu'il est convenu d'appeler la solution bipolaire, qui était surtout destinée aux pays émergents ou en développement, était aussi très souvent choisie par les pays avancés qui, pour beaucoup, s'orientaient vers un ancrage fixe sous la forme d'une union monétaire, comme la zone euro, alors que d'autres pratiquaient le flottement libre. En fait, les pays de la zone euro appliquent les deux solutions, l'euro flottant par rapport aux tierces monnaies.

La solution bipolaire s'est révélée de courte durée dans les pays émergents. L'effondrement en 2002 de la caisse d'émission argentine (qui liait l'émission des pesos au dollar) a jeté le doute sur le régime d'ancrage fixe.

## **La peur du flottement**

Pour l'étude de 2003, le FMI a utilisé un classement de fait des régimes de change fondé sur le comportement effectif du taux de change, et non sur les engagements formels, ou de droit, pris par la banque centrale. On a alors constaté que les régimes de parité fixe n'étaient guère avantageux pour les pays émergents sur le double plan de l'inflation et de la croissance. La probabilité d'une crise monétaire ou financière paraissant plus grande dans les pays dotés d'un tel régime, l'étude a conclu que les économies émergentes, ou développées à mesure que leur intégration financière est de plus en plus poussée, devaient laisser leur taux de change flotter librement.

En pratique toutefois, peu de banques centrales souhaitaient (ou souhaitent encore) avoir une attitude aussi passive, car elles ne sont pas indifférentes à la valeur de leur monnaie. Lorsque cette valeur diminue, les autorités redoutent l'inflation importée et les effets d'une dépréciation du taux de change sur le bilan des emprunteurs en devises qui constatent subitement une hausse du coût du service de la dette. Par ailleurs, lorsque la valeur de la monnaie augmente, la compétitivité des exportations recule.

Cette peur du flottement, comme on l'a appelée, est surtout répandue dans les pays émergents ou en développement pour qui une forte appréciation ou dépréciation du taux de change (soit, en termes plus généraux, l'instabilité de la monnaie) peut être particulièrement néfaste. Il convient aussi de souligner que, parmi les pays avancés, les membres de la zone euro évitent cette instabilité en défendant, en tant qu'union monétaire, un taux de change irrévocablement fixe par rapport aux pays avec lesquels ils ont les liens économiques, commerciaux par exemple, les plus étroits.

En somme, la solution bipolaire rejetait les régimes intermédiaires (notamment les ancrages simples) et l'effondrement de la caisse d'émission argentine a éliminé l'ancrage fixe; en pratique, peu de pays sont prêts à adopter le flottement libre. Quel régime faut-il alors choisir? À l'évidence, le moment est venu d'aborder cette question avec un œil nouveau.

### Régimes de *jure* et de *facto*

L'étude sur les régimes de change qui vient d'être faite à partir d'une série de données sur les membres du FMI pour la période 1980–2006 est la plus complète jamais réalisée. Elle aborde les effets des régimes sur une panoplie de variables (politiques monétaire et budgétaire, inflation, croissance et instabilité de la production, commerce et flux de capitaux transfrontaliers, vulnérabilité aux crises et ajustement extérieur) plus vaste que par le passé et elle est aussi la première à utiliser les classements *de jure* et *de facto* des régimes de change.

En conséquence, le message sur les avantages relatifs des divers régimes de change est plus nuancé que dans les précédentes études.

### Résultats en matière d'inflation

Il est largement démontré que *les régimes de parité fixe vont de pair avec de meilleurs résultats en matière d'inflation* dans les pays en développement ou émergents, sauf dans ceux où le taux fixé est sous-évalué et dont les autorités ne peuvent neutraliser la croissance excessive de la monnaie provoquée par des excédents courants persistants et une accumulation parallèle de réserves. Ces pays (une petite minorité selon les données du FMI) ne tirent aucun avantage de l'ancrage fixe sur le plan de l'inflation.

Ce bilan en matière d'inflation ne concorde pas, semble-t-il, avec les conclusions de l'étude de 2003 dans le cas des pays émergents pour la simple raison qu'en 2009, on a utilisé les classifications de droit et de fait des régimes de change, alors qu'en 2003, on ne s'appuyait que sur la classification de fait. Les avantages en termes d'inflation tiennent pour beaucoup à la crédibilité de l'engagement formel pris par la banque centrale de défendre la parité (et pas seulement à ses interventions de

fait sur le marché des changes ou au comportement du taux de change). En réalité, lorsqu'elle prend un tel engagement, la banque centrale tient presque toujours parole. Par contre, un régime de parité fixe dépourvu d'un engagement de droit est beaucoup plus courant, mais ne confère pas les mêmes avantages en ce qui concerne l'ancrage des anticipations inflationnistes et la lutte contre l'inflation. En utilisant les classifications de droit et de fait, l'étude de 2009 a pu, contrairement à celles qui l'ont précédée, faire de telles constatations difficiles à saisir.

### Comportement de la croissance

*La croissance est plus forte dans le cas des régimes de change intermédiaires, c'est-à-dire ceux dans lesquels les taux de change sont relativement rigides, sans pour autant être fixés formellement par rapport à une seule monnaie.* Cela tient essentiellement à ce que ces régimes représentent un compromis heureux entre l'ancrage fixe et le flottement libre. Avec les régimes rigides, l'inflation est plus faible, l'instabilité du taux de change nominal et réel moins forte et l'ouverture commerciale plus large, autant de facteurs qui favorisent la croissance; par contre, le taux de change risque davantage d'être surévalué, ce qui freine la compétitivité et nuit à la croissance.

Les taux de change flottants risquent moins d'être surévalués que dans les régimes fixes, mais ils ne peuvent ni freiner l'inflation, ni réduire l'instabilité, ni favoriser l'intégration commerciale.

Entre ces extrêmes, les régimes intermédiaires constituent le meilleur compromis avec une croissance de la production par habitant supérieure (de près d'un demi point de pourcentage par an), une fois pris en compte les autres facteurs qui influent sur la croissance. Les régimes fixes favorisent plus la croissance que les régimes de flottement, mais seulement s'ils peuvent éviter une surévaluation du taux de change réel et une perte de compétitivité.

### Relations commerciales

Nul n'ignore que les membres des unions monétaires entretiennent des liens commerciaux plus étroits. Selon l'étude de 2009 toutefois, les avantages en termes d'intégration commerciale sont analogues à ceux que procurent les ancrages simples (et même, dans une moindre mesure, les régimes intermédiaires). L'étude constate aussi que, sauf en période de crise, les flux de capitaux correspondent en général davantage à la consommation lissée dans le cas des régimes intermédiaires ou fixes que dans ceux de flottement. Si cette dernière constatation est plus vague, cela tient, entre autres, à ce que la moindre volatilité du taux de change réel dans les régimes davantage rigides favorise plus les formes «stables» de flux de capitaux, comme l'investissement direct étranger, que les flux de capitaux spéculatifs de portefeuille. En réalité, la motivation économique des taux de change fixes et, au bout du compte, de l'union monétaire en Europe a été de promouvoir le développement des échanges et l'investissement transfrontalier.

### Quelques inconvénients

Rien n'est parfait, cela va de soi. L'étude a constaté que les régimes plus rigides (intermédiaires ou fixes) présentent trois inconvénients majeurs.

Premièrement, ces régimes (surtout s'ils sont fixes) *limitent fortement le recours à d'autres politiques macroéconomiques*. L'«impossible trinité» consistant à maintenir simultanément un taux de change fixe, un compte de capital ouvert et une politique monétaire indépendante est bien connue. Il est frappant de constater dans l'étude que cette contrainte semble continuer d'opérer, même dans les pays dont le compte de capital est moins ouvert et qui stérilisent massivement les flux de réserves dans le cadre d'un ancrage fixe. On constate en

## «Le risque de crise est d'autant plus grave que le régime de change est rigide. Toutefois, les pays dont le taux de change flotte ne sont pas complètement épargnés.»

outre que le recours à des mesures budgétaires anticycliques (baisses d'impôts et hausses des dépenses publiques pour contrer un ralentissement de l'activité, et inversement) est aussi très limité dans les régimes de parité fixe, sans doute parce que les flux de capitaux suivent la conjoncture dans la plupart des pays émergents ou en développement. Il est plus difficile pour les pays dotés d'un régime fixe d'appliquer une politique budgétaire de relance dans une phase de ralentissement, car elle risque d'entraîner une perte de confiance et de déclencher de nouvelles sorties de capitaux, menaçant ainsi la viabilité de la parité. Les régimes fixes amènent la banque centrale à prendre des engagements permettant d'ancrer les anticipations grâce à la discipline qu'ils imposent aux décisions des autorités, mais ils limitent le potentiel de réaction aux chocs macroéconomiques.

Deuxièmement, selon les études de 1999 et de 2003, les régimes fixes (ou intermédiaires) s'accompagnent d'un *risque plus grand de crise monétaire ou financière* (crise bancaire ou de la dette ou arrêt brutal des entrées de capitaux), ce que confirme l'étude la plus récente, surtout dans le cas des pays émergents ou en développement dont le compte de capital est plus ouvert. Cette dernière étude constate en outre que des périodes d'envolée du crédit, même si elles se terminent par une crise, peuvent aussi survenir avec les régimes de flottement et note l'absence de lien entre le risque d'une crise de la croissance (ralentissement sensible pour quelque raison que ce soit) et le régime de change. Le risque de crise est donc d'autant plus grave que le régime de change est rigide, mais les pays dont le taux de change flotte ne sont pas complètement épargnés, comme le montre la crise mondiale actuelle dont l'épicentre se situe dans les pays dotés d'un tel régime.

Troisièmement, les régimes intermédiaires ou fixes *empêchent un ajustement externe en temps voulu*. Les déficits sont d'autant plus élevés et se produisent d'autant plus brutalement que les régimes sont rigides et, le taux de change

réel ne s'ajustant pas, leurs répercussions sur la production et l'activité sont plus sensibles. Quant aux excédents, ils sont importants et pérennes dans les pays dotés de tels régimes et, s'ils sont globalement assez élevés, ils peuvent influencer sur la stabilité du système monétaire international.

### Conclusion

Contrairement à celles qui l'ont précédée, l'étude la plus récente constate que les divers régimes de change s'accompagnent d'importants avantages et inconvénients. Les régimes plus rigides permettent d'ancrer les anticipations inflationnistes, soutiennent la croissance de la production et favorisent l'intégration économique, mais limitent le recours aux politiques macroéconomiques, accroissent la vulnérabilité aux crises et freinent l'ajustement extérieur. L'expérience récente des pays émergents d'Europe illustre ce qui précède. Dans nombre de pays dotés de régimes moins souples, la croissance a été forte dans les années qui ont précédé l'actuelle crise, mais de graves déséquilibres extérieurs ont été accumulés, ce qui a accru leur vulnérabilité à un ajustement brutal et perturbateur et limité la possibilité de recourir à des politiques macroéconomiques anticycliques.

Fondamentalement, l'étude de 2009 devrait :

- rééquilibrer le débat sur le choix du régime de change optimal,
- permettre au FMI de tenir davantage compte de la situation des pays dans les conseils qu'il leur donne,
- fournir aux 186 pays membres une masse d'informations et de résultats empiriques qui les aidera à choisir en connaissance de cause le meilleur régime de change. ■

*Atish R. Ghosh et Jonathan D. Ostry sont, respectivement, Chef de la Division questions systémiques et Directeur adjoint du Département des études du FMI.*

### Bibliographie :

Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf, 1997, «Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?», NBER Working Paper 5874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, and Holger Wolf, 2002, Exchange Rate Regimes : Choices and Consequences, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, à paraître, Toward a Stable System of Exchange Rates, IMF Occasional Paper (Washington: International Monetary Fund).

Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2003, «To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes», American Economic Review, Vol. 93, No. 4, p. 1173–93.

Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andrew Berg, 2000, Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, IMF Occasional Paper 193, (Washington: International Monetary Fund).

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, «The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation», The Quarterly Journal of Economics, Vol. 119, No. 1, p. 1–48.

Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, 2004, Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Occasional Paper 229 (Washington: International Monetary Fund).