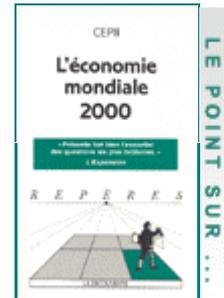


Les régimes de change

Amina Lahrèche-Revil*



p. 93-103

Le système monétaire international a profondément évolué au cours des années quatre-vingt-dix : alors que les pays européens réalisaient une union monétaire, et que certains pays émergents tentaient, avec un succès contrasté, de mettre en place des régimes de change extrêmement rigides (Argentine, Estonie par exemple), de nombreux pays devaient abandonner, en catastrophe (crises mexicaine, asiatique, brésilienne...), l'ancrage qu'ils étaient parvenus à établir, généralement sur le dollar, pour retourner, au moins temporairement, au flottement.

Le choix d'un régime de change revêt une grande importance. Il met en cause la politique économique d'un pays, ses marges de manœuvre et son mode d'ajustement macro-économique. Il implique également les partenaires du pays considéré, qui sont sensibles aux conséquences d'un régime de change sur leur compétitivité relative, ou qui peuvent être amenés à soutenir une monnaie liée à la leur par un système de parité fixe. Les régimes de change déterminent ainsi les conditions de l'insertion internationale des économies.

Qu'est-ce qu'un régime de change ?

Un régime de change est l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, et donc le comportement du taux de change. Il existe une très grande variété de régimes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes : changes fixes et changes flexibles.

Définitions

Un régime de change fixe suppose la définition d'une parité de référence entre la monnaie du pays considéré et une devise (ou un panier de devises), à laquelle la banque centrale s'engage à échanger sa monnaie. Lorsque le marché des changes est libéralisé, le respect de cet engagement lui impose d'intervenir sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité établie, par l'achat de la monnaie nationale si la monnaie tend à se déprécier sur le marché des changes, par sa vente dans le cas

* Amina Lahrèche-Revil est chercheur associé au CEPII et maître de conférence à l'université d'Amiens.

contraire. Lorsque le marché des changes est contrôlé, la monnaie est inconvertible, la parité est définie arbitrairement et soutenue artificiellement.

Dans un régime de change flexible, à l'inverse, aucun engagement n'est pris au sujet du taux de change, qui flotte librement (flottement pur), en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. La politique monétaire retrouve alors son autonomie, mais la banque centrale abandonne le contrôle du taux de change nominal, qui est déterminé sur le marché des changes. Le flottement s'applique donc, en principe, à un marché des changes libéralisé, même si l'on peut imaginer un régime de flottement impur encadré par un contrôle des changes.

Entre ces deux extrêmes, on trouve des régimes intermédiaires, qui se distinguent selon les fluctuations que la banque centrale autorise autour de la parité de référence, et selon la fréquence des réalignements de cette parité. Ainsi, le *currency board*, qui ne prévoit aucun réalignement, s'oppose au régime de parité glissante, qui prévoit un calendrier de réalignements. L'ancien SME et le SME *bis* actuel se situent entre ces deux extrêmes : des réalignements sont possibles, négociés sur la base des différentiels cumulés d'inflation entre les pays concernés. Tous ces régimes excluent en principe les réalignements discrétionnaires, ce qui les distingue du flottement administré (*cf.* encadré 1).

Encadré 1 : Les principaux régimes de change, classés par ordre de rigidité décroissante du taux de change

Taux de change fixe

- L'union monétaire : c'est la forme la plus stricte. Les taux de change des participants sont fixés de manière irrévocable, les monnaies locales pouvant être remplacées par une monnaie commune.
- Les *currency boards* (caisses d'émission ou conseils monétaires) : la création monétaire dépend strictement des réserves de change dans la monnaie de rattachement, et la politique monétaire n'a aucune autonomie. Ces régimes autorisent une double circulation monétaire (ex. : peso et dollar en Argentine).
- Les régimes de change fixe plus traditionnels définissent une parité fixe, qui peut toutefois être modifiée de manière exceptionnelle pour restaurer l'équilibre du solde courant. Des bandes de fluctuation peuvent être définies, étroites (régime de Bretton Woods, SME avant 1993) ou plus larges (SME après 1993 ou SME *bis*).

Régimes intermédiaires

- Parité glissante (ou *crawling peg*) : le taux de change est en principe fixe, mais la parité de référence est modifiée régulièrement selon des paramètres prédéterminés (*crawling peg* au sens propre) ou de manière plus discrétionnaire (*adjustable peg*) afin de compenser partiellement au moins les écarts d'inflation avec le pays d'ancrage.
- Flottement administré : les taux de change sont flottants, mais des interventions ponctuelles et/ou coordonnées des banques centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable. Il s'agit d'un flottement impur.

Flottement pur

Seul le marché définit l'équilibre du taux de change.

En dehors des cas de l'union monétaire et des *currency boards*, l'ancrage de la monnaie nationale peut se faire sur un panier de devises comme sur une seule devise.

État des lieux

En 1944, la conférence de Bretton Woods organisait le système monétaire international autour de changes fixes. Toutes les monnaies étaient définies par rapport au dollar, lui-même lié à l'or selon une parité fixe : c'était l'étalon-devise or. Ce système n'a pu cependant supporter l'extension du commerce mondial, qui réclamait de plus en plus de liquidités, ni les déficits courants américains, qui fragilisaient la parité-or du dollar. En 1973, le système de changes fixes mondial était définitivement abandonné, pour laisser la place à un système de changes flottants, dans lequel certains pays tentaient malgré tout de stabiliser leurs monnaies entre elles (serpent, puis système monétaire européen). Cependant, le flottement pur des grandes monnaies (dollar, yen et monnaies européennes) devait montrer assez rapidement ses limites (très forte volatilité des changes, apparition de distorsions de change durables), et les interventions des banques centrales sur les marchés des changes, en particulier au cours des épisodes de coordination menés par le G7, manifestent que le système monétaire international qui régit ces grandes monnaies est aujourd'hui un système de flottement impur.

Qu'en est-il actuellement des régimes de change des autres monnaies ? Le recensement des régimes de change tels que les déclarent les autorités monétaires auprès du FMI, présenté dans le tableau, offre un premier élément de réponse.

Régimes de change déclarés auprès du FMI, nombre de pays déclarants, en 1980 et 1998

<i>Type de régime</i>	<i>1980</i>	<i>1998</i>
<i>Ancrage (taux de change fixe), dont</i>	94	55
<i>* sur une seule monnaie</i>	57	40
<i>* sur un panier de monnaies</i>	37	15
<i>Flexibilité limitée (y compris SME)</i>	12	17
<i>Taux de change flexible, dont</i>	34	73
<i>* flottement géré</i>	–	38
<i>* flottement libre</i>	–	35
<i>Total des pays déclarants</i>	140	145

Source : FMI, Exchange Rate Arrangements, 1980, 1998.

Apparemment, les systèmes de changes fixes ont été progressivement supplantés par les systèmes de change flottants. Toutefois, l'information donnée par les déclarations officielles est insuffisante, dans la mesure où elle ne précise pas les règles de conduite de la politique de change : il est ainsi possible qu'un flottement géré fonctionne de fait comme un ancrage par rapport à une devise ou un panier, sans que l'information ne soit divulguée. Étudiant la politique de change *effective* de 66 pays, mesurée à partir de la volatilité relative des monnaies par rapport à trois ancrés potentiels (dollar, mark et yen), Agnès Bénassy-Quéré et Pierre Deusy-Fournier (1994) montrent que la majorité des pays considérés tendent de fait à stabiliser leur monnaie par rapport à une monnaie de référence : 30 % le font par rapport au mark (essentiellement les pays de l'Union européenne), et près de 30 % également le font par rapport au dollar (le yen n'apparaissant pas comme une monnaie d'ancrage). Ces proportions seraient sans doute

plus importantes si l'on pouvait étudier également des comportements d'ancrage par rapport à des paniers, et non uniquement des monnaies, de référence.

Ainsi, même si les régimes de fixité « purs » déclinent, les comportements de stabilisation du taux de change par rapport à une monnaie de référence se maintiennent. On peut alors s'interroger sur les éléments qui amènent un pays à choisir un régime de change particulier.

Le choix d'un régime de change

Le choix d'un régime de change résulte à la fois des objectifs économiques du pays et des contraintes qu'il doit supporter.

Choix d'un régime de change et objectifs de politique économique

L'objectif ultime de la politique économique, et donc du choix d'un régime de change, est de parvenir à la croissance la plus rapide et la plus stable possible. Le régime de change affecte en effet la stabilité et la compétitivité de l'économie.

Lorsqu'ils sont prévisibles, les taux de change limitent l'incertitude dont souffrent les agents dans leurs relations internationales, et sont donc, en principe, favorables aussi bien à l'investissement national qu'à l'investissement direct et au commerce. C'est en principe un régime de taux de change fixe qui permet d'atteindre le mieux cet objectif de stabilité. Mais celui-ci a deux inconvénients.

En premier lieu, l'avantage de la stabilité ne vaut que tant que l'économie n'est pas affectée par un choc asymétrique, puisque la fixité du change empêche, par définition, d'amortir ce choc par l'ajustement du taux de change nominal.

Dans ces conditions, un régime de change fixe ne serait désirable que si les pays considérés constituent une zone monétaire optimale (ZMO), c'est-à-dire si la flexibilité des prix et la mobilité des facteurs sont en mesure d'absorber les perturbations économiques sans qu'il soit nécessaire de recourir à un ajustement du taux de change nominal.

Cependant, un régime de change fixe peut être adopté précisément en raison de la discipline anti-inflationniste qu'il suppose. La fixité du taux de change est utilisée alors comme une contrainte externe que s'impose le pays pour réussir la désinflation. La politique de désinflation compétitive menée par les pays membres du SME repose en partie sur ce type de mécanisme, qui justifie également la politique de change de certains pays émergents. Ainsi, en Argentine, l'adoption d'un *currency board* est apparue comme le dernier moyen de préserver la monnaie, profondément ébranlée par les hyperinflations qui ont affecté le pays dans les années quatre-vingt.

Cette stratégie d'ancrage peut être d'autant plus justifiée que les régimes de change orientés exclusivement sur le maintien de la compétitivité (donc du niveau du taux de change réel) peuvent accélérer l'inflation : lorsque le taux de change est dévalué régulièrement pour compenser les écarts d'inflation, cela peut conduire à un processus d'inflation importée, qui impose une nouvelle dépréciation, etc. Un cercle vicieux

inflation-dépréciation se met alors en place, qui peut déboucher, dans des cas extrêmes, sur l'hyperinflation, et qui ne peut souvent être brisé que par l'instauration d'un régime de change fixe.

Contraintes externes au choix d'un régime de change

Un certain nombre de contraintes limitent le champ des régimes de change qu'un pays peut adopter. Par exemple, il est impossible, dans un contexte de mobilité parfaite des capitaux, d'avoir à la fois un régime de change totalement fixe et une politique monétaire parfaitement autonome. Symétriquement, lorsqu'un pays souhaite conserver l'autonomie de sa politique monétaire, il est tenu de choisir un régime de change flexible ou de limiter la mobilité des capitaux (*cf.* encadré 3).

Ainsi, en change fixe, une relance produit un excès d'offre de monnaie ou une baisse du taux d'intérêt, qui tendent à déprécier la monnaie. Cette tendance ne peut être combattue que par le rachat de la monnaie, ce qui annule la stimulation monétaire. S'il est possible d'échapper temporairement à cette contrainte en stérilisant la variation des réserves de change (par exemple, la banque centrale achète des titres sur le marché financier national, ce qui injecte de la liquidité dans l'économie), une telle politique n'est pas tenable à long terme.

Encadré 2 : Le taux de change réel

Le taux de change réel compare les prix de deux paniers de biens, exprimés dans une même monnaie : $r = eP^*/P$

e est le taux de change nominal (nombre d'unités de monnaie nationale pour une unité de monnaie étrangère), P^* et P les niveaux de prix

étranger et national. Lorsque le niveau des prix nationaux augmente plus vite que celui des prix étrangers, (P^*/P diminue), si le taux de change nominal e est fixe, le taux de change réel r augmente, la monnaie s'apprécie et la compétitivité se détériore.

En change fixe, les autorités monétaires doivent également montrer aux marchés qu'elles accepteront la contrainte d'un régime de change fixe à l'avenir, faute de quoi la monnaie est exposée à des attaques spéculatives qui sont d'autant plus puissantes que les marchés de capitaux et les marchés monétaires sont libéralisés. Le contrôle des changes est alors le seul moyen de préserver le régime de change, car il limite les mouvements d'achat et de vente de la devise concernée. Il s'agit d'une restriction sur la convertibilité de la monnaie, qui apparaît ainsi comme un substitut à une restriction de l'offre de monnaie (Kurt Schuler, 1999).

Fonctionnement des régimes de change

Efficacité des régimes de change : inflation et croissance

De nombreux travaux ont tenté d'estimer l'efficacité relative des régimes de change. Une synthèse effectuée par le FMI (Gosh *et al.*, 1995) retient les conclusions suivantes : d'une part, dans le passé, les régimes de change fixe ont été associés à une inflation

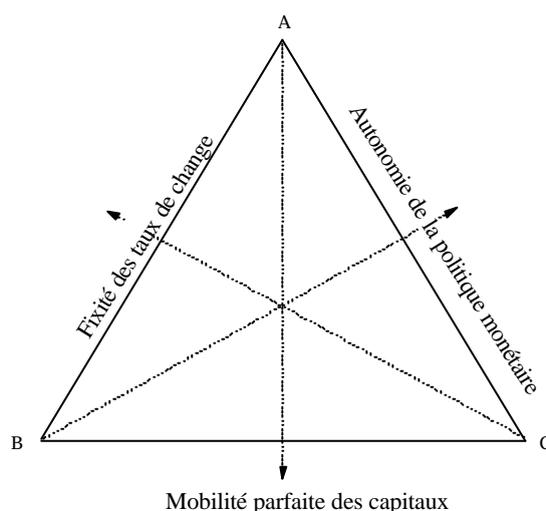
moindre et à un investissement plus important, mais également à des gains de productivité, et donc à une croissance, plus faibles. Même s'il est difficile d'établir le sens de la causalité, il semble que ce soit le régime de change qui explique la faiblesse de l'inflation, et non une situation moins inflationniste qui autorise la fixité du change.

Les régimes de change vraiment flexibles sont sans doute ceux qui ont le moins bien fonctionné, avec une inflation plus forte, et des résultats médiocres en termes de croissance. Quant aux régimes intermédiaires (parités glissantes par exemple), ce sont ceux qui semblent avoir garanti les meilleures performances de croissance, même si, par nature, ils ont autorisé davantage d'inflation.

Encadré 3 : Le triangle d'incompatibilité de Mundell

Le triangle de Mundell représente les trois principes d'organisation qui permettent de juger de la viabilité du système monétaire international : degré de rigueur des règles de change, degré de mobilité des capitaux, et degré d'autonomie des politiques monétaires. Seules les combinaisons de politique de change, de

politique monétaire et de mobilité des capitaux se situant à l'intérieur de ce triangle sont viables. Ainsi, la mobilité des capitaux associée à la stabilité des taux de change se situe à l'angle « union monétaire » du triangle, qui est diamétralement opposée à l'autonomie de la politique monétaire.



A : Autarcie financière. Il est possible de concilier changes fixes et objectifs économiques internes, si les réserves de change sont suffisantes.

B : Union monétaire. Mobilité parfaite des capitaux et changes fixes interdisent toute autonomie à la politique monétaire.

C : Changes flottants. La mobilité parfaite des capitaux et la flexibilité des taux de change permettent l'indépendance de la politique économique.

Ainsi, le choix semblait surtout ouvert entre parité fixe et taux de change géré par rapport à une devise de référence, les régimes de change véritablement flexibles ne donnant que des résultats mitigés. Cette conclusion coïncide d'ailleurs avec les stratégies de change d'un très grand nombre de pays, en particulier de pays en développement, telles qu'on a pu les observer depuis la fin des années quatre-vingt.

© Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999.

Mais aujourd'hui, la libéralisation des mouvements de capitaux et la convertibilité croissante des monnaies des pays en développement placent ces pays aux limites du triangle d'incompatibilité de Mundell, dans une position inconfortable : compte tenu de leur stratégie d'ancrage de fait et de la mobilité croissante des capitaux, les pays du Sud doivent adopter des politiques monétaires relativement strictes, pour éviter les dérives inflationnistes. Ceci impose des taux d'intérêt nominaux relativement élevés qui, en Asie, ont alimenté les entrées spéculatives de capitaux volatils, et ont ouvert la voie aux crises de change. Le mauvais fonctionnement de l'ancrage au dollar en Asie pousse aujourd'hui certains auteurs à préconiser l'abandon des régimes de change intermédiaires, au profit soit de régimes de change strictement fixes (comme le *currency board* argentin), soit de régimes de change flexibles (Barry Eichengreen, 1999). Cependant, les mêmes reconnaissent qu'une quasi-union monétaire est difficile à réaliser, en particulier dans un pays émergent, et que le flottement libre produit une volatilité qui peut perturber la croissance.

Ce problème soulève la question de la crédibilité des politiques économiques (et en particulier de la politique de change), et souligne une nouvelle fois le caractère crucial du choix d'un régime de change, et les très fortes contraintes qu'il impose.

L'évolution des stratégies de change

Deux évolutions marqueront sans doute le système monétaire international dans les années à venir. D'une part, les stratégies d'ancrage officiel ou effectif des monnaies des pays en développement sur de grandes monnaies devraient se poursuivre. D'autre part, l'euro pourrait s'imposer à côté du dollar comme monnaie internationale, et devenir une référence importante des stratégies de change.

Il est probable que le mouvement d'ancrage sur des grandes monnaies internationales se poursuivra, renforçant sans doute le rôle régional, sinon international, de l'euro. C'est ce que montrent Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrière-Révil à propos des pays sud-méditerranéens (PSM) et des pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Si les pays proches, en termes régionaux, de l'Union européenne adoptent un raisonnement en termes de ZMO pour définir la monnaie de référence de leur politique de change, ils auront sans doute intérêt à retenir l'euro (plutôt que le dollar ou le yen), en raison de l'importance de leurs liens commerciaux avec l'Union. Par ailleurs, si l'on admet que ces pays ont également pour objectif la stabilisation de leur solde extérieur (ce qui implique maintien de la compétitivité et stabilisation de la charge de la dette), il apparaît également que l'euro devrait être la monnaie d'ancrage réel à privilégier, et ce dans des proportions qui sont importantes, puisque l'euro représenterait dans la majorité des cas plus de 70 % du panier d'ancrage.

Cette double stratégie de stabilisation probable, nominale et réelle, des monnaies des PECO et des PSM sur l'euro plaide en principe pour l'adoption de régimes de change à parité glissante. La majorité des pays d'Amérique latine et de nombreux pays asiatiques ayant par ailleurs déjà choisi de déterminer leur politique de change en fonction du dollar, on pourrait ainsi voir émerger deux grandes zones monétaires régionales.

Cette évolution renforcera sans doute le rôle de l'euro comme monnaie internationale. Par ailleurs, la bipolarisation du système monétaire international, et l'ancrage de fait d'un nombre croissant de monnaies sur l'une des deux grandes ancrures monétaires, devrait renforcer l'efficacité des fluctuations entre les deux grandes monnaies pour restaurer les équilibres commerciaux entre les deux zones (euro et dollar). La plus grande efficacité des variations de change entre l'euro et le dollar pourrait alors limiter leur ampleur.

Par ailleurs, cette évolution rend à la fois plus nécessaire mais également plus complexe la gestion du taux de change par les pays en développement. La création de grandes zones monétaires rendra les stratégies autonomes de plus en plus difficiles : de même que la plupart des pays émergents tentent de s'ancrer à l'une des grandes zones commerciales de la triade, de même il est probable qu'ils tenteront d'ancrer leurs monnaies, ne serait-ce que parce que le choix de la monnaie de référence est lié à la zone géographique avec laquelle les échanges commerciaux ont lieu.

Bibliographie

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et DEUSY-FOURNIER P., « La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 », *Économie internationale*, n° 59, 3^e trimestre, 107-144, 1994.

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et LAHRÈCHE-REVIL A., « Pegging the CEEC's Currencies to the Euro », *Document de travail du CEPPII*, n° 1988-04, 1998.

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et LAHRÈCHE-REVIL A., « The Euro and Southern Mediterranean Currencies », in H. Handoussa (ed.), *The Euro-Mediterranean Partnership and After*, à paraître, 1999.

EICHENGREEN B., *Toward a New Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington DC, 1999.

FMI, *Exchange Rate Arrangements*, 1980, 1998.

GOSH A., GULDE A.-M., OSTRY J. et WOLF H., « Does the Exchange Rate Regime Matter », *IMF Working Paper*, n° 95/121, novembre 1995.

SCHULER K., « The Problem with Pegged Exchange Rates », *Kyklos*, 52 (1), 1999.