



Fonds monétaire  
international

Études thématiques  
[2006](#) [2005](#) [2004](#) [2003](#)  
[2002](#) [2001](#) [2000](#)

[Renseignements  
additionnels sur le fmi  
en français](#)

[Exchange Rate  
Regimes in an  
Increasingly  
Integrated World  
Economy](#)

00/06F

## Les régimes de change dans une économie mondiale de plus en plus intégrée

Préparé par les services du FMI

juin 2000

Also available:  
[English](#)  
[Deutsch](#)  
[Español](#)

### I Aperçu

#### II Les régimes de change des pays émetteurs des principales monnaies

#### III Les régimes de change des pays industrialisés de taille moyenne

#### IV Les régimes de change des pays en développement et des pays en transition

*Cette note traite du choix d'un régime de change — flottant, dirigé ou fixe — dans le contexte des mutations profondes qu'a connues l'économie mondiale ces dernières années, notamment l'accroissement général de la mobilité des capitaux et les revirements soudains des flux de capitaux vers les pays en développement et en transition. Il est fondé sur une récente Étude spéciale du FMI, dont les auteurs, Michael Mussa, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro et Andrew Berg, arrivent essentiellement à la conclusion suivante : on peut encore affirmer qu'il n'existe pas un unique régime de change qui convienne à tous les pays, en toutes circonstances. Les pays membres ont toute latitude dans le choix du régime le mieux adapté à leurs besoins, qu'ils doivent néanmoins étayer par des politiques cohérentes. La situation du pays dicte le type de régime de change et les mesures d'accompagnement qui répondent le mieux à ses besoins. Face à la mobilité accrue des capitaux, un nombre grandissant de pays ont opté pour des positions extrêmes — stricte fixité des taux (ou union monétaire) ou au contraire flottement libre —, mais il est probable que les solutions intermédiaires demeureront viables et appropriées dans bien des cas.*

### I. Aperçu

Les régimes de change en vigueur dans le système monétaire et financier international d'aujourd'hui — et la physionomie même du système — diffèrent radicalement de ceux qui étaient envisagés en 1944 à la réunion de Bretton Woods, à laquelle ont été créés le FMI et la Banque mondiale. Dans le système défini à Bretton Woods :

- les parités de change étaient fixes mais ajustables. L'objectif était d'éviter la volatilité excessive qui était alors attribuée aux taux flottants et de prévenir les dépréciations concurrentielles, tout en disposant d'une flexibilité suffisante pour s'adapter à tout déséquilibre fondamental, sous la surveillance de la communauté internationale;
- les flux de capitaux privés ne devaient pas être couramment utilisés pour résorber les déséquilibres des paiements, et leur instabilité naturelle devait être neutralisée par une réglementation généralisée;
- l'intervention de prêteurs officiels, principalement le FMI, pour financer temporairement les déséquilibres des paiements devait assurer une transition sans heurt et empêcher que l'on remédie trop brusquement aux déséquilibres du compte courant, lesquels se répercutent sur les échanges commerciaux, la production et l'emploi.

Dans le système actuel, les taux de change des principales monnaies (essentiellement le dollar E.U., l'euro et le yen) fluctuent au gré des forces du marché; ils accusent une certaine volatilité à court terme et, occasionnellement, des variations marquées à moyen terme (graphique 1). Certains pays industrialisés de taille moyenne ont aussi opté pour un régime de taux flottants déterminés par le marché; d'autres, notamment des pays d'Europe ne faisant pas partie de la zone euro, ont préféré un arrimage plus solide. On observe un large éventail de régimes de change dans les pays en développement et en transition, ainsi qu'une tendance, forte mais non généralisée, à rechercher des parités plus flexibles (graphique 2). Ces régimes variés coexistent au sein d'un environnement présentant les caractéristiques suivantes :

- les pays industrialisés ont, dans l'ensemble, mis fin aux mesures de restriction des mouvements de capitaux, et les pays émergents les ont progressivement éliminées, par souci d'efficacité et en raison de leur manque d'efficacité. La révolution des télécommunications et des technologies de l'information a aussi été un élément moteur de la croissance des flux internationaux de capitaux et de l'intensification de la mondialisation des marchés financiers, car elle a entraîné une baisse considérable des coûts des transactions sur les marchés financiers et accentué la libéralisation et la déréglementation des transactions financières internationales;
- les flux internationaux de capitaux privés financent des déséquilibres extérieurs courants prononcés; toutefois, il semble qu'à cause de leur instabilité, ils causent aussi parfois des chocs macroéconomiques ou les transmettent à l'ensemble du système international;
- les pays en développement et en transition sont de plus en plus présents dans l'économie mondiale intégrée, tant sur le plan du commerce des biens et services que sur celui des transactions financières.

Les crises qui ont secoué récemment les marchés émergents ont montré que le maintien d'un régime de rattachement dans les pays ayant des liens étroits avec les marchés financiers internationaux est assorti d'exigences de plus en plus lourdes du fait de la mobilité accrue des capitaux. Par conséquent, à moins que le taux de change soit strictement fixé — caisse d'émission, union avec une autre monnaie ou adoption d'une autre monnaie comme monnaie nationale (dollarisation) —, les régimes permettant une grande flexibilité sont probablement la solution souhaitable.

Le flottement des monnaies des principaux pays industrialisés demeurera vraisemblablement un pilier du système monétaire et financier international. Si l'entrée en vigueur de l'euro en janvier 1999 a constitué une autre étape dans l'évolution du système, la Banque centrale européenne a un mandat clair : ancrer la politique monétaire sur la stabilité intérieure des prix plutôt que sur le taux de change. Il se peut aussi que, face à l'intégration croissante des marchés financiers, beaucoup de pays industrialisés de taille moyenne continuent de préférer un régime de taux flottants déterminés par le marché; toutefois, à long terme, un nombre grandissant de pays pourrait se rallier à un système d'arrimage plus solide. Dans ces conditions, l'avenir s'annonce comme suit :

- les taux de change de l'euro, du yen et du dollar demeureront probablement volatils et cette volatilité ne sera pas atténuée par des dispositifs dont l'adoption n'est guère probable ni souhaitable puisqu'ils empêchent d'axer systématiquement la politique monétaire sur la stabilisation intérieure;
- il y a des chances pour que plusieurs pays en transition de l'Europe du centre et de l'Est, en particulier ceux qui se préparent à adhérer à l'Union européenne, cherchent à mettre en place progressivement les règles de discipline et les structures institutionnelles nécessaires pour pouvoir ultérieurement adopter l'euro.

Le FMI reste fidèle à sa vocation, à savoir informer ses membres sur les avantages et les inconvénients des divers régimes de change en considérant que chaque pays est libre de

encadrement des différents régimes de change, en considérant que chaque pays se doit de choisir le régime de change qui lui convient, et fournir des conseils compatibles avec le régime retenu (encadré 1).

## II. Les régimes de change des pays émetteurs des principales monnaies

Au cours des deux dernières décennies, les taux de change des principales monnaies — le dollar E.U., le yen japonais ainsi que le deutsche mark et les autres monnaies qui lui étaient associées dans le mécanisme de change du Système monétaire européen avant le lancement de l'euro en janvier 1999 — et ceux des monnaies d'autres grands pays industrialisés ont affiché une forte volatilité à court terme, tant en termes nominaux qu'en termes réels, de même que d'importants désalignements à moyen terme :

- les taux ont été beaucoup plus volatils qu'à l'époque du système de Bretton Woods, soit entre 1945 et 1971;
- les fluctuations à moyen terme ont été assez prononcées, comme en témoignent l'appréciation du dollar entre 1980 et 1985 et celle du yen au cours de la période 1990–1995, et leurs dépréciations ultérieures;
- ces fluctuations prononcées des taux de change ont créé des désalignements par rapport aux données économiques fondamentales; on s'est alors interrogé sur la possibilité de les éviter, ou du moins de les amoindrir, et sur les moyens d'y parvenir.

Les avis sont très partagés sur l'opportunité de tenter de stabiliser les taux de change des pays industrialisés, ainsi que sur la nature et l'importance de ces mesures. D'aucuns prônent le flottement pur; c'est le cas particulièrement de ceux pour qui les taux de change reflètent toujours les données fondamentales, et qui estiment que les États et les banques centrales ne sont pas mieux informées que le marché dans ce domaine. D'autres préconisent l'adoption d'une monnaie internationale unique. Les partisans de solutions intermédiaires proposent la création de zones-objectifs, l'établissement d'un régime de parité quasi-fixe entre les principales monnaies grâce à l'application d'une politique monétaire ancrée sur le taux de change, et divers mécanismes de coordination tenant compte du taux de change.

Dans la conjoncture actuelle, toute tentative en vue d'établir des taux de change strictement fixes entre l'euro, le yen et le dollar se heurte fondamentalement à deux obstacles :

- premièrement, la subordination nécessaire de la politique monétaire au maintien d'un taux de change stable serait vraisemblablement incompatible avec les objectifs intérieurs, y compris une stabilité raisonnable des prix. En fait, cette inquiétude est fondée puisque les mouvements des taux de change des principales monnaies ont, à maintes reprises, traduit les écarts entre les positions dans le cycle des pays émetteurs et dans les orientations différentes des politiques monétaires requises pour stabiliser les prix et soutenir la croissance;
- deuxièmement, les trois principales zones monétaires ne remplissent pas le critère habituel d'une zone monétaire optimale. On a pu voir au cours de la dernière décennie que leur activité économique manquait de synchronisme et tout porte à croire que les divergences persisteront. En l'absence d'une volonté politique, comme celle qui s'est manifestée au moment de la mise en place de l'euro, toute tentative de fixer les taux de change de la troïka pourrait manquer de crédibilité et être rapidement anéantie par le marché.

Il est néanmoins indiqué de rester attentif aux risques de graves désalignements, au moyen du mécanisme de surveillance du FMI, et de prendre de temps à autre des mesures correctrices.

## III. Les régimes de change des pays industrialisés de taille moyenne

Pendant le dernier quart de siècle, les pays industrialisés de taille moyenne ont fortement

privilegié les régimes d'ancrage de la monnaie, dont le plus important est le mécanisme de change européen (MCE) du Système monétaire européen. Le MCE n'a fonctionné de manière relativement souple pendant les années 80, parce qu'il subsistait quelques restrictions aux mouvements internationaux de capitaux et que les participants étaient décidés à ajuster les parités avant que les déséquilibres ne se creusent. Toutefois, il a par la suite été exposé aux grands «chocs asymétriques» induits par la réunification de l'Allemagne, et est devenu plus vulnérable suite à l'accroissement de la mobilité des capitaux et à l'affermissement des parités après la négociation en 1991 du Traité de Maastricht sur l'union politique et monétaire. Le MCE a été soumis à de fortes tensions en 1992-1993, des pressions spéculatives entraînant le retrait de l'Italie et du Royaume-Uni. Un calme relatif est ensuite revenu pendant les années qui ont précédé l'introduction de l'euro et la formation de l'Union monétaire et économique européenne en 1999, démarche qui a réduit à néant le risque de crise de change en Europe et justifié les efforts déployés dans la recherche de la convergence.

Un certain nombre de pays industrialisés de taille moyenne ont maintenu en vigueur, avec succès, un régime de change flottant pendant de longues périodes, ayant accepté les fluctuations régulières, et parfois très marquées, du taux de change sous l'action des forces du marché. C'est le cas des pays suivants : le Canada — qui a mis en place un régime de change flottant entre 1952 et 1960, puis de nouveau en 1970, avant l'effondrement général du système de Bretton Woods —, la Suisse ainsi que l'Australie et la Nouvelle-Zélande, qui commercent avec de multiples partenaires et sont tributaires de leurs exportations de produits de base. Ces pays ont dû établir pour leur politique monétaire un ancrage nominal autre que le taux de change fixe. C'est ainsi qu'ils se sont engagés à maintenir l'inflation à un bas niveau, ce qui a été facilité dans certains cas par une politique de ciblage de l'inflation et par l'indépendance opérationnelle de la banque centrale.

#### **IV. Les régimes de change des pays en développement et des pays en transition**

Les pays en développement et en transition appliquent une large éventail de régimes de change, qui va de la parité fixe très rigide au flottement assez libre en passant par de nombreuses variantes. Cette diversité n'est guère surprenante si l'on tient compte des situations économiques et financières fort différentes de ces pays. Cependant, à mesure que ces pays ont tiré profit de la multiplication des possibilités que leur offrait une participation accrue à l'économie mondiale, en intégration croissante, et qu'ils se sont adaptés à l'évolution de leur propre situation économique, ils ont eu tendance à accorder plus de poids à la flexibilité, pour les raisons suivantes :

- dans le contexte de la progression fulgurante des apports bruts de capitaux aux pays en développement depuis le début des années 1980, qui s'est accompagnée d'une menace grandissante de revirements soudains d'importants flux nets de capitaux, il est devenu plus difficile de maintenir en vigueur des parités fixes;
- s'insérant dans le courant de mondialisation, de nombreux pays en développement ont élargi le cercle de leurs partenaires commerciaux. Les pays dont la monnaie est rattachée à une monnaie unique sont sensibles aux grandes fluctuations des taux de change entre les principales monnaies.

Face aux crises qui ont secoué récemment les pays émergents — de la crise «tequila» de 1994-1995, qui a pris naissance au Mexique, à celles qui ont touché l'Asie, la Russie et le Brésil entre 1997 et 1999 —, des observateurs ont conclu que les régimes de change fixes sont, par essence, plus vulnérables aux crises, et qu'en conséquence, il y aurait lieu d'inciter les pays émergents à opter pour des régimes de change flottants, dans l'intérêt de la communauté internationale comme dans leur propre intérêt. Il importe toutefois d'ajouter à cette conclusion une nuance cruciale : si les crises récentes ont eu des répercussions directes néfastes sur de nombreux pays émergents ayant tissé des liens avec les marchés financiers internationaux, elles n'ont eu que des conséquences indirectes (sous l'effet des mouvements

des prix des produits de base et des échanges commerciaux à l'échelle internationale) sur la majorité des pays en développement et en transition. En outre, la fixité relative des régimes de change des pays les plus touchés n'a été que l'un des facteurs à l'origine de leurs difficultés. Qu'il suffise de mentionner, en particulier, la situation budgétaire précaire de la Russie et du Brésil ainsi que la faiblesse du secteur financier et du secteur des entreprises dans les pays victimes de la crise asiatique.

Un pays est enclin à adopter une forme quelconque de parité fixe lorsque :

- il intervient peu sur les marchés financiers internationaux;
- il commerce beaucoup avec le pays émetteur de la monnaie d'ancrage envisagée;
- il subit des chocs économiques semblables à ceux que doit affronter le pays émetteur de la monnaie d'ancrage envisagée;
- il est disposé à troquer son autonomie en matière de politique monétaire contre la crédibilité dont jouit son partenaire sur ce front;
- son économie et son système financier sont déjà liés étroitement à la monnaie de son partenaire;
- il est attiré par la stabilité offerte par la parité fixe en raison de son inflation élevée;
- il met en oeuvre une politique budgétaire flexible et viable;
- ses marchés du travail sont flexibles;
- ses réserves internationales sont élevées.

Dans ces conditions, il semble qu'un régime de change fixe serait encore la solution adaptée pour les pays de petite taille qui ont essentiellement un grand partenaire commercial dont la politique monétaire est relativement stable. Les petites économies des Caraïbes et des îles du Pacifique, et les pays de la zone franc en sont un exemple. Pour ces pays, la conduite d'une politique monétaire indépendante n'en vaut généralement pas le coût.

Quelques groupes régionaux importants de pays à marchés émergents — dont l'ASEAN et le Mercosur — entretiennent des liens commerciaux diversifiés avec les pays industrialisés tout en ayant un volume considérable d'échanges commerciaux intrarégionaux. Ces groupes s'exposent à la déstabilisation consécutive aux fluctuations marquées des taux de change de leurs membres et des pays industrialisés. Pour s'y soustraire, ils peuvent notamment conclure un accord monétaire et de change régional. Cependant, ces groupes n'ont pas actuellement les structures institutionnelles ni la volonté politique commune indispensables à l'intégration économique régionale, et notamment aux politiques de change et monétaires, du genre de ceux qui ont vu le jour en Europe au terme de nombreuses années d'efforts. À brève échéance, il serait peut-être possible de mettre en place des mécanismes moins structurés de coordination des politiques de change. Avant la dernière crise, ce sont les politiques nationales limitant les fluctuations du taux de change par rapport au dollar E.U. qui coordonnaient de fait les politiques de change des pays de l'ASEAN. Parallèlement, au sein des partenaires du Mercosur, le Brésil et l'Argentine avaient adopté des politiques de change vis-à-vis du dollar E.U. qui limitaient les fluctuations du real brésilien — avant son flottement au début de 1999 — par rapport au peso argentin.

Les régimes de change fixes supposent un engagement, implicite ou explicite, de la part des autorités publiques de ne pas autoriser les fluctuations du taux de change au-delà d'une marge donnée de manière à ce que le taux de change constitue un ancrage nominal significatif pour les attentes du secteur privé concernant le comportement du taux de change, et la politique monétaire d'accompagnement qui s'impose. La caisse d'émission est le régime de parité fixe le plus rigide; sous ce régime, la politique monétaire est entièrement subordonnée à la politique de change (encadré 2). Un tel régime ne permet pas d'ajuster le

taux de change réel en agissant sur le taux de change nominal. Il s'ensuit que l'ajustement économique doit se faire par d'autres canaux, notamment les prix et les coûts intérieurs, l'activité économique et l'emploi.

Sous tous les régimes de change, exception faite du flottement libre des taux, il faut envisager des mesures d'accompagnement qui prévoient des interventions et une régulation officielles pour orienter le marché des changes. Retenons surtout que le laisser-faire n'est probablement pas souhaitable en matière de change. Lorsque le marché des changes est étroit et dominé par un nombre plutôt faible d'intervenants, si les pouvoirs publics manquent de fournir une orientation et un soutien aux intervenants, il y a des chances pour que le taux de change soit volatil. La situation s'aggravera si les pays ne mettent pas en oeuvre sur le long terme des politiques axées sur la stabilité macroéconomique, susceptibles d'ancrer fermement les attentes du marché. Ainsi, en réalité, les pays en développement et en transition dont le régime de change est assez flexible se servent habituellement eux aussi de la politique monétaire et des interventions officielles pour influencer sur le taux de change. Les interventions sont généralement plus efficaces dans les pays qui disposent d'un accès limité aux marchés internationaux de capitaux; dans ce contexte, les autorités sont mieux à même d'influer sur le marché des changes en achetant ou en vendant directement des devises.

#### **Encadré 1. Conseils du FMI sur la politique de change**

Ces dernières années, le FMI a été la cible de maintes critiques. Pour certains observateurs, il montre une prédilection exagérée pour les parités fixes; pour d'autres, il manifeste un penchant immodéré pour la dévaluation monétaire; et pour d'autres enfin, il ne s'appuie sur aucun cadre de référence pour donner des conseils sur les régimes de change.

Considérant que chaque pays est libre de choisir le régime de change qui lui convient, le FMI informe les pays membres sur les tenants et les aboutissants des différents régimes de change et tient compte du régime retenu dans les conseils qu'il donne sur la politique économique générale. Les discussions sur la politique et le régime de change pertinents ainsi que sur les restrictions de change ont leur importance et peuvent même constituer des éléments clés dans la négociation d'un programme d'action et les entretiens sur la surveillance à exercer. Bref, le FMI a pour principe de fournir des conseils compatibles avec le régime de change choisi par le pays en cause et avec d'autres objectifs stratégiques.

Le respect du choix des autorités en matière de régime de change n'empêche pas le FMI de leur donner son avis sur l'adéquation globale du régime retenu aux objectifs nationaux sur le front intérieur et extérieur, et de leur recommander les ajustements qui peuvent être requis. En fait, comme ce type de conseils est l'une des principales responsabilités du FMI, il doit porter une attention particulière à la viabilité de la politique de change dans des pays où les autorités se sont engagées à préserver un taux de change précis, ainsi qu'aux éventuels désalignements du taux de change dans les pays ayant opté pour une parité flottante.

À ces fins, le FMI examine régulièrement un grand nombre d'indicateurs économiques variés pour chaque pays membre et les analyse à la lumière des caractéristiques structurelles du pays, du contexte international et des connaissances accumulées sur les questions liées au taux de change. Ces dernières années, tout en continuant d'étudier les indicateurs traditionnels de l'économie intérieure et de l'économie extérieure — comme le déficit budgétaire, la croissance monétaire, l'expansion du crédit intérieur, le taux de change réel, les réserves internationales et le compte courant —, le FMI s'est de plus en plus intéressé aux indicateurs financiers et au compte de capital.

Le FMI accorde des prêts aux pays poursuivant un programme d'ajustement auquel il apporte son soutien seulement s'il estime que le régime de change retenu par ces pays est compatible avec son programme de réformes. Certains pays ont toutefois dû abandonner un régime de change fixe en cours de route, généralement à la suite de dérapages dans l'exécution de leur politique de change.

#### **Encadré 2. Les caisses d'émission**

Après l'union monétaire ou la dollarisation pure et simple, la caisse d'émission constitue le régime d'arrimage du taux de change le plus rigide. Une caisse d'émission s'engage à financer ses engagements monétaires à un taux de change fixe, ce qui suppose qu'elle détienne des réserves de change au moins égales à 100 % de ses engagements. De plus, elle ne peut échanger ses engagements monétaires qu'à ces seules conditions;

autrement dit, une caisse d'émission à l'état pur ne peut pas consentir de crédit. Dans ce contexte, les autorités monétaires n'ont aucune influence, même sur les taux d'intérêt à court terme : l'arbitrage du marché suppose un lien étroit entre les taux d'intérêt et ceux de la monnaie d'ancrage.

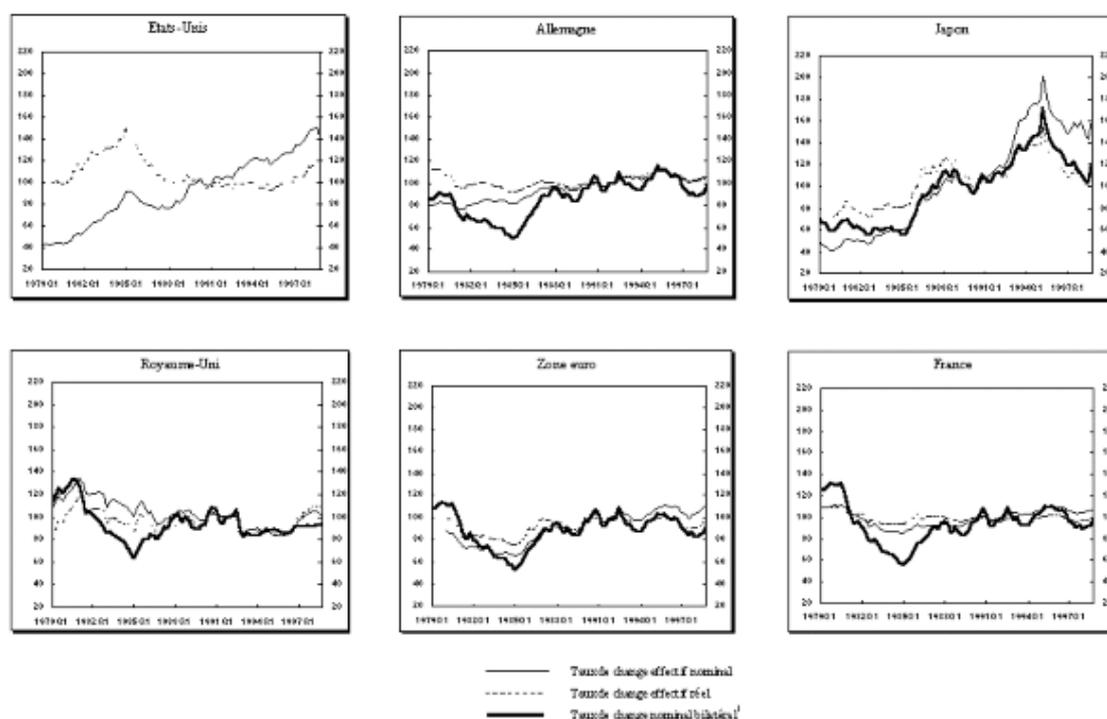
Le succès d'une caisse d'émission repose sur la présence d'éléments clés, outre les conditions habituellement jugées souhaitables pour un régime de parité fixe, à savoir : un système bancaire solide (parce que les autorités monétaires ne peuvent pas prêter aux banques en difficulté) et une politique budgétaire prudente (puisque'il est interdit à la banque centrale de prêter à l'État).

Ce dispositif a l'avantage de renforcer la crédibilité de la politique économique, en raison du coût politique élevé assorti à la modification du taux de change. Dans le passé, la caisse d'émission a été populaire auprès d'économies ouvertes de petite taille menant une politique anti-inflationniste; l'expérience a montré que de vastes économies peuvent tout autant profiter d'une politique économique plus crédible.

La caisse d'émission comporte toutefois des désavantages, comme l'impossibilité pour la banque centrale d'intervenir afin d'atténuer la volatilité des taux d'intérêt à très court terme et l'absence d'un prêteur en dernier ressort. À cet égard, des pays ayant adopté le régime de caisse d'émission ont dû faire face à des faillites bancaires; certains ont alors décidé d'établir des facilités limitées de prêteur en dernier ressort. Enfin, comme la banque centrale n'accorde aucun crédit intérieur, le seigneurage est moins élevé en régime de caisse d'émission que dans un régime d'arrimage normal.

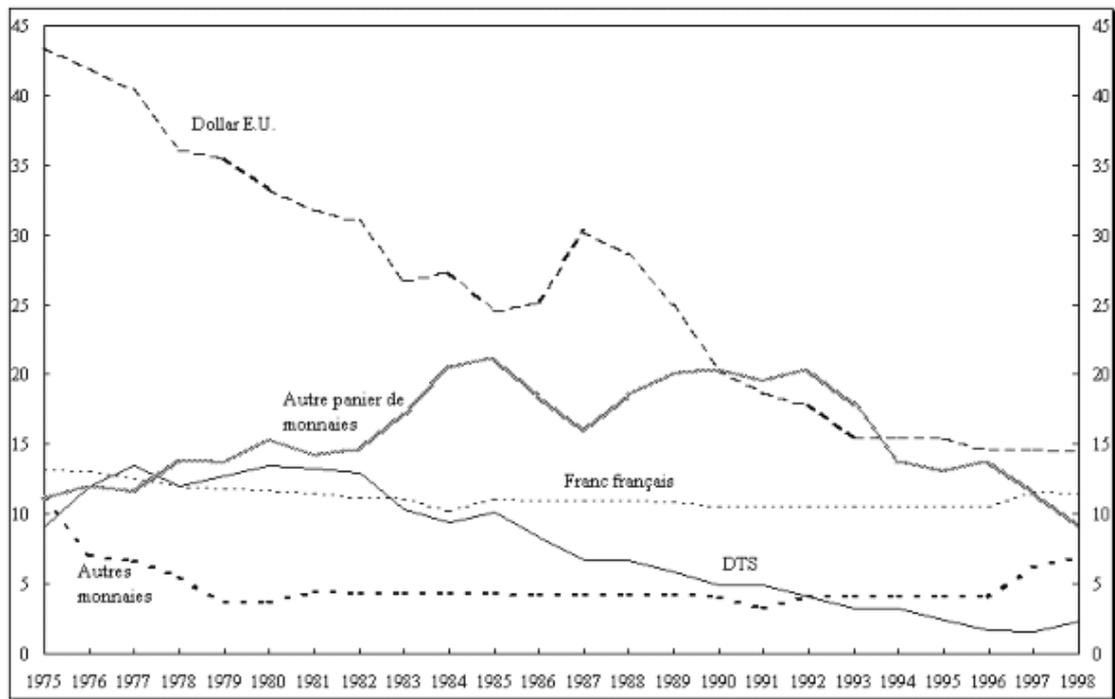
La caisse d'émission se différencie principalement de la dollarisation pure et simple par le fait que, en régime de caisse d'émission, le pays conserve sa monnaie nationale et donc, le seigneurage, tandis que sous le régime de la dollarisation, le seigneurage est transféré au pays émetteur de la monnaie d'ancrage à moins d'une entente spéciale, ce qui donne lieu à une plus grande perte de souveraineté.

Graphique 1. Taux de change effectifs et bilatéraux de certains pays industrialisés, 1979/1 - 1998/4  
(Indices, moyenne de 1990 = 100)



Sources : Fonds monétaire international, Statistiques financières internationales, mécanisme de calcul de taux de change effectifs, The WEFA Group.  
<sup>1</sup> Tous les taux de change bilatéraux ont exprimés en dollar EU par unité monétaire nationale.

Graphique 2. Pays en développement : évolution des régimes de parités fixes, 1975-1998  
(En pourcentage du nombre total de pays en développement)



[Droit d'auteur et utilisation](#)   
 [Politique de confidentialit](#)   
 [Pour contacter le FMI](#)  
[عربي](#)   
 [中文](#)   
 [English](#)   
 [日本語](#)   
 [русский](#)   
 [Español](#)