

# **Le passage du régime de change fixe au régime de change flottant : Une analyse rétrospective des expériences étrangères**

## **From a fixed to a floating exchange rate regime: a retrospective assessment of foreign experiences**

**Kenza CHERKAOUI**

Enseignante chercheure FSJES - Salé – UMV Rabat

Laboratoire : Finance, Entrepreneuriat et Développement [kencherkaoui@yahoo.fr](mailto:kencherkaoui@yahoo.fr)

**Fatima Ezzahra TAMOURO**

Doctorante en Economie appliquée - FSJES - Salé – UMV Rabat

Laboratoire : Finance, Entrepreneuriat et Développement

[fz.tamouro@gmail.com](mailto:fz.tamouro@gmail.com)

**Date de soumission** : 16/05/2019

**Date d'acceptation** : 25/07/2019

**Pour citer cet article** :

CHERKAOUI K. & TAMOURO F.Z. (2019) « Le passage du régime de change fixe au régime de change flottant : Une analyse rétrospective des expériences étrangères » Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 2 : numéro 3 » pp : 776 - 796

## Résumé :

Initié par les organismes internationaux ou résultat d'un ensemble de pressions internes, le régime de change flottant a été mis en œuvre par la majorité des pays émergents. Qu'il soit graduel ou encore radical, le passage au régime de change flexible, est surtout motivé par la recherche d'une autonomie de la politique monétaire et par sa capacité à absorber des chocs externes. Au Maroc, la transition vers la flexibilité de façon graduelle devrait donner aux autorités monétaires le temps de préparer le passage à une libéralisation totale de la monnaie. Disposant des ingrédients nécessaires à sa réalisation, la flexibilité devrait assurer une amélioration des performances économiques et une meilleure intégration du pays dans la sphère économique et financière mondiale. Cet article a pour but de relater les expériences de six pays qui ont adopté des régimes de change flexibles de manière graduelle ou suite à des pressions internes ou externes. C'est une lecture rétrospective qui met en relief, les préalables à la réussite d'un flottement généralisé et qui soulève les signes avant-coureurs qui risquent de contrebalancer une telle transition. Les conclusions suggèrent que même si les ingrédients préalables au flottement généralisé ne sont pas réunies, une transition fluide et graduelle est à même en mesure de réduire les risques liés au flottement.

## Mots-clés :

« Régime de change fixe ; Régime de change flexible ; Risque de change ; Marché des changes ; Politique monétaire ».

## Abstract :

Whether initiated by international organizations or as a result of internal constraints, the floating exchange rate regime has been implemented by a majority of emerging countries. Be it gradually or all at once, the transition to a flexible exchange rate system is primarily motivated by the search for monetary policy autonomy and by its ability to absorb external shocks. In Morocco, the progressive transition towards flexibility should give monetary authorities the time to prepare for the shift to a full currency liberalization. Equipped with the right conditions for its fulfillment, this flexibility should ensure improved economic performance and a better integration of the country in the global economic and financial sphere. This paper will analyze the experience of six countries that have adopted flexible exchange rate systems either progressively or as a result of internal or external pressure. This retrospective assessment highlights the prerequisites for a successful generalized floating and points out the warning signs that may offset such a transition. Evidence suggests that even if the prerequisites for generalized floating are not met, a smooth and progressive transition can reduce the risks associated with it.

## Keywords :

« Fixed exchange rate regime; Flexible exchange rate system; Foreign exchange risk; Foreign exchange market; Monetary policy ».

## Introduction

La gestion du taux de change se base principalement sur des taux de change accommodants. L'adoption et la défense d'un régime de change fixe furent considérées pendant de longues années comme des moyens de lutte contre des inflations galopantes. Ce fut les cas de la majorité des pays en développement durant les années 80 et 90 (Michael Bruno, 1995 et Sachs, 1995).

Le régime de change fixe a assuré à la majorité de ces pays, une stabilité macroéconomique fondée sur des niveaux d'inflation bas. Cependant, ces régimes de change, même en assurant une maîtrise inflationniste n'ont pas pu épargner une surévaluation du taux de change réel qui a eu des conséquences néfastes sur les performances économiques (Vègh et Carlos, 1992). C'est cet argument qui a été à la base de l'adoption graduelle du change flexible par quelques pays émergents une fois les inflations maîtrisées (Eichengreen, 1998 et Fischer, 2001).

En effet, des taux de change fixes, affectent la performance économique via divers canaux de transmission. Une surévaluation du taux de change réel, résultat d'un régime de change fixe réduit les exportations et peut être à la base d'une mauvaise affectation des ressources. C'est une situation qui risque d'augmenter l'incertitude, d'altérer la croissance économique et d'augmenter le risque d'effondrement macroéconomique et éventuellement de générer un risque pays. Cela peut altérer la confiance des investisseurs et générer une fuite des capitaux, qui sont à même en mesure de soutenir la fixité.

Ces scénarios plausibles ont concerné plusieurs pays de la région MENA<sup>1</sup>, dont la surévaluation des taux de change fixes a eu des répercussions macroéconomiques relativement désastreuses.

Cherchant à surpasser de tels retournements, le Maroc, sous l'égide du FMI<sup>2</sup> a opté pour une flexibilité progressive du dirham. En janvier 2018, le Maroc est passé d'un régime fixe, calculé sur la base d'un panier de devises, à un régime de change avec des bandes de fluctuation à la hausse et à la baisse. La mise en œuvre de cette mesure progressive a été saluée par le FMI, qui l'a considérée comme une manière incontournable d'adapter le marché de change à la nouvelle donne.

---

<sup>1</sup> MENA, « Middle East and North Africa », l'Afrique du Nord et le Moyen-Orient.

<sup>2</sup> Le Fonds Monétaire International.

Cette mesure s'intègre dans la poursuite des réformes de la libéralisation financière entamées par le pays depuis une vingtaine d'années. Pour le FMI, un dirham flottant devrait dynamiser l'économie. La concurrence sur le marché de change et la compétitivité des entreprises qui en résulteraient permettraient d'assurer une meilleure intégration du Maroc dans la sphère financière et économique mondiale. Sur le plan prudentiel et selon la thèse du FMI, le Maroc dispose des principaux ingrédients essentiels pour réussir une telle transition. La stabilité des fondamentaux macroéconomiques en termes de soutenabilité de la dette extérieure, de la solidité du secteur bancaire, de la stabilité des équilibres extérieurs, de la maîtrise de l'inflation et de la disponibilité des réserves de change devrait asseoir une telle transition (Kenza Cherkaoui; 2017).

La mise en œuvre de la flexibilité partielle est considérée donc comme un cas d'école. En effet, certaines régions du monde ont opté pour des régimes de change flexibles avec des dévaluations régulières de leurs monnaies ainsi que des réformes macroéconomiques conséquentes (Pierrer-Richard, A., 1991 et Kandil, 2004). Il est possible de citer à cet égard le cas de certains pays d'Amérique Latine et de quelques économies asiatiques (U P Alawattage), pour lesquels la flexibilité graduelle a assuré une amélioration des performances économiques. Le cas de la Pologne est également révélateur à cet égard. En effet, en adoptant le processus de la flexibilité graduelle et contrôlé, le pays est devenu l'exemple même de la réussite des régimes de change flexibles dans les pays émergents. Ces réformes introduites graduellement ont posé les prémisses à l'adoption du flottement généralisé en Pologne.

L'objectif de cette contribution est de répondre à la problématique suivante : A l'image de ces expériences réussies, une lecture rétrospective du passage d'un flottement fixe à un flottement flexible et contrôlé est-elle en mesure de cerner les conditions préalables à la réussite d'une telle transition ?

Pour y répondre, six exemples de pays seront analysés, il s'agit du cas du Brésil, de la République Tchèque, de l'Uruguay, du Chili, d'Israël et de Pologne (Karacadag, 2004). L'objectif de cette lecture étant de tirer des leçons pour le cas marocain, afin que la transition soit réussie.

Pour ce faire, l'hypothèse de recherche est la suivante : la maturité financière, la stabilité macroéconomique et l'attractivité des capitaux seraient des préalables à l'adoption d'un régime de change flottant et que le flottement généralisé devrait se faire de façon graduelle pour éviter tout choc macroéconomique, résultat de la fuite des capitaux.

Le travail serait scindé en trois axes. Un premier axe va chercher à relater la nature et les motivations relatives à la transition vers un régime de change flexible. Le deuxième axe, s'intéressera à exposer de façon succincte, les conditions préalables à la réussite d'une telle transition à l'image des expériences internationales. Le troisième axe quant à lui va s'intéresser aux principaux défis soulevés par ces pays pour lesquels, la transition vers le régime de change flexible a été couronnée de succès.

## **1- La transition vers un régime de change flexible : nature et motivations**

### **1-1 La nature de la transition**

Il importe de signaler que le passage du régime de change fixe au régime de change flexible n'a pas été adopté de façon identique. Il est possible à cet égard de départager les expériences internationales en deux modèles. Un premier modèle qui concerne des pays tels que le Brésil, la République Tchèque et l'Uruguay, pour lesquels la transition fut très rapide et un deuxième modèle dans lequel la transition a été progressive, graduelle et étalée sur la durée. On peut citer à ce niveau le cas du Chili, d'Israël et de la Pologne.

Les transitions rapides ont été généralement le résultat de la pression exercée par le marché et ont abouti automatiquement à un effondrement du régime de change fixe en moins de six mois. En 1997, la République Tchèque a abandonné le régime de change fondé sur la bande horizontale (horizontal band) (Sachs, Jeffrey D., 1996). En 1999, le Brésil a abandonné la parité à la crémaillère (Crawling Peg) et l'Uruguay est passé de la bande de fluctuation mobile (Crawling band) au flottement généralisé en 2002.

Les transitions progressives, quant à elles, ont impliqué un mouvement étape par étape en vue d'arriver à un flottement généralisé. Les transitions progressives ont été étalées sur le temps même si les avantages de la flexibilité totale pouvaient se faire sentir à un stade précoce. La transition a duré 15 ans au Chili, 20 ans en Israël et 10 ans en Pologne. Des ajustements aux paramètres du régime ont eu lieu. L'objectif étant de contribuer à éviter des passages désordonnés tout en donnant aux autorités monétaires, le temps de se préparer à un passage harmonieux, une fois tous les ingrédients réunis. Le délai accordé au processus de transition a reflété le temps qu'il a fallu pour

atténuer les inquiétudes concernant le flottement. De même, la transition progressive a fortement impacté l'approfondissement et la dynamique des marchés de changes.

Dans le cas comme dans l'autre, les pays concernés ont adopté le régime flexible soit avec des objectifs d'inflation explicites, ce fut le cas du Brésil, du Chili, de la République Tchèque, d'Israël et de la Pologne ou encore de cibles monétaires comme l'Uruguay, avec un programme de ciblage de l'inflation. On a assisté dans ce cadre à la poursuite simultanée des objectifs de taux de change et d'inflation.

Telle qu'elle soit la nature de la transition, le passage au régime flexible a été durable. Des arrangements accommodants ont vu le jour, sans que le retour vers le change fixe ne soit adopté. Des retournements ont été observés certes, sauf que des arrangements rapides ont réduit les inquiétudes et ont évité des attaques spéculatives sur les monnaies. Il est possible de citer à cet égard, le Chili qui a provisoirement réduit la largeur de sa bande de fluctuation mobile contre la pression à la baisse du Peso en 1998 (Schmidt-Hebbel and Werner, 2002), la banque d'Israël qui a commencé à intervenir sur le marché en 1996 en réponse à un important afflux des capitaux et la banque centrale du Brésil qui a corrigé les conditions désordonnées du marché sur la période allant de 2001 à 2006.

Cependant, certains pays contraints au flottement ont vu l'émergence de quelques complications. Il s'agit du retour de l'inflation lié à la perte d'un ancrage nominal crédible en République tchèque et d'un déséquilibre de la monnaie dans un système bancaire largement dollarisé, en Uruguay.

### **1-2 Les Motivations pour la transition**

La principale motivation du passage au régime de change flexible concerne la lutte contre l'incompatibilité des objectifs de la politique monétaire (Bruno, Michael., 1995). Les préoccupations des autorités monétaires sont relatives à la réduction et la maîtrise de l'inflation grâce à une transition graduelle. La maîtrise de l'inflation a pris de l'avant sur la recherche de la compétitivité, notamment en ce qui concerne la transition graduelle. La libéralisation des comptes financiers dans certains pays, en permettant des afflux massifs de capitaux, a également joué à la faveur de la transition vers le régime de change flexible (Sachs, Jeffrey D., 1996).

La transition est également la conséquence de certaines crises financières internationales. On peut citer à cet égard les crises russe, asiatique et argentine (Frenkel, R., 2004) qui ont révélé bon nombre de fragilités macroéconomiques et/ou financières et qui ont posé les jalons aux incohérences des politiques monétaires. Il en résulté un effondrement des régimes fixes et une adoption de régime flexibles. En effet, des politiques monétaires contraignantes ont été à la base de mouvements de capitaux à court-terme. Ces mouvements de capitaux, combinés avec des politiques de stabilisation du taux de change ont aggravé les déficits extérieurs. De telles situations ont rendu difficile la défense des ancrages de la monnaie dans des pays comme le Brésil et la République Tchèque. En Uruguay, les vulnérabilités financières dans les secteurs public et privé hautement, conjuguées à des chocs externes ont amplifié les déséquilibres extérieurs en altérant la confiance du marché, ce qui s'est traduit par l'effondrement de la bande de fluctuation mobile et le passage au régime flottant.

La volonté d'instaurer une gestion des risques a également constitué une motivation de passage au régime de change flexible (Barkoulas, J. T., Baum, c., & caglayan, M., 2002). En Israël, le passage à un arrangement plus souple, au milieu de l'année 1997, visait à accroître la perception du risque bilatéral dans le taux de change en permettant un élargissement asymétrique de la bande de fluctuation mobile à la limite plus faible de la bande. Les autorités ont relevé le potentiel de dépréciation, alors qu'en fait, la limite plus forte (plus appréciée) de la bande était sous pression. Ce changement de régime, combiné à la politique de non-intervention de la BoI<sup>3</sup>, a aidé le secteur privé à se rendre compte de l'incertitude du marché des changes, ce qui a encouragé le développement d'outils de couverture de change.

Se pose alors la question des conditions préalables à la réussite d'un régime de change flottant.

## **2- Les conditions inhérentes à la réussite d'un régime de change flottant**

Les expériences étrangères soulèvent l'importance que représentent les conditions préalables à la réussite de l'opération de transition. Ces éléments qui conditionnent ce passage permettent d'assurer une cohérence entre les politiques économiques et offrent par-là les bases propices pour passer d'un système d'ancrage, à un flottement généralisé en passant par une flexibilité maîtrisée.

---

<sup>3</sup> Bank of Israël

Seront cités à ce niveau les principaux prérequis nécessaires à la réussite de la transition. cinq préalables ont favorisé le passage du régime de change fixe au régime de change flottant, à savoir, un marché des changes développé et liquide, une capacité à gérer le risque de change, une politique monétaire appropriée (Bruno, Michael, 1995), une capacité institutionnelle et technique à adopter un ancrage nominal alternatif crédible et enfin une coordination avec la libéralisation du compte financier

### **2-1 La nécessité d'un marché des changes liquide et profond**

Les transitions progressives sont intervenues au sein des économies caractérisées par un marché des changes illiquide, peu développé et très peu profond au moment de l'initiation de la transition (Sachs, Jeffrey D., 1996). Ces marchés ont été souvent dominés par la banque centrale en tant que seul teneur de marché. Le poids de celle-ci a été progressivement réduit à mesure que les marchés se développaient, c'est le cas d'Israël en 1990 et de la Pologne en 1999. Dans la plupart des cas, le dynamisme du marché était fortement corrélé à la mise en place de régime flexible (Pentti, J. K. K. 1976). Ce dynamisme est intervenu en Israël lorsque les autorités monétaires ont autorisé la fluctuation de la monnaie dans une bande de  $\pm 5\%$ , au Chili après l'élargissement de la bande à  $\pm 5\%$  (Morandé, 2001 et Werner, 2002), en Pologne suite à l'adoption d'une bande de fluctuation mobile d'une largeur de  $\pm 7\%$  et en République tchèque lorsqu'une légère flexibilité fut introduite en 1996 peu de temps avant la transition désordonnée. Le marché est devenu tchèque plus dynamique suite à l'élargissement de la bande de  $\pm 0,5\%$  à  $\pm 7,5\%$ .

Dans la majorité des pays, le dynamisme a concerné d'abord le marché des changes au comptant ou spot. Le développement des marchés à terme par contre a pris du retard au sein de certaines économies. Il a fallu que la flexibilité totale soit adoptée pour des produits financiers tels que les forwards, les swaps, les options ou encore les futures voient le jour.

C'est le cas de l'Uruguay par exemple. Seul le marché spot était relativement dynamique avant le flottement, les marchés des dérivés de change étaient pratiquement inexistantes. D'ailleurs les efforts visant à promouvoir leur développement ont commencé après le flottement en 2002.

Au Brésil par contre, les marchés des changes et les marchés des dérivés de change ont amplement progressé depuis le milieu des années 1990 jusqu'au flottement en 1999. Dans de nombreux pays,

notamment au Chili, en République Tchèque, en Israël et en Pologne, le marché des dérivés de change s'est développé en parallèle avec l'adoption de la flexibilité de change.

La nécessité de développer, de dynamiser et d'introduire de nouveaux instruments financiers se sont conjugués avec l'augmentation du risque de change, résultat du régime de change flexible. La plupart des banques centrales ont défendu la nécessité de développer des marchés des dérivés de change, capables d'offrir aux investisseurs des instruments de couverture contre les variations de devises. En effet, la flexibilité du taux de change a contribué à émerger des risques de change dans la couverture et la gestion ont nécessité l'introduction d'instruments appropriés. C'est le cas du Chili, de la République tchèque, d'Israël et de la Pologne. Ce besoin s'est fait sentir suite à l'élargissement des bandes de fluctuations. Les banques centrales de certains pays ont même stimulé l'activité du marché en participant activement aux opérations sur les dérivés. C'est le cas de la Bank of Israël qui a émis des instruments en vue de dynamiser le marché des changes et de la Banque centrale de l'Uruguay, qui a instauré une nouvelle réglementation des compartiments des dérivés de change. L'instauration, la dynamisation, la réglementation et la diversification des compartiments de couverture contre le risque de change ont joué à la faveur de l'approfondissement du marché. Ce furent les cas des instruments spot, forwards et swaps en Israël et en Pologne.

Cependant, même si l'on reconnaît le rôle que pourraient jouer les dérivés de change dans la lutte contre la volatilité du taux, il n'en demeure pas moins que leur caractère spéculateur, combiné avec la libéralisation des comptes financiers risquent d'induire des fuites des capitaux déstabilisatrices. Cette situation a poussé les autorités de certains pays à maintenir des restrictions sur les transactions des dérivées de change. Au Chili par exemple, les opérations de change et les opérations sur instruments dérivés ont initialement été autorisées à soutenir uniquement les activités commerciales ou les investissements à l'étranger.

## **2-2 Systèmes d'évaluation et de gestion des risques de change**

Les secteurs privés des pays étudiés avaient une capacité raisonnable à gérer l'exposition aux risques au moment du flottement. Cette capacité a été développée avec le renforcement du cadre prudentiel et de surveillance en République tchèque et en Pologne. Le renforcement du contrôle de ces risques s'est fait sentir après le passage au flottement, dans le cadre des directives de l'Union

Européenne. Au Chili et en Israël, la nécessité d'accroître la capacité de gestion des risques de change a contraint les banques à faire des déclarations explicites de leur degré d'exposition.

Ces renforcements de contrôle ont concerné également le Brésil et l'Uruguay. En Uruguay, par exemple, l'environnement de surveillance et de réglementation, bien que renforcé pour accroître la résilience des banques, n'a pas spécifiquement abordé la hausse du risque de change dans une économie fortement dollarisée. Les règles prudentielles liées au change ont été renforcées après une importante restructuration bancaire suite au flottement. Au Brésil, il n'y avait pas de limites liées aux risques de change des institutions financières en termes de capital, mais il y avait des restrictions directes qui affectaient l'activité de change. De même, pour limiter le risque de change du secteur privé, l'émission de dettes fut indexée sur le dollar.

Des règlements spécifiques ont également été mis en place après le flottement, et les banques ont été invitées à pratiquer des tests de stress pour de tels risques. Les efforts déployés dans cette direction ont contribué à accroître la confiance du marché.

Les expériences suggèrent qu'un système financier relativement stable avec peu d'exposition aux échanges de devises était important pour obtenir une transition en douceur et indolore. Au Brésil et en République tchèque, les banques n'étaient pas fortement exposées aux risques de change, ce qui a probablement permis de limiter la contagion des crises monétaires aux banques. Au Chili, les banques ont été bien capitalisées, avec un solide cadre de réglementation et de supervision construit après la crise bancaire des années 80 (Chan-Lau, J.A., 2005). L'exposition indirecte aux devises était faible et bien couverte. Le système prudentiel et de surveillance a également été renforcé en Israël après la crise bancaire de 1983, et les banques ont eu des outils pour les risques de change direct et indirect. En Pologne, des réglementations prudentielles rigoureuses avec des techniques de gestion du risque de marché, une supervision prudentielle ont conduit à l'instauration d'un système résilient vis-à-vis des fluctuations des taux de change.

### **2-3 Politiques d'intervention sur le marché des changes**

La transition vers un régime de change flexible a créé la nécessité d'élaborer une stratégie d'intervention cohérente (Sachs, Jeffrey D., 1996). Une telle stratégie était nécessaire pour signaler

de manière crédible l'engagement à un taux déterminé par le marché et renforcer la confiance vis-à-vis du nouveau régime tout en évitant un lissage excessif des fluctuations à court terme.

La plupart des pays ont progressivement adapté leurs mécanismes d'intervention en adoptant la flexibilité. Dans le cas de transitions ordonnées, ces interventions ont été progressivement abandonnées en vue de renforcer la crédibilité. Les interventions ont été peu fréquentes et transparentes.

Les stratégies d'intervention dans le contexte d'un régime flexible ne nécessitaient pas beaucoup de préparation préalable et étaient généralement adoptées au moment de la transition. Dans certains cas, la nouvelle stratégie a été annoncée explicitement, en suspendant l'engagement à l'égard d'un objectif de taux de change et en établissant les conditions générales dans lesquelles les interventions se dérouleraient. En Uruguay, par exemple, les opérations de change depuis le flottement visaient à atteindre les objectifs monétaires et inflationnistes.

La transparence des politiques d'intervention fut importante à établir la crédibilité des nouveaux régimes, en particulier à la suite des transitions forcées. Il y avait, en général, une plus grande transparence sur la stratégie que sur la modalité. La banque centrale du Brésil a utilisé une stratégie similaire qui avait été développée après l'élargissement de la bande pour préserver l'objectif d'inflation pendant la période du flottement. Les volumes d'intervention ont été publiés a posteriori. Au Brésil, les principes généraux d'intervention ont été annoncés publiquement après le flottement et réitérés à plusieurs reprises, sans qu'il y ait l'annonce d'une règle précise quant aux montants et au moment de l'intervention. En Uruguay, la stratégie et la modalité ont été annoncées au moment de la transition pour rétablir la crédibilité. Les interventions n'ont plus été annoncées mais ont continué à être utilisées de manière plus souple et moins transparente. Au Chili, aucune règle d'intervention prédéterminée n'a été déclarée, mais les objectifs et l'intensité des interventions ont été expressément communiqués à des fins de crédibilité. En Israël et en Pologne, la transparence et la crédibilité se sont améliorées au fil du temps, avec un engagement à ne pas intervenir même en cas de tensions sur le marché.

## **2-4 Disponibilité d'un cadre alternatif d'ancrage nominal et de politique monétaire**

L'adoption d'un ancrage nominal alternatif ainsi que la refonte du cadre de politique monétaire ont nécessité un renforcement conséquent des capacités et une édification de la crédibilité. En optant pour un régime de politique monétaire alternatif, les pays ont élu le ciblage d'inflation (Tokman, 2004 et Pierrer-Richard, A. 1991). Toutefois, une préparation conséquente a été essentielle pour que la transition soit fluide.

Dans les pays avec des transitions progressives, l'adoption d'un cadre de ciblage de l'inflation a suivi la transition : 10 ans au Chili et 8 ans en Israël depuis le début des premières cibles d'inflation. En Pologne, il a fallu près de deux ans pour que le ciblage d'inflation soit introduit avec le flottement (Sachs, Jeffrey D., 1996). La longueur des transitions reflète en partie la difficulté de mettre en place des exigences institutionnelles étendues. La durabilité des périodes de transition vers le régime flexible ont permis à ces pays, de satisfaire les conditions préalables au ciblage de l'inflation au moment de la transition.

A cet égard, les cas du Brésil et de la République tchèque sont révélateurs. En effet, ces pays ont introduit le processus de ciblage d'inflation après une période de préparation intensive soient trois et six mois, respectivement. Au Brésil, il était nécessaire d'améliorer davantage le cadre institutionnel et la politique budgétaire. La République tchèque n'avait pas un mandat clair pour poursuivre la stabilité des prix au moment de la transition. Il lui a fallu plusieurs années pour instaurer le mécanisme de transmission monétaire.

Force est de constater que l'adoption du ciblage d'inflation favorise la crédibilité. Le Brésil et la République tchèque ont adopté un ciblage d'inflation pour récupérer rapidement. Le ciblage de l'inflation dans une période d'incertitude, de monnaie faible et sans capacité de prévision adéquate au Brésil ont nécessité la mise en œuvre des politiques financières très strictes. En République tchèque, la connaissance limitée du mécanisme de transmission des politiques a rendu difficile l'adoption des politiques nécessaires à cibler l'inflation, ce qui a contribué à une récession prolongée. Ceci étant, l'introduction et la mise en œuvre d'une politique de ciblage de l'inflation ont aidé ces pays à surmonter rapidement la crise.

## **2-5 La coordination de la transition avec la libéralisation du compte financier**

Dans les pays qui ont adopté le régime flexible sous la pression du marché, les transactions sur les comptes de capitaux ont été principalement libéralisées avant la transition (Sachs, Jeffrey D., 1996). En Uruguay, le compte financier avait été ouvert presque 30 ans avant la transition. Au Brésil, la transition vers le flottement a eu lieu dans le cadre d'un compte financier relativement ouvert, bien que certains contrôles directs sur les entrées à court-terme soient maintenus, pendant la période allant de 1993-1996. En Pologne comme en République tchèque, la libéralisation du compte financier au début des années 1990 faisait partie du processus global de la transition économique et des préparatifs de l'adhésion à l'OCDE.

Dans le cas des transitions progressives, la libéralisation du compte financier a été mieux coordonnée avec une plus grande flexibilité du taux de change. Les mouvements de capitaux à long terme ont été libéralisés avant les mouvements à court terme. Cette libéralisation progressive a permis d'absorber l'impact des afflux (Sachs, Jeffrey D., 1996) et a été à la base de la mise en place de la politique monétaire fondée sur le ciblage de l'inflation. En Pologne, par exemple, la plupart des contrôles d'afflux ont été libéralisés avant la bande de fluctuation mobile. Cette bande a été élargie par étapes en réponse à des entrées persistantes. En Israël, les entrées de capitaux ont été libéralisées avant les sorties, et les entrées à long terme ont précédé les entrées à court terme, caractérisées par leur caractère volatile et éphémère.

Certains pays se sont efforcés d'éliminer ou de réduire les asymétries dans l'ouverture du compte financier. Par exemple, au Chili, en Israël et en Pologne, les autorités ont commencé à libéraliser certaines opérations de sortie qui pourraient contribuer à réduire la pression d'appréciation générée par les entrées importantes. La libéralisation totale du compte financier a suivi le flottement dans les trois pays. La gestion du risque de change et l'approfondissement du marché des changes ont été possibles grâce aux contrôles instaurés en ce qui concerne les transactions des dérivés de change.

### **3- Défis rencontrés dans la transition vers une plus grande souplesse**

#### **3-1 Évaluation de la préparation et de la rapidité du processus de flexibilisation**

Le passage au régime de change flexible, amorcé sous pression, en l'absence de certains prérequis a rendu la gestion relativement délicate (Sachs, Jeffrey D., 1996). L'absence des marchés des dérivés de change et le manque d'instruments financiers adéquats ont provoqué des soucis de volatilité et ont poussé à l'adoption d'un ciblage d'inflation comme alternative d'ancrage. Au Brésil et en République tchèque, le cadre institutionnel de ciblage de l'inflation a été adopté sans que les éléments de soutien ne soient mis en place.

Pour les pays qui ont opté pour des transitions progressives, les défis à soulever ont concerné plutôt la détermination d'une évaluation adéquate des prérequis et la définition du moment propice pour la transition. Le catalyseur pour la transition vers un régime de change flottant fût l'incompatibilité des objectifs monétaires. De même, le rythme de la transition a été affecté par le désir d'éviter les changements de politique une fois la flexibilité adoptée. L'approche d'Israël a dû beaucoup à l'expérience de libéralisation hâtive défavorable des années 1970 (Allen, 2002).

#### **3-2 La nécessité de restaurer la crédibilité et de trouver une nouvelle ancre nominale**

Rétablir la crédibilité de la politique monétaire pour empêcher le retour d'une inflation élevée s'est avéré être un défi majeur pour toutes les sorties de crise. La forte baisse du taux de change, l'absence d'un ancrage d'inflation et les souvenirs des périodes d'inflation élevée ont alimenté les craintes d'un retour à des situations d'hyperinflation, en particulier au Brésil et en Uruguay. L'adoption de solutions transitoires, non optimales fut envisagée.

Chaque pays a adopté une approche différente pour faire face à ce défi en fonction des différents niveaux de préparation. Au Brésil et en République tchèque, les autorités ont estimé la rapidité de trouver un cadre alternatif crucial pour rétablir la crédibilité et ont, donc, adopté un ciblage d'inflation peu de temps après la transition. L'Uruguay a choisi de rétablir la crédibilité initialement grâce à des taux d'intérêt plus élevés au départ et par le ciblage monétaire par la suite, avec un engagement de stabilisation des prix. Ce processus progressif a permis à l'Uruguay d'établir les préconditions du ciblage d'inflation avant de passer à ce régime. Les autorités ont mis également

l'accent sur une plus grande transparence et une communication après le flottement pour renforcer la crédibilité.

Un autre défi concerne l'absence des conditions préalables au ciblage de l'inflation (Sachs, Jeffrey D., 1996). L'absence d'une bonne compréhension du mécanisme de transmission monétaire et des capacités prévisionnelles ont compliqué la gestion de la politique monétaire en Pologne durant les premières années de la mise en œuvre du ciblage de l'inflation. En République tchèque, la crédibilité initiale du nouveau régime a été affectée par l'absence d'autres éléments de soutien, notamment un mandat clair autour de la stabilité des prix.

### **3-3 Participation de la Banque centrale dans le marché des changes**

Un défi commun dans la transition vers une plus grande souplesse était de déterminer les prérogatives et l'étendue de la participation de la banque centrale sur le marché des changes pendant et après les transitions (Sachs, Jeffrey D., 1996).

Dans le cas des transitions désordonnées, la difficulté était de déterminer dans quelle mesure la banque centrale devait limiter la volatilité du taux de change et par-là le niveau d'inflation tout en maintenant sa crédibilité. Pour les pays qui ont poursuivi des transitions progressives, le défi était de déterminer comment réduire le niveau d'intervention de la banque centrale sur le marché sans compromettre l'objectif du taux de change en vigueur.

Pour les transitions sous pression, l'intervention des autorités monétaires sur le marché de changes a persisté tant que les pressions du marché n'ont pas disparues. Les autorités tchèques ont déclaré un flottement géré. Au Brésil, les marchés se sont stabilisés après l'annonce, bien que la banque centrale ait continué à intervenir fréquemment des deux côtés. En Uruguay, le changement du régime s'est déroulé sous des pressions plus sévères du marché. Les interventions se limitaient à apaiser les marchés désordonnés dans les limites fixées pour les actifs nationaux et les réserves internationales. Les marchés se sont rétablis à la suite de l'intensification des politiques monétaires et fiscales et les mesures approfondies pour la restructuration bancaire. Au Brésil, la fréquence et la taille des interventions ont diminué après le passage au flottement, mais la participation de la banque centrale s'est poursuivie grâce à des interventions indirectes pour atténuer les pressions sur le marché.

Les interventions dans le cadre des transitions graduelles visaient soit à amollir la volatilité des taux de change, soit à atteindre d'autres objectifs en terme de désinflation (Israël) ou encore la recherche de compétitivité (Pologne) (Sachs, Jeffrey D., 1996).

Ces pratiques ont été progressivement abandonnées, vu leur manque de transparence et leurs incompatibilités avec l'objectif principal de la flexibilité des taux de change.

### **3-4 Niveau de transparence et de communication approprié**

La détermination du niveau approprié de transparence dans la communication de la stratégie du taux de change a été un défi important au cours du processus de transition. L'expérience de cette approche a été généralement favorable. En Pologne, la communication anticipée de l'augmentation progressive de la flexibilité du taux de change a soutenu la transition. En annonçant l'intention de changer le système, les autorités ont fourni aux participants du marché le temps de se préparer au nouveau régime.

Des considérations similaires s'appliquent à la communication des décisions opérationnelles et aux stratégies de taux de change. En Israël et en Pologne, les autorités se sont abstenues de divulguer les modalités d'intervention ou le calendrier précis des changements dans les arrangements de taux de change, en vue de limiter la possibilité de spéculation contre la monnaie nationale.

Dans d'autres pays, une approche transparente a également été utilisée avec des détails opérationnels. En Uruguay par exemple, la divulgation des stratégies et des objectifs d'intervention ont joué un rôle important dans le rétablissement de la crédibilité au lendemain de la crise monétaire. L'intervention est devenue plus discrétionnaire une fois que la crédibilité dans la conduite de la politique monétaire restaurée et la pratique des interventions quotidiennes pré-annoncées abandonnées.

## Conclusion

Les expériences des six pays soutiennent largement le contexte du passage du régime fixe au régime flottant. Elles fournissent également des leçons supplémentaires sur les éléments opérationnels qui peuvent contribuer à des transitions réussies et durables. Ces leçons soulignent l'importance d'une organisation efficace de la stratégie de transition, la nécessité de mener des opérations monétaires efficaces à un stade précoce.

Les transitions progressives vers la flexibilité à travers des régimes intermédiaires offrent l'occasion pour le passage à une transition ordonnée, réduisant ainsi les possibilités de retournement des économies. Par contre, une introduction prématurée de la flexibilité du taux de change peut être dommageable. La préparation préalable est essentielle pour assurer un changement harmonieux et efficace du régime. La mobilité des capitaux expose les incohérences dans le mix de politique macroéconomique, ce qui risque d'augmenter la vulnérabilité du secteur financier, rendant le processus de transition plus difficile à mener. À cet égard, les expériences soulignent également que la coordination de la stratégie de transition avec la libéralisation du compte financier peuvent réduire la pression sur les politiques macroéconomiques et aider à éviter les passages désordonnés. Dans de nombreux cas, l'établissement d'une certaine souplesse avant la libéralisation du compte capital ou financier était bénéfique et les transitions vers la flexibilité pouvaient être soutenues en supprimant les asymétries y afférentes.

Les expériences relatent également que la transition serait sereine si les prérequis sont appropriés. La préparation amont, et à un stade précoce facilite la transition vers un régime flottant et contribue à remédier aux craintes de flottement tout en renforçant les chances de réussite.

En outre, une stratégie de communication concise reste le fondement même d'une transition réussie. Une transparence des politiques monétaires et du taux de change sont indispensables à assurer la crédibilité envers les régimes flottants.

De plus, l'approfondissement et le dynamisme des marchés de change, la diversification des instruments de couverture de risque et le développement des marchés supports tels que l'interbancaire et celui des valeurs mobilières facilitent une telle transition.

Force est de constater que malgré la difficulté à cerner un modèle unique, capable de dicter les normes préalables à la réussite d'une transition vers le régime de change flexible, il est possible d'évoquer certains éléments de base, telle une préparation précoce, une flexibilisation progressive, la définition d'un cadre monétaire alternatif, la dynamisation des marchés de change et la mise en place des systèmes de gestion des risques de change. A ce niveau, les autorités monétaires ont joué un rôle crucial dans ce processus. À l'étape initiale, les banques centrales ont joué un rôle de « Market Maker » pour dynamiser le marché, en introduisant de nouveaux instruments de couverture et en participant sur les marchés des dérivés de change en tant que teneurs de marché. Ces interventions ont été estompées au fur et à mesure que le marché gagnait en dynamisme et en maturité. L'élargissement progressif des bandes de fluctuations, la réglementation et le suivi ont favorisé une gestion de risque adéquate. Une libéralisation prudente des opérations des dérivés de change a joué un rôle important dans la facilitation de la gestion des risques.

Des rapprochements avec le cas marocain sont révélateurs à cet égard. Il est important de rappeler que le Maroc a opté pour la transition progressive. A ce niveau, la réussite de la transition vers le change flexible est assujettie à des efforts considérables de la part des autorités monétaires, d'un côté pour mettre en place les conditions préalables de ciblage de l'inflation et d'un autre côté pour renforcer le dynamisme du marché de change au même titre que la mise en œuvre d'un système de gestion des risques de change.

Il est important de rappeler qu'au Maroc, les instruments de couverture ont été institués en 2017, à travers la circulaire sur les produits à terme. Cependant, le dynamisme laisse à désirer, ce qui rappelle à plus de prudence de la part des autorités monétaires. Dans ce cadre, le rôle de la banque centrale dans la réussite de cette transition reste indéniable. Les instruments d'intervention de la politique monétaire s'intègrent à la fois dans le maintien et la stabilité des équilibres fondamentaux, mais également dans la défense de la valeur de la monnaie au cas où le niveau des devises disponible s'amenuiserait (Kenza Cherkaoui; 2017).

La stabilité de change serait, dans ce cadre, parfaitement tributaire de la psychologie des investisseurs et du mimétisme du marché. Toute anticipation à la baisse des devises risquerait de pousser les investisseurs à se porter demandeurs de devises contre le dirham, dégradant ainsi sa valeur. La défense de la stabilité du dirham devient elle-même dépendante du niveau de devises

disponibles, lui-même tributaire de la stabilité internationale, de la capacité du Maroc à attirer des capitaux et à cibler l'inflation. Le cas échéant, la pénurie des devises pourrait pousser la banque centrale à laisser flotter la monnaie, abandonnant ainsi les marges de fluctuation. (Kenza Cherkaoui; 2017).

A l'image des expériences étrangères, la réussite de la flexibilité du dirham est corrélée à un ensemble de préalables qu'il est possible de résumer en trois principales conditions. D'abord, le renforcement de la souveraineté de la banque centrale en tant que superviseur, que régulateur et que prêteur en dernier ressort. Ensuite la nécessité de disposer d'un marché financier dynamique et d'un marché support profond et diversifié. Enfin, seule une transparence informationnelle sur les mesures à engager et une libéralisation progressive du compte financier sont à même en mesure de limiter les comportements spéculatifs des investisseurs sur le marché.

Le cas échéant, la période de transition pourrait être relativement longue. Le passage au flottement généralisé risque d'être forcé par le marché à un moment inadéquat. Une telle situation pourrait réduire à néant l'ensemble des efforts jusque-là engagées en matière de stabilité macro financière.

### Références bibliographique :

*Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R., & Rogoff, K. (2006, March). Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. NBER Working Paper No. 12117. <http://dx.doi.org/10.3386/w12117>*

*Alawattage, u. P. (2002). Exchange rate, competitiveness and balance of payments performance. Central Bank of Sri Lanka Staff Duties, 34, 63–91*

*Allen, Mark, C. Rosenberg, C. Keller, B. Setser, and N. Roubini, 2002, "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis," IMF Working Paper 02/210*

*Barkoulas, J. T., Baum, c., & caglayan, M. (2002). Exchange rate effects on the volume and variability of trade flows. Journal of International Money and Finance, 21, 481–496*

*Bruno, Michael (1995). "Inflation, Growth and Monetary Control: Non-Linear Lessons from Crisis and Recovery". Banca d'Italia: Paolo Baffi Lectures on Money and Finance. Rome*

*Chan-Lau, J.A., 2005, "Hedging Foreign Exchange Risk in Chile: Markets and Instruments," IMF Working Paper 05/37*

*Chang, I. L., & Tan, H. B. (2008). Exchange rate risk and macroeconomics fundamental, evidence from our neighbouring South East Asian economies. International Research Journal of Finance and Economics, 16, 88–99*

*Cherkaoui, K., La flexibilité du Dirham, une réforme controversée mais nécessaire, la tribune, 24 décembre 2017.*

*Crowe, C. F. (1999, June). Theoretical and empirical analysis of the Barbados balance of payments situation (pp. 29–47). Central Banks of Barbados Working Paper Annual Review Seminar*

*De Grauwe, P. (1988). Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade. IMF Staff Papers, 35, 63–84*

*Domac, I. (1977). Are devaluation contractionary: Evidence from Turkey. Journal of Economic Development, 22, 145–163*

*Duttagupta, R., G. Fernandez, and C. Karacadag, 2004, "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Greater Exchange Rate Flexibility," IMF Working Paper 04/126*

*Eichengreen, B., and others, 1998, Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility, IMF Occasional Paper No. 168*

*Eichengreen, B., & LeBlang, D. (2003). Exchange rates and cohesion: historical perspectives and political-economy considerations. JCMS: Journal of Common Market Studies, 41, 797–822*

*Fischer, S., 2001, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" Distinguished Lecture on Economics in Government, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15 (Spring), pp. 3–24*

*Frenkel, R. (2004). Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. Draft Paper Prepared for the G24 Mexico*

*Hochreiter, Eduard (1995). "Necessary Conditions for a Successful Pursuit of a Hard Currency Strategy in an Economy in Transition". Paper to the Annual Meeting of the Western Economic Association, San Diego, CA, July 5-9*

*Isard, P. (2007, December). Equilibrium exchange rates: Assessment methodologies. IMF Working Paper WP/07/296*

*Kandil, M. (2004). Exchange rate fluctuation and economic activities in developing countries: Theory and evidence. Journal of Economic Development, 29, 85–155*

*K. Schmidt-Hebbel, 2000, "Chile's Peso: Better Than (Just) Living with the Dollar?" Working Paper No. 68 (Santiago: Central Bank of Chile)*

*Morande, F., 2001, "Exchange Rate Policy in Chile: Recent Experience," paper presented at an IMF High-Level Seminar on "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?" Washington, March 19–20*

*Patricia, A. A., & Osi, c. I. (2010). Balance of payments adjustment in the West African monetary zone experience. Journal of Economic and Monetary integration, 10, 100–116*

*Pentti, J. K. K. (1976, June). The exchange rate and the balance of payments in the short run long run: A monetary approach. Scandinavian Journal of Economics, 78(2), Proceedings of a conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy (pp. 280–304).*

*Pierré-Richard, A. (1991). Output, devaluation and the real exchange in developing countries. Weltwirtschaftliches Archiv, 127, 18–41*

*Sachs, Jeffrey D. (1996). "Economic Transition and the Exchange Rate Regime". The American Economic Review: AEA Papers and Proceedings. Vol.86, No. 2, pp. 147-152*

*Vègh, Carlos (1992). "Stopping High Inflation: An Analytical Overview" The International Monetary Fund: Staff Papers. Vol. 39, No. 3*