



Munich Personal RePEc Archive

Régimes de change: Le chemin vers la flexibilité

Sfia, Mohamed Daly

FSEG tunis

July 2007

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/4085/>

MPRA Paper No. 4085, posted 17 Jul 2007 UTC

Régimes de change : Le chemin vers la flexibilité

Sfia Mohamed Daly

Régimes de change : Le chemin vers la flexibilité

Par Sfia Mohamed Daly

Juillet 2007

Résumé

Nous cherchons dans le sillage de travaux tels que Agénor (2004) ou Duttagupta et al (2004) à identifier les principales conditions que doit remplir au préalable une économie avant l'adoption d'un régime de flottement pur du taux de change. Ces dernières englobent le développement du marché des changes, la mise en place d'une nouvelle stratégie de politique monétaire et d'une ancre nominale crédible et le développement du système financier.

Mots clés : régimes de change, marché des changes, stratégie de politique monétaire, système financier

I- Introduction

Au cours des dernières années, bon nombre d'économies émergentes ont été forcées de passer à des régimes de change plus flexibles suite aux récentes crises de change du milieu des années 1990. Pour d'autres pays en développement, le chemin vers la flexibilité a été beaucoup plus serein et la transition vers des régimes de change plus flexibles a été en grande partie déterminée par le degré d'ouverture économique et financière du pays.

Cette tendance claire vers la flexibilité est appelée à se poursuivre pour plusieurs raisons. D'abord, l'éventail des régimes de change fixes a été prouvé comme étant plus vulnérable aux crises de change Bubula et Otker-Robe (2003) et aux crises jumelles Rogoff et al (2004) que les arrangements flexibles. Il est ensuite indispensable, pour certains pays de tolérer une plus grande flexibilité du taux de change en vue de minimiser les risques associés à l'intégration économique et financière Duttagupta et Otker-Robe (2003)¹, l'expérience ayant montré que les pays qui libéralisent leurs comptes financiers seront tôt ou tard obligés d'adopter un régime de change plus flexible. Les économies émergentes, dont les marchés sont relativement développées et ouverts aux flux de capitaux, bénéficieraient, enfin, plus de l'introduction de la flexibilité du taux de change en « apprenant à flotter » et en venant partiellement à bout de leur « peur du flottement » Rogoff et al (2004).

Les récentes expériences ont cependant montré que les pays qui choisissent d'abandonner un régime de change fixe pour un arrangement plus flexible ont typiquement fait face à un ensemble de difficultés majeures dont un mésalignement de grande ampleur du taux de change réel associé à des

¹ Duttagupta et Otker-Robe (2003) ont analysé les principaux déterminants de l'abandon de régimes fixes dans 34 pays au cours de la période 1985-2000. Ils montrent que l'intensification des échanges commerciaux augmentait la probabilité de l'abandon des régimes fixes pour des régimes plus flexibles.

déséquilibres externes et un épuisement des réserves officielles, une impossibilité à utiliser ou à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux suffisamment élevés pour pouvoir défendre la monnaie et une volatilité excessive des flux de capitaux qui tend à agir sur la liquidité nationale, à fragiliser le système financier et à exacerber l'instabilité macroéconomique dans le pays² Agénor (2004). La question du timing et de la manière dont doit s'effectuer la transition revêt de ce fait une importance primordiale pour la réussite de celle-ci. Un consensus largement admis est alors que la transition vers un régime plus flexible doit se faire lorsque « les conditions sont favorables »³.

Ce papier a pour objectif d'identifier les conditions institutionnelles, opérationnelles et techniques qui devraient être mises en œuvre par une économie en général et par les économies émergentes en particulier afin de garantir une transition « ordonnée » vers un régime de change flexible. Il est primordial de souligner que les conditions spécifiées sont aussi cruciales pour la survie du régime de change qui sera instauré et que leur établissement dépendra amplement des compétences mais surtout de la crédibilité des autorités monétaires et politiques dans le pays. Nous allons donc dans le sillage de travaux tels que Agénor (2004) ou Duttagupta et al (2004) en essayant de cerner les caractéristiques des marchés des changes, des stratégies de politique monétaires et des systèmes financiers qui doivent être remplies et en fournissant un guide pratique pour les autorités monétaires dans leurs quêtes des réformes institutionnelles, opérationnelles et techniques adéquates.

La transition vers un régime flexible nécessite en tout premier lieu la présence d'un marché des changes suffisamment développé puisqu'il sera le

² Les pays peuvent faire face à l'un ou l'autre de ces problèmes ou encore à une association de ces trois difficultés.

³ Eichengreen (2004) explique qu'en réalité il n'existe pas de moment opportun pour abandonner un régime de ciblage du taux de change mais qu'il serait plus facile et moins contraignant de le faire à partir d'une position forte c'est-à-dire lorsque le capital est en train d'affluer et que la monnaie est forte.

déterminant majeur de la valeur de la monnaie nationale. Nous portons de ce fait une attention particulière au fonctionnement et à la microstructure du marché des changes (spot et forward) avec une focalisation sur la nature, l'ampleur et l'efficacité des interventions de la banque centrale sur le marché des changes. Nous nous intéressons au même moment à la politique de gestion des réserves officielles par la banque centrale puisqu'elles constituent, en général, le meilleur filet de sécurité contre d'éventuelles attaques spéculatives et un gage de la capacité des autorités monétaires à lisser les fluctuations erratiques des taux de change. Il n'est donc pas surprenant de voir que le FMI accorde une place primordiale à l'accumulation des réserves et qu'il préconise l'instauration de cibles pour les niveaux des réserves officielles. Enfin, et puisqu'une plus grande flexibilité du taux de change amène avec elle en principe de plus grands risques liés aux fluctuations imprévisibles et de grande ampleur des taux, il est nécessaire de se pencher sur la question de l'adéquation des réserves de change.

Si l'abandon d'un régime de ciblage du taux de change en faveur d'un arrangement plus flexible pose un problème pour tous les pays confondus, il représente naturellement une plus grande préoccupation pour les économies émergentes. En effet, dans ces pays où les autorités monétaires manquent gravement de crédibilité et où la politique monétaire a été pendant plusieurs décennies basée sur des règles mécanistes de ciblage du taux de change, l'abandon de ce dernier en tant qu'ancre nominale et l'instauration d'une nouvelle stratégie de politique monétaire basée sur un nouvel ancrage nominal représente l'un des défis les plus difficiles à enjamber dans la perspective d'une transition réussie vers un régime de change flexible. Alors que certains pays arrivent aujourd'hui à gérer la flexibilité du taux de change sans la présence explicite d'une ancre nominale (Etats Unis, Suisse ou Union Européenne), la viabilité d'une telle approche dépend amplement de la crédibilité des autorités monétaires et de leur capacité à conduire une politique monétaire efficace, éléments qui font généralement défaut dans les pays émergents. La difficulté de

certains pays à pouvoir développer une ancre nominale crédible à la place de l'ancrage du taux de change les a poussé à abandonner graduellement cet ancrage. Ce fait est sans doute illustré par le recours de pays, comme le Chili, la Turquie ou la Pologne, voulant « flotter », à des régimes de bandes glissantes comme étapes intermédiaires en vue de faciliter les processus de transition. La fourchette de fluctuations choisie est généralement symétrique autour d'une parité centrale glissante et est progressivement élargie au fur et à mesure que les interactions ou tensions entre les objectifs de change et d'inflation sont résolues au profit de la stabilité des prix. Pour ces pays, ainsi que d'autres, qui ont opté pour une transition vers des régimes de change flexibles, le choix de l'ancre nominale revient à comparer les mérites et inconvénients de stratégies de politique monétaire basées sur un ciblage monétaire ou un ciblage d'inflation. L'investigation de ces deux stratégies d'ancrage nominales sera en grande partie inspirée des expériences récentes d'économies industrialisées et émergentes au cours des dernières années.

Enfin, si de solides politiques structurelles et macroéconomiques sont des conditions nécessaires pour la réalisation d'une sortie ordonnée et réussie d'un régime de change fixe et l'adoption d'un régime plus flexible, nul ne peut ignorer que le degré de développement du secteur financier et sa capacité à réagir et à gérer les entrées massives de capitaux ou à faire face aux « arrêts soudains » du financement extérieur sont des éléments décisifs pour le fonctionnement de l'économie dans son ensemble. L'expérience tragique des économies asiatiques au beau milieu des années 1990 a montré le lien étroit entre le fonctionnement du secteur financier, et principalement celui des banques avec les « Booms de crédits », et l'éclatement des crises de change et des crises bancaires. La gestion de la liquidité, la supervision bancaire et le développement des modèles internes et des techniques de gestion du risque de crédit sont autant de questions méritant une attention particulière vu que ces éléments sont quasi-inexistants dans les économies émergentes. Il faut dire que le développement des marchés financiers est d'une telle importance que les

processus de transition vers un régime flexible sont restés en stand by dans des pays tels que la Tunisie ou le Maroc où les systèmes financiers sont très peu profonds, où les taux d'intérêt ne peuvent jouer leurs rôles dans la gestion de la liquidité et où la tradition de gestion des risques est absente.

II- Marché des changes, interventions officielles et niveau des réserves

En dépit de l'importance majeure et de la place centrale qu'occupent les marchés des changes⁴ aussi bien dans les pays industrialisés que dans les économies émergentes, très peu de recherches se sont employées à déceler les caractéristiques de ces derniers et à expliquer leurs microstructures. Cet état de fait est encore plus prononcé au regard du nombre d'études faites pour les économies émergentes et mets d'hors et déjà en avant la difficulté à identifier les spécificités des marchés des changes dans ces pays. En effet, les principales études empiriques sur le fonctionnement des marchés des changes dans les économies émergentes, qui ont été mises au point récemment ont été basées sur les résultats du survey unique effectué dernièrement en 2001 par le FMI au près de ses pays membres⁵. Elles ont, plus précisément, tenté d'identifier les caractéristiques essentielles liées au degré de liquidité, d'efficience ou encore de concentration sur les marchés des changes des économies émergentes et à constater les implications des réglementations de changes dans ces pays sur le fonctionnement des marchés (au comptant et à terme) et leurs microstructures⁶.

⁴ Le marché des changes est le marché où les opérateurs transigent des devises contre d'autres devises. On peut repérer cinq grandes catégories d'intervenants sur le marché des changes : les banques, les courtiers, les entreprises industrielles et commerciales, les banques centrales et les investisseurs institutionnels.

⁵ Ce survey sur l'organisation des marchés des changes a ciblé les économies émergentes membres du FMI. Quatre vingt dix pays en développement, représentant respectivement 85% de l'ensemble des exportations dans l'ensemble des économies émergentes en 2000, 91% de leurs importations et 85% de leur PIB, se sont prêtés au jeu.

⁶ Voir Sarr and Lybek (2002), Canales-Kriljenko (2003), Canales-Kriljenko (2004), Canales-Kriljenko, Guimarães, et Karacadağ (2003).

II-1 Les marchés des changes dans les économies émergentes : caractéristiques et microstructures.

Le passage d'un régime d'ancrage traditionnel du taux de change à un régime de change plus flexible ne peut se faire en complète déconnection des caractéristiques du marché des changes. Tous les économistes s'accordent de ce fait à dire que ce pas vers la flexibilité doit impérativement être précédé par une mise en examen des spécificités du marché des changes puisqu'il doit être suffisamment liquide⁷ et efficient⁸ pour pouvoir expliquer la formation et l'évolution des taux de change. Il faut dire que la liquidité du marché des changes a été, et depuis longtemps, au cœur des préoccupations des autorités monétaires parce qu'elle est une condition univoque de son efficacité et que sa disparition peut être une source de crises systémiques. Les banques centrales portent de ce fait un intérêt particulier à la liquidité du marché des changes puisqu'elle constitue un élément crucial pour la réussite de leurs interventions et pour leur crédibilité et celle du gouvernement.

Sarr et Lybeg (2002) soulignent que le degré de liquidité d'un marché doit être appréhendé selon quatre critères essentiels : l'écart (ou *fourchette*) entre cours acheteur et cours vendeur (bid-ask Spread) qui mesure le coût d'un retournement de position en un bref délai pour un montant standard, la *profondeur* qui correspond au volume des transactions pouvant être immédiatement être exécuté en ayant peu d'impact sur les prix, *l'immédiateté* qui dépend de l'efficacité des systèmes de règlements et de la rapidité et facilité d'exécution des ordres et enfin de la *résilience*, c'est-à-dire la rapidité avec

⁷ La liquidité du marché reste un concept relativement difficile à définir. On pourrait néanmoins définir un marché liquide comme un marché où les participants ont la capacité d'échanger rapidement des volumes relativement importants en ayant peu d'impact sur les prix.

⁸ L'idée originale d'un marché efficient est due à Fama (1965) qui décrit un tel marché comme étant constitué par « un grand nombre de maximiseurs de profit, rationnels, en compétition les uns aux autres pour prévoir la valeur future de marché, d'un titre particulier et où l'information est librement disponible à tous les participants ».

laquelle les cours retrouvent leurs niveaux d'équilibre à la suite d'un choc aléatoire dans les flux des transactions⁹.

Les récentes études qui se sont intéressées aux spécificités des marchés des changes dans les économies émergentes tendent toutes à souligner leur caractère illiquide et leur manque de profondeur. Selon Ho et McCauley (2003), les réglementations de change draconiennes qui sont imposées par les autorités monétaires dans ces pays sont en grande partie la cause des défauts de liquidité, de profondeur et d'efficacité des marchés de change. Ces réglementations incluent tout d'abord les contrôles sur les mouvements transfrontières des flux de capitaux qui, en décourageant l'utilisation de la monnaie nationale par les non résidents et des devises par les résidents, ont pour principal effet de réduire le volume des transactions et des flux d'ordre sur le marché des changes. Elles peuvent au même moment prendre la forme d'une obligation pour les résidents à céder leurs recettes de change et pour les banques à transférer en fin de journée les soldes de change¹⁰ ce qui confère aux autorités monétaires le rôle de premier fournisseur de liquidité et de principal intervenant sur le marché des changes. Les réglementations de change peuvent enfin comprendre la prohibition par la banque centrale des opérations de change sur le marché interbancaire ou à un moindre degré la limitation du volume des transactions sur ce marché.

La main mise des autorités monétaires et de la banque centrale sur l'activité de change donne aussi lieu à un degré élevé de concentration sur le marché des changes avec un nombre relativement limité d'institutions financières contrôlant les transactions et les opérations de change¹¹ et ce malgré la présence d'un nombre considérable de banques, de bureaux de change et de

⁹ Pour plus de détails sur le concept de liquidité du marché, ses principaux déterminants et les différentes manières dont sont mesurées le spread bid-ask, la profondeur, l'immédiateté et la résilience voir CGFS (1999).

¹⁰ Aussi appelée nivellement.

¹¹ Selon la banque centrale européenne, la concentration est aussi une des caractéristiques des marchés des changes dans les économies industrialisées.

courtiers. En effet, la plupart des banques centrales des économies émergentes agissent en tant que teneurs du marché en achetant et en vendant continuellement des devises mais surtout en fournissant des spreads entre cours acheteurs et vendeurs extrêmement étroits. Ces pratiques réduisent considérablement le volume des transactions sur le marché des changes, et limitent significativement l'activité sur le marché interbancaire en entamant la compétitivité des banques en les empêchant de jouer leur rôle d'intermédiaire de change¹².

Pour Duttagupta et al (2004), la rigidité des régimes de change en tant que telle, représente un déterminant important de l'illiquidité des marchés des changes dans les économies émergentes. En effet, plus le régime de change est rigide et plus l'activisme de la banque centrale sur le marché des changes sera accru. Poussé à l'extrême, cet activisme fera que la banque centrale s'établisse en tant que principal intermédiaire de change et qu'elle domine le marché interbancaire. Un tel activisme peut aussi réduire amplement la capacité des autres participants au marché à maîtriser l'activité de change et de couverture des risques. Ces derniers ne peuvent de ce fait plus former leurs propres jugements ou anticipations concernant les tendances des taux de change et ne sont plus incités à prendre de positions puisque le niveau du taux de change est prédéterminé, ce qui réduit considérablement l'activité sur les marchés au comptant et à terme. Afin de déceler un lien éventuel entre liquidité du marché des changes et rigidité du régime, Duttagupta et al (2004) ont procédé à une analyse très simple de la corrélation entre les volumes des transactions et les degrés de flexibilité des régimes de change¹³. Leurs résultats montrent que la liquidité du marché augmentait substantiellement avec le degré de flexibilité du

¹² Selon Canales-Kriljenko (2003), les spreads bid-ask extrêmement étroits fixés par les banques centrales auraient largement contribué au sous développement des marchés interbancaires dans les économies émergentes.

¹³ Quatre catégories de régimes sont prises en considération ; fixes, bandes, flottement dirigé et flottement pur. La liquidité du marché est appréhendée par sa profondeur et mesurée par le ratio du volume des transactions par rapport aux flux de capitaux. L'analyse a été basée sur des données de la Banque des règlements internationaux couvrant 42 pays pour les années 1995, 1998 et 2001.

régime de change dans les économies industrialisées¹⁴. Les marchés des changes dans les économies émergentes sont donc principalement des marchés au comptant avec des marchés à terme sous développés¹⁵ à cause d'une réglementation des changes draconienne et d'un interventionnisme exagéré des autorités monétaires dans la prédétermination du niveau du taux de change ce qui affecte la compétence des autres participants au marché.

Selon Canales-Kriljenko (2004), les activités de change dans les économies émergentes s'effectuent principalement sur le territoire national reflétant ainsi la sévérité des réglementations monétaires et de change dans ces pays. Ces dernières n'autorisent généralement pas les transactions offshore de la monnaie nationale et imposent des restrictions quant à son exportation ou son importation. Seul un nombre très réduit de monnaies d'économies émergentes peut de ce fait être échangé sur les principaux marchés internationaux ou sur les plateformes électroniques de change¹⁶. Ces monnaies peuvent néanmoins être échangées indirectement avec des contreparties offshore via les filiales des banques étrangères. Le dollar US est dans ce cas la devise qui domine les transactions. Selon le survey établi par le FMI en 2001, 84% des 87 pays membres interrogés placent le dollar US au premier rang des devises en les quelles s'effectuent les opérations de change¹⁷. Cette prédominance du dollar US dans les opérations de change le réconforte dans sa position de monnaie véhicule lorsque les monnaies de la transaction sont (partiellement) non convertibles.

¹⁴ Les résultats pour les économies en développement montrent une absence de corrélation entre le degré de liquidité des marchés et de flexibilité du régime de change. Pour Duttagupta et al (2004), ce résultat est lié à la neutralisation des effets d'un certain nombre de facteurs institutionnels et macroéconomiques tels que le degré d'intégration économique et financière.

¹⁵ Le marché au comptant (ou spot) est celui où des agents s'échangent des devises livrables deux jours ouvrables après la transaction. Sur le marché à terme, les agents économiques s'échangent des devises à une date prédéterminée et acceptée par les parties prenantes de la décision. Il existe des échéances standard (30 jours, 90 jours, 180 jours ou 1 an) mais d'autres peuvent être utilisées en fonction de l'offre et de la demande de liquidité sur le marché.

¹⁶ Il y a quelques années la diffusion de l'information sur les flux d'ordre se faisait principalement par téléphone. Actuellement, les systèmes informatiques Reuters Dealing 2000-1, EBS et Dealing 2000-2 sont les moyens les plus utilisés.

¹⁷ Seuls 10% des pays interrogés ont placé l'Euro au premier rang.

Canales-Kriljenko (2004) s'est aussi intéressé de près à la microstructure des marchés des changes dans les économies émergentes. Ses résultats montrent que la plupart des pays en développement ont une structure unifiée du marché des changes, c'est-à-dire que les opérations de change ne sont autorisées que sur un seul marché des changes¹⁸. Il note néanmoins la possibilité de présence de marchés parallèles où les transactions s'effectuent de manière illégale. Une telle segmentation du marché des changes est plus susceptible d'apparaître lorsque les autorités monétaires imposent des réglementations de change telles que les obligations de cessions des recettes de change. Ces marchés de change parallèles qui sont normalement considérés comme illicites sont la plupart du temps tolérés par le gouvernement et ont donc pour principal objectif d'éviter les réglementations de change et les contrôles sur les capitaux imposés par les autorités monétaires Canales-Kriljenko (2003). Canales-Kriljenko (2004) souligne aussi que les marchés des changes dans les pays en développement sont soit seulement des marchés de contrepartie (dealership markets) qui sont principalement gouvernés par les prix où le rôle des dealers consiste à absorber les déséquilibres temporaires et à assurer la liquidité du marché¹⁹, soit une combinaison de marchés de contrepartie et de marchés aux enchères centralisés (auction market) dirigés par les ordres. L'auteur note aussi que la capacité des prix à être déterminés par les seuls mécanismes du marché est fortement limitée par les restrictions imposées sur les positions globales et les positions nettes ouvertes des agents. Ces restrictions, qui sont généralement quantitatives, visent en principe à encadrer de près la liquidité du marché, à réduire l'exposition excessive des traders au risque de taux de change et à réduire les risques de spéculation déstabilisatrice sur la monnaie nationale. Ces restrictions peuvent aussi prendre la forme de pressions dissuasives de la part de la banque centrale sur les participants au marché, vu que leur activité en tant qu'intermédiaire de

¹⁸ Seul quatre parmi les Quatre vingt dix pays interrogés ont déclaré au FMI avoir des marchés de change multiples.

¹⁹ Un certain nombre de dealers peut dans ce cas devenir des teneurs du marché et jouer ainsi un rôle central dans la détermination des taux de change dans le cadre d'un régime de changes flexibles.

change se trouve le plus souvent contrainte par l'agrément ou la licence accordés par les autorités de tutelle.

Le degré de transparence du marché est un déterminant important de la microstructure du marché des changes²⁰. Canales-Kriljenko (2004) met en avant dans ce cas le très faible degré de transparence caractérisant le fonctionnement des marchés des changes dans les économies émergentes. Ces marchés sont donc le plus souvent décentralisés ou fragmentés, c'est-à-dire que certaines cotations ne sont pas observables par tous les traders, et sont caractérisés par un degré élevé d'asymétrie d'information en faveur des autorités monétaires qui ne divulguent qu'une part très moindre des données recueillies et qui comprennent généralement une information sur les niveaux des prix, les volumes transactions, les flux d'ordres ou encore les positions globales ou nettes des principaux intermédiaires de change. Canales-Kriljenko (2004) souligne enfin la présence de systèmes de règlements relativement risqués dans les économies en développement puisque seuls 40% des pays interrogés auraient réussi à complètement éradiquer le risque de paiement²¹.

Pour résumer, la plupart des économies émergentes qui se sont engagées dans un processus d'intégration économique et financière pourraient se retrouver à un stade avancé de ce processus avec des marchés de change très peu liquide, une activité de change dominée par l'interventionnisme des autorités monétaires et des participants au marché avec des compétences relativement médiocres et une incapacité à maîtriser l'activité de gestion des risques. Le protectionnisme et l'interventionnisme excessifs pratiqués par la banque centrale affectent aussi la microstructure du marché des changes, ce qui

²⁰ La transparence du marché est le degré par lequel les participants au marché sont capables d'observer l'information concernant le processus de change.

²¹ Les volumes considérables transigés sur le marché des changes nécessitent en principe le recours à des systèmes de paiements rapides, efficaces et sûrs pour que se concrétisent les échanges.

devrait, suite à la mise en flottage de la monnaie, représenter un réel handicap pour la formation et la détermination des taux de change.

Afin d'éviter de telles entraves, les autorités monétaires doivent en tout premier lieu surmonter leur peur du flottage et introduire progressivement une plus grande flexibilité du taux de change. Ceci pourrait se faire par l'adoption de bandes de fluctuations du taux de change qui seraient élargies au fur et à mesure de l'amélioration de la microstructure du marché des changes et du développement de la compétitivité de l'économie. Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), une telle initiative permettrait d'améliorer la perception du risque de taux de change par les participants au marché et le développement des instruments de couverture et d'augmenter substantiellement le volume des transactions sur le marché des changes²². La banque centrale devrait ensuite se désengager de son rôle de market maker, d'abord en réduisant ou en éliminant les réglementations de change par une abolition des obligations de cessions des recettes de change et de nivellement, en relâchant progressivement les restrictions au compte financier et aux transactions sur le marché interbancaire. Elle doit aussi lever les éventuelles taxes et autres retenues à la source appliquées aux opérations de change et éviter la pratique qui consiste à coter les taux de change de manière quotidienne et à offrir des bid-ask spread étroits. Cela permettra d'offrir une structure de marché plus compétitive, de réduire les coûts des transactions et de promouvoir une diffusion plus efficace de l'information CGFS (1999).

Il importe aussi de souligner que les restrictions sur les opérations à terme et les options de change ne pourront être levées qu'une fois les institutions financières ont atteint le niveau de sophistication leur permettant de se prémunir contre le risque de change et les autorités monétaires capables de procéder à une

²² Les Résultats de la BRI suggèrent au même moment que les volumes transigés sur les marchés des changes des économies émergentes qui, depuis 1995, n'ont pas augmenté la flexibilité de leurs régimes de change ou qui sont passés à des régimes plus rigides (Hongrie, Inde, Malaisie ou Mexique) auraient considérablement baissé entre 1998 et 2001.

activité de surveillance et de supervision assez efficaces. Cette action devra néanmoins être précédée par l'introduction d'un certain de degré de flexibilité du taux de change. Enfin, le développement d'un système informatif exhaustif incluant une information sur les indicateurs économiques et financiers, les événements politiques, économiques et financiers mais aussi sur les bid-ask spreads et leur évolution, les volumes des transactions et les flux d'ordres et l'augmentation de la transparence seront des éléments essentiels afin d'améliorer le fonctionnement du marché des changes et la capacité des participants au marché à utiliser les techniques de prévision et à développer leurs propres opinions et anticipations concernant les niveaux et l'évolution des taux de change²³.

II-2 Les interventions de change dans les économies émergentes

La transition vers un régime de change flexible doit aussi amener la banque centrale à revoir sa stratégie concernant les interventions sur le marché des changes. Si dans une stratégie de ciblage du taux de change, les interventions sur le marché des changes sont prédéfinies et quasi-mécanistes puisqu'elles visent à ramener le taux de change vers la cible spécifiée²⁴, elles prennent, dans un régime de change flexible, une toute autre dimension puisque aussi bien les objectifs que les stratégies deviennent multiples. La banque centrale devra alors, dans ce cas spécifier de manière claire les conditions dans lesquelles elle serait appelée à intervenir, les objectifs visés par ses interventions ainsi que la stratégie de ses interventions (montants, timing, transparence, etc..). Selon Canales-Kriljenko (2003), les interventions de change dans les économies émergentes sont beaucoup plus fréquentes que celles

²³ Les modèles de prévision des cours incluent les techniques utilisant l'analyse économétrique qui reposent sur la détermination de relations stables entre des variables économiques (inflation, taux d'intérêt, balance courante, etc..) et les cours de change, les méthodes chartistes basées sur des configurations graphiques et les méthodes numériques (moyennes mobiles, oscillateurs et momentums).

²⁴ Le ciblage du taux de change, en soi, ne constitue pas l'objectif final des autorités monétaires mais plutôt une cible intermédiaire permettant de dompter l'inflation, de garantir la compétitivité de l'économie, d'attirer les IDE ou à un degré plus fort de booster la croissance économique dans le pays.

effectuées dans les pays industrialisés. Ces interventions seraient au même moment plus efficaces dans les économies en développement, malgré le degré élevé de crédibilité dont jouissent les banques centrales des pays industrialisés, d'abord parce qu'elles ne sont pas stérilisées de manière systématique²⁵ et que leurs montants sont relativement importants comparés aux volumes transigés sur le marché des changes. Leurs effets sur les taux de change seraient aussi plus importants à cause des nombreuses réglementations de change imposées par les banques centrales et l'encadrement strict de l'activité monétaire et bancaire effectué par les autorités monétaires qui augmentent considérablement leur pouvoir opérationnel sur le marché. Les interventions de change dans les économies émergentes doivent enfin leur efficacité à l'avantage considérable d'information dont jouissent les banques centrales dans ces pays et qui provient aussi bien des contrôles administratifs et des réglementations de change que des pouvoirs, des pressions et autres instruments de dissuasion morale en possession des autorités monétaires²⁶.

Les interventions de change, dans les économies émergentes comme dans les pays industrialisés, peuvent avoir plusieurs justifications. Si la littérature économique tend à confirmer la relation entre les fondamentaux macroéconomiques et les taux de change dans le long terme, la dynamique de court terme de ces derniers semble violer les conditions de la parité des taux d'intérêt et celle des pouvoirs d'achats Sarno et Taylor (2002). Cette déconnexion entre les niveaux des taux de change et les fondamentaux macroéconomiques dans le court terme appelle donc, dans le cadre d'un régime

²⁵ La stérilisation est l'opération qui consiste à annuler les effets des interventions de change sur les conditions monétaires. Selon Canales-Kriljenko (2003), les fréquences des opérations de stérilisation varient considérablement à travers les régimes de change. C'est ainsi, que les pays qui stérilisent le plus fréquemment leurs interventions sont ceux avec les régimes de change les plus flexibles. Ces derniers chercheraient, en effet, à réaliser les cibles opérationnelles spécifiées pour les taux d'intérêt.

²⁶ Cet avantage informationnel n'est cependant pas acquis. D'abord parce que la plupart des banques centrales des pays émergents ont souscrit au code des bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques et à la norme spéciale de diffusion des données du FMI, qui leurs imposent de publier un large éventail d'informations et de données statistiques. La non indépendance de ces banques centrales vis-à-vis des pouvoirs politiques, peut ensuite les empêcher de jouir de cet avantage informationnel. Il se peut enfin que ces banques centrales ne puissent tout simplement pas profiter d'une information privilégiée à cause de leur manque de compétence.

de change flexible, à une intervention de la part des banques centrales sur le marché des changes afin de corriger les mésalignements des taux de change et de calmer les marchés en réduisant la volatilité des cours. Corriger les éventuels mésalignements est généralement une des plus grandes priorités pour les banques centrales puisque comme on l'a souligné précédemment, un taux de change réel surévalué peut entamer la compétitivité prix dans le pays alors qu'un taux de change sous-évalué est une source potentielle de pressions inflationnistes. Les mésalignements des taux de change demeurent cependant difficiles à détecter et à mesurer. Il n'existe, en effet, pas de consensus concernant la méthodologie à utiliser pour l'estimation du taux de change d'équilibre²⁷. Les banques centrales attachent aussi une grande importance à calmer l'agitation sur les marchés des changes qui donne souvent lieu à une disparition de la liquidité et à une volatilité excessive des taux de change²⁸. L'efficacité des interventions de change et leur capacité à venir à bout des mésalignement et à calmer les marchés désordonnés dépend néanmoins de l'aptitude des autorités monétaires à appréhender et à cerner les principaux canaux d'influence de ces interventions²⁹. Ces derniers incluent le canal de *signalisation* selon lequel l'intervention serait efficace si elle est perçue par les participants au marché comme un indicateur crédible de l'orientation future de la politique monétaire et donc des taux de change, le canal de *portefeuille* où l'efficacité des interventions de change est conditionnée par leurs capacités à influencer le comportement des détenteurs de portefeuilles en amenant les agents avertis au risque à modifier la composition de leur portefeuille d'actifs et enfin le canal de la *microstructure* qui souligne les effets potentiels des flux d'ordre, de l'asymétrie de l'information et des fourchettes des prix sur les niveaux des taux de changes. Il faut toutefois souligner que même si les

²⁷ Les indicateurs les plus souvent repris par les chercheurs sont les taux de change nominaux et réels, la productivité en tant que mesure de compétitivité, les termes de l'échange, la balance des paiements ou encore le différentiel des taux d'intérêt. Voir Chinn et Meredith (2001)

²⁸ Les marchés agités sont aussi caractérisés par un élargissement des fourchettes des prix et des variations fortes et aiguës dans les niveaux et volumes des transactions.

²⁹ Pour une discussion de l'efficacité des différents canaux d'influence des interventions de change, le lecteur peut se reporter, entre autres, à Archer (2005).

autorités monétaires arrivent à déceler les mésalignements des taux de changes et à identifier les symptômes d'un marché désordonné, cela ne constitue pas en soi, un garant suffisant de l'efficacité des interventions de la banque centrale. En effet, la capacité des interventions officielles à influencer les taux de change reste contestée empiriquement puisque les résultats des quelques rares études effectuées pour les pays émergents sont mitigés³⁰. Guimarães et Karacadağ (2004) trouvent, par exemple, que les interventions de la banque centrale augmentaient la volatilité des taux de change au Mexique et qu'elles la réduisaient en Turquie³¹. De même, les résultats de Disyatat et Galati (2005) montrent que, dans le cas de la république Tchèque, les interventions de la banque centrale n'avaient eu qu'un impact très limité sur les niveaux des taux de change au comptant et sur leur volatilité³².

Les interventions des banques centrales peuvent aussi viser à accumuler des réserves de change ou à fournir le marché en liquidité. L'accumulation des réserves de change peut représenter le premier objectif des autorités monétaires lorsque l'économie a été vulnérabilisée par une crise et que les réserves officielles ont été utilisées ou complètement épuisées dans la défense de la parité du taux de change ou lorsque le pays convoite une transition sereine vers un régime de change flexible. L'accumulation d'un niveau suffisant de réserves de change est essentielle pour ces économies émergentes qui cherchent à se reconstruire une réputation de solvabilité et à regagner la confiance des investisseurs internationaux. Ce n'est donc pas un hasard que la plupart des programmes de stabilisation qui sont effectués sous l'égide du FMI établissent des niveaux cibles pour les réserves afin d'empêcher leur épuisement. Les

³⁰ Les résultats concernant les pays industrialisés restent aussi largement mitigés voir Sarno et Taylor (2002).

³¹ Les effets des interventions sur le niveau et la volatilité du taux de change sont analysés au moyen d'un modèle GARCH qui permet de mesurer simultanément l'impact des interventions sur la moyenne et la variance conditionnelle des rendements des taux. Ces modèles ont été prouvés efficaces dans la modélisation des dynamiques de la volatilité des taux de change.

³² Les données utilisées par l'auteur sont relatives au taux de change bilatéral Koruna/Euro pour la période septembre 2001-Octobre 2002. Les résultats sont obtenus à partir d'une régression par MCO ce qui constitue l'une de ses principales limites.

interventions visant à fournir le marché en liquidité confèrent généralement aux banques centrales des pays émergents le rôle de teneur de marché de dernier ressort. Ceci est particulièrement vrai lorsque la banque centrale représente la banque de l'Etat ou lorsque les grandes entreprises publiques ont une activité exportatrice et qu'elles comptent pour une grande part des recettes en devises dans le pays³³.

La multiplicité des objectifs impose par conséquent, aux banques centrales de choisir entre plusieurs méthodes et stratégies d'interventions King (2003). Il convient donc, d'hors et déjà de souligner que les autorités monétaires doivent au préalable avoir une connaissance extrêmement approfondie des mécanismes qui régissent le fonctionnement du marché des changes et qui interagissent dans la formation des taux de change. Leur capacité à accumuler et à interpréter l'information et les indicateurs recueillis et à utiliser efficacement une grande variété de méthodes analytiques, de modèles économiques et de simulations de scénarios sera essentielle pour la prise de décision concernant la stratégie à adopter dans les interventions. La première considération qui doit normalement être faite par les autorités monétaires doit concerner le degré de transparence de ses interventions, autrement dit, si elles doivent ou non être divulguées. Aussi bien les opinions que les arguments sur la transparence des interventions demeurent dans ce cas mitigés. Alors que certaines banques centrales voient en la transparence un moyen d'améliorer l'efficacité des interventions en augmentant la crédibilité des autorités monétaires, d'autres la considèrent comme un handicap surtout lorsque les banques centrales cherchent à minimiser l'impact de leurs interventions sur les cours des taux de change. Une chose est sûre, les interventions de change ne doivent pas prendre la forme de règles mécanistes d'abord parce que aussi bien le montant que le moment des interventions sont appelés à changer avec la nature et l'amplitude des chocs et donc avec les objectifs recherchés par la banque centrale. Un minimum de

³³ Généralement le cas des pays exportateurs de pétrole.

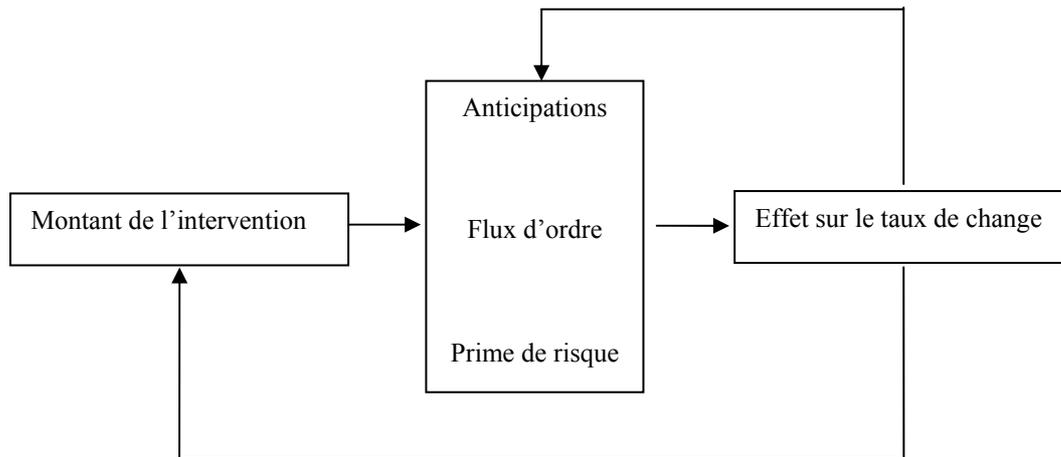
discrétion est ensuite indispensable pour garantir à la banque centrale une longueur d'avance dans la mise en œuvre de sa politique de change et dans stratégie de politique monétaire. Les interventions de change basées sur des règles ont, enfin été prouvées inefficaces dans le long terme puisqu'elles ont souvent été modifiées ou abandonnées³⁴. Un certain degré de transparence devra cependant, être assuré pour améliorer la crédibilité des autorités monétaires et afin d'établir leur réputation. Le degré de transparence des interventions de change peut varier significativement en fonction des objectifs ciblés par la banque centrale. Cette dernière peut par exemple, ne pas divulguer sa présence sur le marché lorsqu'elle cherche à influencer le niveau du taux de change, lorsque les autorités monétaires sont peu crédibles ou tout simplement de peur de déclencher des attaques spéculatives. Il importe aussi de souligner, que quelque soit l'objectif à atteindre par les autorités monétaires, elles ne doivent en aucun cas divulguer toute l'information concernant la stratégie de leurs interventions. La banque centrale doit de ce fait laisser planer le doute sur plusieurs éléments cruciaux, incluant le montant et le moment des interventions ou le choix des contreparties Sarno et Taylor (2001).

La deuxième grande considération devant être prise en compte par les banques centrales doit concerner le montant de leurs interventions. Comme dans le cas du degré optimal de transparence, ce montant ne doit en aucun cas être déterminé par une règle mécaniste mais devrait plutôt être établi en fonction de l'objectif visé. En pratique, les montants des interventions de change sont généralement déterminés de manière subjective, ils sont aussi, et dans la plupart des cas déduits à partir des essais et des erreurs passés. En agissant sur les flux d'ordres, les primes de risque et les anticipations, l'intervention des banques centrales sur le marché des changes peut avoir un effet important sur les cours de change, ce dernier est aussi, en grande partie déterminé par le montant des

³⁴ Selon Beattie et Fillion (1999), les interventions basées sur des règles mécanistes au Canada au cours des années des années 90, n'auraient pas pu réduire la volatilité du taux de change. Ces interventions mécanistes auraient été modifiées en 1995 puis abandonnées en 1999.

interventions. La figure 2.1 montre la double causalité et les interactions qui existent entre niveau des taux de change et le montant des interventions.

Figure 2-1 : intervention et effet sur le taux de change



Source : Canales-Kriljenko, Guimarães et Karacadağ (2003)

Le montant des interventions peut aussi fortement influencer leur efficacité. Selon Mihaljek (2005), lorsqu'elles visent l'accumulation de réserves avec un minimum d'effet sur le niveau du taux de change, les interventions officielles doivent être séquentielles avec des montants relativement faibles mais à une fréquence élevée. Par ailleurs, et dans le cas où les autorités monétaires visent à influencer le niveau du taux de change, il sera plus commode d'intervenir le moins fréquemment possible avec des montants relativement importants³⁵. La disponibilité d'un niveau de réserves suffisamment élevé est dans ce cas d'une importance majeure puisque la plupart des économies émergentes sont caractérisées par de faibles niveaux de réserves.

Comme pour le montant des interventions, la détermination de leur moment reste un exercice largement subjectif dépendant des opinions et jugements des autorités monétaires. Comme on l'a souligné précédemment, les interventions dans le cadre d'un régime flexible, visent en général à réduire le

³⁵ L'auteur a adressé un questionnaire à 19 banques centrales de pays émergents pour montrer que la plupart d'entre elles considèrent les interventions comme un instrument de politique économique efficace.

mésalignement, à calmer l'agitation sur les marchés et à réduire la volatilité du taux de change. La prise de décision concernant le moment des interventions dépendra dans ce cas de la capacité de autorités à identifier ces déséquilibres à travers l'analyse des indicateurs du marché, de l'information disponible et par le recours à des modèles économiques et économétriques. L'analyse de la tendance globale des taux de change peut ainsi se révéler particulièrement cruciale pour la détection des mésalignements, pour l'identification de la nature des chocs et donc pour la détermination du moment des interventions. La distinction entre les chocs monétaires et les chocs réels d'une part et les chocs permanents et transitoires d'une autre est aussi vitale pour la banque centrale et pour ses décisions concernant le montant et le moment de l'intervention

II-3 Le niveau des réserves de change

L'adéquation des réserves de change est une composante essentielle de la gestion macroéconomique. Les réserves de change peuvent servir à atténuer les effets de chocs aléatoires et temporaires sur la balance des paiements pour maintenir la parité du taux de change, éviter les coûts macroéconomiques de l'ajustement aux chocs temporaires et faciliter l'ajustement aux incidences macroéconomiques de certains chocs permanents. Elles servent par ailleurs à atténuer la volatilité du taux de change sur des marchés de change illiquides Hvding, Nowak et Ricci (2004)³⁶. La littérature récente a aussi souligné le rôle de l'adéquation des réserves de change dans la réduction de la probabilité de l'occurrence de crises de change ou des arrêts brusques (Sudden stops) des financements extérieurs Caramazza, Ricci et Salgado (2004).

Une accumulation prolongée de réserves de change substantielles n'est cependant pas sans coûts. Un financement continu comporte en effet des implications majeures pour les bilans de la banque centrale, du système bancaire et même du secteur privé. De fortes modifications des composantes de ces

³⁶ L'étude a utilisé un panel de 28 pays émergents sur la période 1986-2002 pour montrer que la détention d'un niveau élevé de réserves peut atténuer la volatilité et que cet effet est non linéaire.

bilans peuvent avoir d'importantes répercussions macroéconomiques, selon le mode de gestion des expositions correspondantes et la nature du financement des interventions. Les effets exercés sur les bilans peuvent nuire, par exemple, à l'efficacité des stérilisations et avoir des conséquences inflationnistes. D'autres problèmes risquent de se poser, en raison notamment du coût élevé des interventions, d'augmentations insoutenables des prix sur les marchés de la dette et des actifs, de même que de l'inefficience croissante du système financier. Ces risques ont contraint de nombreux pays d'Amérique latine au début des années 1990, à renoncer à la pratique d'accumulation prolongée de réserves de change.

Un arbitrage subtil existe donc entre les gains et les coûts provenant de la détention d'un niveau élevé de réserves de change. Ceci a amené plusieurs chercheurs à vouloir estimer un niveau optimal de réserves. Frenkel et Jovanovic (1981) ont présenté un modèle stock tampon³⁷ pour la demande des réserves internationales basé sur cet arbitrage entre coûts d'ajustements macroéconomiques et coûts d'opportunité. Ce modèle a ensuite été repris par plusieurs auteurs notamment Flood et Marion (2002) et s'est avéré très efficace pour décrire la demande de réserves de change par les autorités monétaires dans les économies émergentes. D'autres recherches se sont employées à estimer le niveau optimal de réserves de change pour des économies émergentes faisant face à des risques d'arrêts brusques des financements extérieurs et donc dans un contexte de turbulences financières. Aizenman et Lee (2005) ont par exemple présenté un modèle inter temporel du niveau optimal de réserves internationales inspiré des travaux de Diamond- Dybvig sur les anticipations autoréalisatrices et les bank runs. De même, Jeanne et Rancière (2006) ont essayé de modéliser le niveau optimal des réserves de change pour une économie émergente vulnérable

³⁷ Buffer Stock Model

à des arrêts brusques des entrées de capitaux pour montrer que le niveau optimal des réserves coïncide avec celui de la règle Greenspan-Guidotti.³⁸

Comme le souligne Agénor (2004), il est impératif pour une économie qui voudrait libéraliser son compte financier et introduire une plus grande flexibilité du taux de change de détenir un niveau de réserve suffisamment élevé. L'abandon d'un régime de change plus ou moins fixe pour un régime de flexibilité doit aussi s'effectuer bien avant que le niveau des réserves ait atteint un seuil critique. Comme l'a montré la crise asiatique du milieu des années 1990, la seule anticipation d'un éventuel épuisement des réserves de change peut conduire à une attaque spéculative et un effondrement du régime de change en place avec des conséquences désastreuses en termes de coûts économiques, politiques et sociaux. Il est cependant difficile, en pratique, de déterminer le seuil critique de réserves de change à partir duquel les autorités monétaires devraient commencer à se préoccuper pour le régime de change en place. Il importe aussi de souligner que les phases initiales de transition et de passage vers un régime de change flexible sont souvent accompagnées de fluctuations excessives du taux de change d'où la nécessité de détenir un niveau suffisant de réserves afin de lisser ces éventuels mouvements erratiques. Les autorités monétaires doivent de ce fait accorder une grande importance à l'analyse de l'évolution des réserves de change, leurs déterminants ainsi que leur volatilité. Même si cette dernière n'est pas en soi considérée par les autorités monétaires comme un objectif final, il n'en demeure pas moins qu'elle a reçu un intérêt particulier aussi bien par la littérature théorique qu'empirique. Cette composante a en effet souvent été utilisée dans les modèles stock tampon ou encore les modèles théoriques basés sur la signalisation et les problèmes d'aléa moral. Aizerman et Marion (2002), a par exemple montré que la volatilité des réserves de change peut avoir des effets non linéaires sur l'offre de crédit pour

³⁸ D'après les normes internationales de Guidotti-Greenspan, les réserves internationales doivent représenter un an de dette à court terme.

une économie émergente³⁹. D'autres recherches se sont intéressées au critère du développement financier et au rôle de la volatilité des réserves de change comme déterminant des crises jumelles Kaminsky et Reinhart (1996). Ces dernières seraient le résultat d'une interaction entre des chocs internes et externes qui sont amplifiés et propagés vers le reste de l'économie à travers les intermédiaires financiers. Ces recherches montrent aussi la capacité de la variable « volatilité des réserves de change » à servir dans un système d'alerte sur l'éclatement de ces crises.

III- Stratégie de politique monétaire et choix de l'ancre nominale

La transition vers un régime de change flexible impose aux autorités monétaires d'abandonner le ciblage du taux de change comme stratégie de politique monétaire. Cet abandon peut néanmoins se faire de manière graduelle avec l'adoption de bandes de fluctuations qui seront élargies au fur et à mesure que les tensions entre les objectifs ciblés par la banque centrale seront résolus en faveur de la stabilité des prix⁴⁰. Le contrôle monétaire devient dès lors d'une très grande priorité et l'instauration d'une nouvelle ancre nominale à la place du taux de change sera cruciale vu que l'incertitude concernant le niveau et la volatilité du taux de change peut déstabiliser les anticipations du marché. Cette ancre nominale permet en principe, en fournissant les conditions nécessaires, au niveau général des prix d'être déterminé de façon unique, condition essentielle pour la stabilité des prix Mishkin (2000). En outre, elle permet de réduire l'inflation et de garantir la stabilité des prix en réduisant les anticipations d'inflation, en permettant une meilleure appréhension et donc, un meilleur jugement des compétences des autorités monétaires sur la base des résultats enregistrés et en améliorant leur

³⁹ Pour une revue de la littérature empirique sur les effets de la volatilité des réserves de change voir Flood et Marion (2002)

⁴⁰ Les avantages de la stabilité des prix à long terme sont nombreux. Ils incluent la réduction des coûts de calcul et d'étiquetage, l'élimination des transferts arbitraires de richesse ou encore le renforcement du rôle des prix dans le mécanisme d'affectation des ressources.

crédibilité. Une approche alternative consiste à voir en une ancre nominale une manière « d'attacher les mains » des autorités monétaires afin d'empêcher une indiscipline monétaire sous la pression des responsables politiques.

Pour ces pays qui ont opté pour une transition vers un régime de change flexible, le choix de l'ancre nominale revient à comparer les bienfaits et inconvénients de stratégies de politique monétaire basées sur un ciblage monétaire ou un ciblage d'inflation⁴¹. A compter du milieu des années 70, nombre de pays industrialisés ont adopté des objectifs de croissance des agrégats monétaires, où le stock monétaire est défini de plusieurs manières. Dans une telle stratégie de politique monétaire les banques centrales cherchent à maîtriser l'inflation, en visant des objectifs intermédiaires du taux de croissance monétaire qui, pour des hypothèses données concernant la demande de monnaie, doivent conduire au taux d'inflation souhaité. Bien que cette stratégie ait permis à certains pays de réduire l'inflation aux niveaux voulus, les échecs répétés et l'instabilité persistante de la relation entre la croissance monétaire et l'inflation ont poussé la plupart des pays à cesser de cibler les agrégats monétaires. Bon nombre de pays, aussi bien industrialisés qu'émergents, ont alors favorisé les stratégies de ciblage d'inflation par rapport au ciblage monétaire, reflétant ainsi l'efficacité et la viabilité d'une telle ancre nominale Khan (2003). Certains économistes sont d'avis que le ciblage d'inflation donne d'assez bons résultats jusque là et font aussi valoir que les pays qui l'ont adopté enregistrent une inflation faible sans sacrifier démesurément leur croissance économique ni déstabiliser leur économie. Les critiques de cette stratégie de politique monétaire prétendent cependant que le ciblage d'inflation doit faire ses preuves dans un contexte plus turbulent, vu que la situation économique internationale est non inflationniste. D'autres ajoutent qu'il n'est pas établi que le ciblage d'inflation améliore les

⁴¹ Pour une confrontation entre les avantages et inconvénients des différentes stratégies de politique monétaire incluant le ciblage du taux de change voir Mishkin and Savastano (2000).

performances en termes d'inflation, de croissance économique ou de variabilité de ces deux variables Fraga, Gooldfajn, Minella (2003).

III-1 Le ciblage monétaire⁴²

Suite à l'effondrement du système de taux de change fixes établi à Bretton Woods, qui faisait de la maîtrise de l'inflation aux Etats Unis le point d'ancrage de la stabilité des prix dans les autres pays et à l'avènement des changes flexibles, les banques centrales des pays industrialisés ont eu besoin d'un nouveau point d'ancrage intérieur pour assurer la stabilité des prix. Bon nombre de ces pays ont alors opté pour des stratégies de ciblage monétaire dont les fondements sont fortement inspirés des principes de la théorie monétariste. Ces derniers font de la stabilité des prix⁴³ le but ultime de la politique monétaire, considèrent que l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire⁴⁴ et tiennent surtout compte des retards ou délais longs et variables avec lesquels les impulsions de la politique monétaire affectent l'évolution de l'économie⁴⁵. Ces principes essentiels de l'école monétariste ont eu pour principale implication la recommandation formelle faite par Milton Friedman à la banque centrale américaine en 1960 d'utiliser une règle passive de politique monétaire sous la forme d'un objectif de croissance monétaire de 4% par an. Si le ciblage

⁴² Comme le souligne Von Hagen (1995), le ciblage monétaire ne constitue pas un concept bien spécifié par la théorie économique. L'analyse de cette stratégie de politique monétaire sera effectuée sur la base des expériences de pays qui l'ont adopté.

⁴³ La stabilité des prix est définie comme une situation où « les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et graduelles pour ne pas influencer sensiblement sur les décisions financières des entreprises et ménages » Voir Greenspan (1989).

⁴⁴ Ce deuxième principe découle de la théorie quantitative des échanges qui met en exergue le rôle causal de la monnaie dans le processus inflationniste de long terme lorsque la vitesse de circulation des agrégats monétaires est stable.

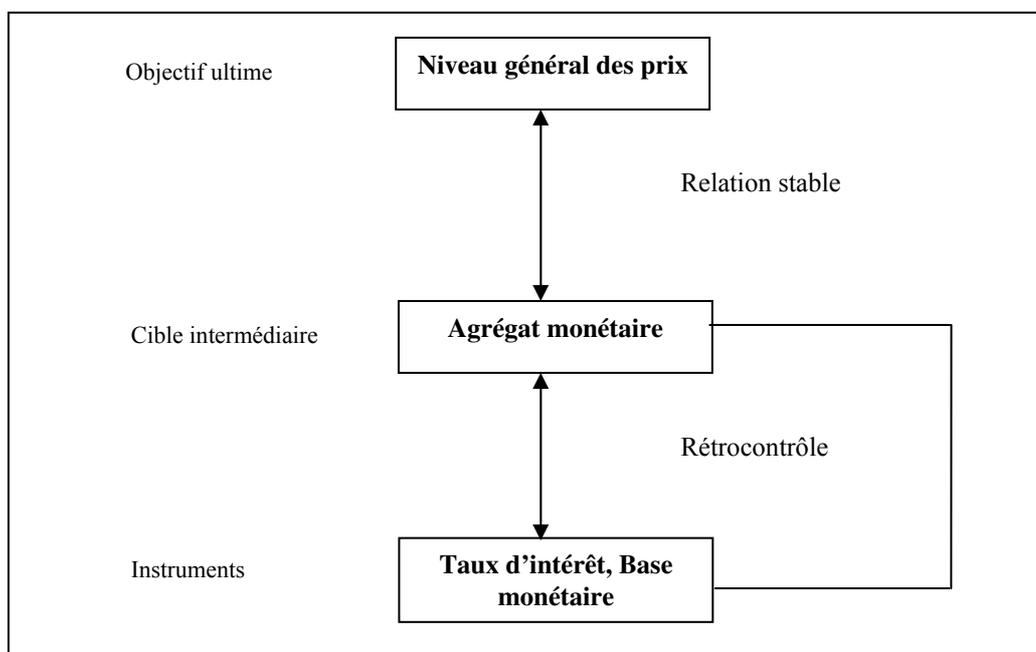
⁴⁵ Les économistes distinguent généralement deux types de délais dans la mise œuvre des politiques de stabilisation: le *délai interne* qui est représenté par le temps séparant un choc sur l'économie et la mesure de politique économique qui y réagit. Il s'explique, d'une part, par le temps qu'il faut pour se rendre compte qu'un choc a eu lieu et, d'autre part, par le temps supplémentaire qu'il faut pour élaborer la prise de décision et la mise en œuvre de la réponse adéquate. Le *délai externe* qui est représenté par le temps s'écoulant entre le moment où la mesure de politique économique est prise et celui où ses effets se manifestent. Il s'explique par le fait qu'un mécanisme de transmission complexe agit entre l'utilisation des instruments de la politique économique et l'évolution de la dépense, du revenu et de l'emploi.

monétaire a été en grande partie inspiré de cette affirmation, il n'a, cependant, en pratique, pas été appliqué par les banques centrales sous cette forme passive.

III-1-1 Le ciblage monétaire : pré requis et fonctionnement

La monnaie joue dans une stratégie de ciblage monétaire le rôle d'outil dans le processus des décisions de politique monétaire en servant d'objectif intermédiaire. A cette fin, une valeur de référence est déterminée par les autorités monétaires concernant le niveau ou la croissance de l'agrégat compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. En principe, les déviations de l'agrégat par rapport à cette valeur de référence appellent à une correction systématique de la part de la banque centrale. Cette correction peut ne pas être immédiate, mais en présence d'anticipations rationnelles, les opérateurs financiers peuvent escompter qu'il y aura une intervention future (Figure 2.2).

Figure 2-2: Le ciblage monétaire



Le ciblage monétaire présente deux principaux avantages par rapport au ciblage du taux de change. D'abord, cette stratégie permet à la banque centrale

de poursuivre une politique monétaire indépendante et de choisir un objectif d'inflation différent des autres pays et compatible avec les spécificités de l'économie. Le ciblage monétaire permet ensuite aux autorités monétaires de prendre en considération des objectifs d'ordre interne et de réagir en réponse à des chocs de nature exogène. Cette stratégie est aussi relativement facile à mettre en oeuvre et à gérer puisque l'information sur la réalisation (ou le ratage) de la cible monétaire est disponible avec un retard relativement limité. Cet avantage est lié à la disponibilité quasi-immédiate des données sur les agrégats monétaires et à la fréquence relativement élevée de leur publication Mishkin (2000). Le ciblage monétaire présente néanmoins des inconvénients majeurs dont le premier est qu'il doit y avoir une relation stable et robuste entre la variable objectif (inflation) et la cible intermédiaire (agrégat monétaire). Dans le cas contraire, le ciblage monétaire ne donnera pas les résultats escomptés et risque de fausser les décisions et la conduite de la politique monétaire avec une forte volatilité du produit, de l'inflation et des taux d'intérêt Clarida, Gali et Gertler (1999). La banque centrale doit ensuite avoir un contrôle parfait de la masse monétaire en circulation, tâche qui devient fortement ardue dans un environnement de faible inflation et d'intégration financière croissante. Une telle situation réduira considérablement l'efficacité du ciblage monétaire et altèrera les processus de communication et donc la responsabilité de la banque centrale Bernanke et Mishkin (1997).

Si le ciblage monétaire semble en théorie facile à implémenter, en pratique les choses ne sont pas aussi simples. Pour pouvoir générer une information utile pour la conduite de la politique monétaire à partir des agrégats monétaires ciblés, l'objectif intermédiaire doit être fortement corrélé à l'objectif final. La banque centrale doit ensuite être capable de tester les effets de ses annonces sur les anticipations inflationnistes des agents privés et avoir un contrôle parfait sur l'agrégat ciblé. La première condition pour la réussite d'une stratégie de ciblage monétaire est donc liée au degré de contrôlabilité de l'agrégat monétaire ciblé par la banque centrale. Dans le cas contraire, où la monnaie n'est plus

contrôlable, l'agrégat monétaire ne produira plus les signaux appropriés sur les intentions des autorités monétaires et sur l'orientation de la politique monétaire ce qui rend la construction d'un processus de responsabilisation des décideurs économiques relativement difficile à mettre en place. La contrôlabilité nécessite à son tour que les autorités monétaires choisissent un agrégat monétaire incorporant les effets de manipulations des instruments de la politique monétaire par la banque centrale. Pour être contrôlable, un agrégat monétaire, doit donc être aussi peu sensible que possible à la variation des taux d'intérêt. Plus un agrégat y est sensible, plus la banque centrale sera forcée de fixer des objectifs variables soit de tolérer des déviations persistantes par rapport à l'objectif visé. La relation entre l'agrégat monétaire ciblé et la base monétaire, implique enfin que le multiplicateur monétaire, soit stable et prévisible⁴⁶. Le degré de contrôlabilité de la base monétaire par la banque centrale et la détermination des raisons derrière les fluctuations du multiplicateur monétaire revêtent de ce fait dans le cas d'une stratégie de ciblage monétaire une importance capitale. Ainsi, si la base monétaire est parfaitement contrôlée par la banque centrale, cette dernière pourrait atteindre son objectif de stabilité des prix en se focalisant sur le multiplicateur monétaire.

Les leaders du courant monétariste ont souligné l'importance de la stabilité à court terme du multiplicateur monétaire et de ses principaux déterminants, incluant la vélocité de la monnaie qui doit aussi être stable et prévisible. Cette affirmation a été jusqu'à un certain degré correcte c'est à dire lorsque les analyses se limitaient aux pays en développement et avant l'avènement d'innovations financières. La vague de réformes dans les secteurs financiers qui a lieu vers la fin des années 80, dans plusieurs économies en développement et la libéralisation des taux intérêt ont introduit des changements

⁴⁶ Le multiplicateur monétaire s'écrit $M = mB$ où M est la masse monétaire mesurée par un agrégat monétaire, B est la base monétaire et m le multiplicateur monétaire. Comme tout autre multiplicateur en économie, le multiplicateur monétaire est un nombre qui n'a à priori aucun fondement ou signification théorique. Le multiplicateur monétaire est une simple description de la relation entre l'offre de monnaie et la base monétaire ou monnaie de réserve. Il dépend des relations comportementales des différents acteurs économiques : dépositaires, emprunteurs, banques commerciales et autorités monétaires.

substantiels dans les principaux déterminants du multiplicateur monétaire qui n'était de ce fait plus stable. Ce dernier n'était alors plus déterminé de manière exogène suite aux réactions comportementales aux variations des revenus, des taux d'intérêt et des richesses en général. Les récentes études empiriques visant à tester la stabilité du multiplicateur pour des pays bien spécifiés, généralement des pays en développement, ont confirmé le constat que les décloisonnements et autres déréglementations et innovations financières ont amplement bouleversé les habitudes d'offre et de demande de monnaie des différents acteurs économiques et leur stabilité. C'est ainsi que Agung et Ford (1999) pour le Japon, ou encore Ford et Morris (1996) pour la Grande Bretagne, ont utilisé des régressions simples et des analyses par des modèles à correction d'erreurs afin de montrer qu'aujourd'hui, la stabilité du multiplicateur relève plus du mythe que de la réalité. Ford et Morris (1996) soulignent que le multiplicateur monétaire est désormais un nombre sans aucune signification théorique⁴⁷.

La deuxième condition nécessaire pour garantir la fiabilité d'une stratégie de ciblage monétaire est que le lien entre la création monétaire et l'objectif ultime des autorités monétaires (stabilité future des prix) soit statistiquement établi et relativement stable. Les expériences montrent, cependant, que la relation entre les agrégats monétaires et les prix tend à devenir relativement faible et instable lorsque l'environnement économique est caractérisé par une faible inflation et une intégration financière croissante. Ces facteurs agissent sur la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie de manière à affecter la relation entre l'objectif intermédiaire de croissance monétaire et l'objectif final de stabilité des prix. Une faible corrélation entre l'agrégat monétaire ciblé et l'objectif final fera que la réalisation de l'objectif intermédiaire ne produise pas l'effet désiré sur la variable finale. L'agrégat ciblé ne permet, ainsi, plus d'envoyer les signaux déchiffrables qui permettent d'estimer la valeur de

⁴⁷ Ford, J and L. Morris (1996). "The Money Multiplier, Simple Sum, Divisia and Innovation-Divisia Monetary Aggregates: Cointegration Tests for the UK", *Applied Economics*, 28: 705-714

référence compatible avec la stabilité des prix et de donner une vision claire de l'orientation future de la politique monétaire. La faiblesse de la relation entre la cible intermédiaire et l'objectif final a été illustrée par l'expérience de la Banque du Mexique avec sa stratégie de ciblage monétaire. A la suite de l'éclatement de la crise Tequila en 1997, la Banque du Mexique avait mis en place un programme de stabilisation, sous l'égide du FMI, basé sur une stratégie de ciblage monétaire. En 1997, la base monétaire avait dépassé la cible de 4.1% alors que l'inflation avait baissé à 15.7% (la valeur de référence pour l'objectif final d'inflation était de 15%). En 1998, le taux d'inflation avait dépassé de 7% l'objectif visé (12%) alors, qu'au même moment, l'objectif intermédiaire fixé pour la base intermédiaire avait presque été réalisé (la base avait été inférieure de 1.5% à la valeur de référence). Enfin et en 1999, lorsque le taux d'inflation avait été presque similaire à la valeur prévue (12.3% par rapport à 13%), la base monétaire avait excédé la cible intermédiaire pré-établie de 21% Mishkin et Savastano (2000).

L'expérience de la Banque du Mexique illustre les difficultés que crée l'instabilité de la relation entre monnaie et inflation pour la conduite et la stabilité du ciblage monétaire. Dans une telle situation, une telle stratégie ne permet plus de fixer les anticipations inflationnistes et ne pourra, de ce fait, plus servir de baromètre pour juger du degré de crédibilité des autorités monétaires. Il sera dès lors difficile, pour une banque centrale, de s'assurer une réputation basée sur une stratégie de communication transparente et d'améliorer le degré de responsabilité des décideurs de politique économique. Cela ne signifie, cependant, pas que la politique monétaire sera expansionniste ou irresponsable, mais qu'une instabilité et une relation statistiquement non établie entre agrégats monétaires ciblés et inflation compliquera amplement la stratégie de communication de la banque centrale avec le public. Un certain nombre d'études ont montré, en se basant sur des fondements théoriques et empiriques que pour être efficace, une stratégie de ciblage monétaire doit, impérativement satisfaire cette condition de stabilité et de forte relation entre création monétaire et

stabilité des prix future Mishkin (2000). Ces études qui ont visé à tester cette relation, en examinant le rôle des agrégats monétaires, offrent une principale conclusion, à savoir que les changements considérables et les réformes dans les secteurs financiers, incluant les changements structurels et les innovations financières auraient considérablement changé les propriétés statistiques des séries des agrégats monétaires et donc la robustesse dans leurs relation avec l'objectif principal de stabilité des prix ou la cible opérationnelle.

La troisième condition, et certainement l'un des principaux piliers de la réussite d'une stratégie de politique monétaire, et du ciblage monétaire en particulier, est l'annonce de cibles pour l'agrégat monétaire. Une stratégie de communication transparente, qui permet d'expliquer avec simplicité et clarté les objectifs de la politique monétaire et son orientation permet dans ce cas d'augmenter la crédibilité des autorités monétaires et d'assurer, en principe, l'ancrage des anticipations des agents économiques. L'efficacité de la politique monétaire appelle à des anticipations inflationnistes stables et conformes à l'objectif final fixé par la banque centrale. Les signaux générés suite à la publication des cibles monétaires et leur comparaison par rapport aux agrégats monétaires actuels, permettent de juger du degré de crédibilité de la stratégie monétaire en place. Dans le cas, où les anticipations varient considérablement, des changements substantiels dans la cible opérationnelle (taux d'intérêt nominaux ou base monétaire) seront nécessaires, pour faire converger la cible intermédiaire vers le niveau désiré, ce qui altère l'efficacité de la politique monétaire. Au même moment, les anticipations des participants au marché concernant les changements futurs dans la cible opérationnelle, sont basés sur la perception et la compréhension de la stratégie de la banque centrale. Une stratégie de ciblage monétaire, opère donc, dans une grande mesure, à travers les anticipations du marché, si ces derniers sont différents des résultats enregistrés, le ciblage monétaire sera inefficace. La publication des cibles monétaires est donc importante parce qu'elle contribue non seulement à l'amélioration de la crédibilité et de l'efficacité de la politique monétaire mais

aussi à la consolidation de la prédictibilité des changements susceptibles d'avoir lieu dans les cibles opérationnelles.

III-1-2 Le ciblage monétaire : Les échecs répétés

Au cours des années 70 et 80, les agrégats monétaires ont été utilisés un peu partout en Europe et en Amérique du Nord, comme pilier principal de stratégies de ciblage monétaires. En assignant sans ambiguïté, en Mars 1970, la faible croissance monétaire comme objectif premier, la Réserve fédérale Américaine⁴⁸, avait attribué à la monnaie un rôle de premier plan dans ses objectifs économiques. En Avril 1975, la Réserve fédérale avait, et pour la première fois, annoncé une valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire, valeur définie par le décret Humphrey-Hawkins adopté par le congrès⁴⁹. Elle a ainsi commencé à suivre l'évolution de l'agrégat M1 suite aux préoccupations majeures sur les niveaux élevés d'inflation enregistrés et a par la suite décidé de fixer une valeur de référence pour la croissance de M2. Bernanke et Mishkin (1992) soulignent cependant que la Réserve Fédérale avait accordé une plus grande importance aux objectifs de réduction du chômage, de lissage des fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change et de stabilité du marché financier par rapport à celui de stabilité de la croissance monétaire. En Octobre 1979, la Réserve Fédérale a révisé ses procédures opérationnelles pour assigner aux agrégats monétaires un rôle beaucoup plus important mais cela n'a pas permis d'enregistrer les résultats anticipés. De larges et permanentes fluctuations dans l'agrégat M1 ont en effet été enregistrées et les cibles de croissance pour ce même agrégat ont souvent été ratées au cours de la période 1979-1982. Selon Bernanke et Mishkin (1992) et Mishkin (2000), ce changement de stratégie de la part de Réserve Fédérale ne représentait pas un objectif en soi, mais il visait principalement à masquer l'intention des autorités monétaires de resserrer les conditions monétaires en

⁴⁸ <http://www.frbsf.org>

⁴⁹ The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978).

haussant les taux d'intérêt pour réduire l'inflation. En 1983, l'inflation avait connu une hausse considérable et la relation entre les agrégats monétaires, PIB nominal et inflation était devenue de plus en plus instable laissant présager la relégation future de la monnaie à un rôle de second plan. La Réserve Fédérale a commencé à laisser de côté les agrégats monétaires pour finalement annoncer en Juillet 1993 par le biais de son gouverneur Alan Greenspan que « les relations historiques entre monnaie et revenu nominal d'une part, et monnaie et niveau général des prix d'une autre part, se sont fortement détériorées privant ainsi les agrégats monétaires d'une grande partie de leur utilité en tant que guide pour la politique monétaire. L'agrégat M2 a été rétrogradé comme un indicateur fiable des conditions financières de l'économie ».

Comme au Etats Unis, la Banque d'Angleterre⁵⁰ avait choisi au cours des années 1970, d'instaurer une stratégie de ciblage monétaire afin de faire face à une accélération de l'inflation. La banque d'Angleterre a ainsi commencé, en 1973, à cibler de manière implicite l'agrégat M3 pour ensuite adopter formellement cette stratégie de ciblage monétaire en 1976. Les autorités monétaires avaient cependant connu de grandes difficultés au cours de cette période. Les cibles intermédiaires annoncées pour l'agrégat M3 étaient non seulement non réalisées, mais elles étaient aussi révisées avant l'échéance finale pré-annoncée. Malgré une baisse relative du niveau de l'inflation, à la suite du choc pétrolier de 1973, la hausse des prix a continué à s'accélérer en Angleterre début 1979 pour atteindre 20% en 1980. Comme aux Etats Unis, la perception de l'ombre d'une crise inflationniste a nécessité un changement de stratégie au début des années 80 avec l'introduction d'une stratégie financière à moyen terme proposant une décélération graduelle de la croissance de l'agrégat M3. Malheureusement, la stratégie de politique monétaire britannique a connu les mêmes difficultés techniques qu'a enregistré la Réserve américaine : la relation entre l'agrégat ciblé, le revenu nominal et l'inflation était devenue instable. En

⁵⁰ <http://www.bankofengland.co.uk>

1983, la banque d'Angleterre a commencé à laisser de côté le ciblage de M3 en faveur d'un agrégat plus étroit M0 (monnaie centrale) soulignant que les innovations financières avaient détérioré la relation entre M3 et le revenu nominal. Le ciblage de M3 a alors été temporairement suspendu en octobre 1985 et complètement abandonné en 1987. Les valeurs réalisées de l'agrégat M0 ont été conformes aux valeurs de références fixées jusqu'à ce que la Banque d'Angleterre décide d'arrimer sa monnaie par rapport au Deutschemark (DM).

Le Canada a aussi introduit le ciblage monétaire en 1975, afin de réduire les hausses insoutenables dans le niveau général des prix. La Banque du Canada⁵¹ alors mis en œuvre un programme, où une valeur de référence sous forme de fourchette du taux de croissance de l'agrégat M1, devait être contrôlée et réalisée progressivement. Comme aux États Unis et en Angleterre, la stratégie graduelle de ciblage monétaire de la Banque du Canada n'a pas eu les effets espérés. En effet, même si les taux de croissance de M1 réalisés ont souvent été proches des valeurs de références statuées et que l'objectif de la réduction dans la croissance de M1 a été réalisé vers la fin des années 1970, le niveau d'inflation a connu une hausse permanente. En 1978, et seulement 3 ans après avoir implémenté le ciblage monétaire, la Banque du Canada a commencé à prendre ses distances par rapport à cette stratégie en reléguant M1 à un simple indicateur pour la politique monétaire et en se focalisant sur les fluctuations du taux de change. En 1982, les cibles monétaires de M1 ont été complètement abandonnées lorsque Gerald Bouey, alors gouverneur de la Banque du Canada avait annoncé « Nous n'avons pas abandonné les agrégats monétaires, ils nous ont abandonné »⁵².

⁵¹ <http://www.banqueducanada.ca/fr>

⁵² « We did not abandon M1, M1 abandoned us » Bank of Canada (2001), "Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy in Canada," The Thiessen Lectures delivered by Gordon G. Thiessen, Governor of the Bank of Canada, 1994 to 2001.

III-1-3 Le ciblage monétaire en Allemagne : Expérience et leçons⁵³

La rédaction qui a précédé a présenté le ciblage monétaire comme une stratégie dépassée puisqu'elle a été abandonnée par la plupart des pays qui l'avait adopté et qu'elle semble, aujourd'hui, ne jouer qu'un rôle mineur dans les processus de gestion et de prise de décision de la politique monétaire et économique. La réussite de la stratégie de ciblage monétaire par la Bundesbank en Allemagne laisse cependant cette stratégie encore d'actualité. Ce n'est sans doute pas un hasard que le ciblage monétaire est présenté comme candidat sérieux en tant que stratégie de politique monétaire de la BCE et que les opinions des chercheurs et économistes semblent faire l'unanimité sur les bons résultats générés par le ciblage monétaire en Allemagne.

La Bundesbank⁵⁴ a donc officiellement adhéré au ciblage monétaire en 1974 et l'a poursuivi pendant presque trois décennies. Comme on l'a souligné précédemment, le succès de cette stratégie et sa réussite dans le contrôle de l'inflation au cours d'épisodes critiques est certainement la raison pour laquelle il y a encore des protagonistes d'une telle stratégie et qu'elle représente un élément principal du régime de la politique monétaire de la BCE. La Bundesbank avait, au début, choisi de cibler un agrégat monétaire au sens étroit, somme de la monnaie centrale et des dépôts bancaires, jusqu'en 1988 où elle avait décidé de cibler un agrégat plus large M3, considérant ainsi que ce denier était supérieur en termes de stabilité et de contrôlabilité que les agrégats étroits et qu'il était peu sensible aux fluctuations des taux d'intérêt Von Hagen (1995). Les cibles monétaires étaient généralement présentées sous forme de fourchettes annuelles (exception faite pour l'année 1989) et étaient générées par une règle « quasi-automatique » de rétrocontrôle à partir d'estimations pour la croissance de l'output potentiel, du renchérissement et de la variation de la vitesse de circulation de la monnaie Clarida et Gertler (1996).

⁵³ Cette partie est inspirée des travaux de Mishkin (2000) et de Von Hagen (1995)

⁵⁴ <http://www.bundesbank.de>

La publication des valeurs de référence fixées pour l'agrégat ciblé était au même moment complétée par des informations sur le modèle macroéconomique en place mettant ainsi en exergue l'engagement fort de la part des autorités monétaires en faveur d'une stratégie de communication claire et transparente Bernanke et Mishkin (1992)⁵⁵.

Lorsque la Bundesbank avait instauré sa première cible monétaire vers la fin de l'année 1974, elle avait défini un objectif ultime à moyen terme de 4% pour l'inflation. Ce taux était alors considéré comme dépassant largement la norme pour un objectif de stabilité des prix à long terme. Elle a de ce fait, clarifié que cet objectif à moyen terme n'était qu'un « *taux de renchérissement inévitable* » (*Unavoidable rate*) et qu'il était donc différent de ses perspectives de long terme. Cette approche graduelle a donné lieu à une longue période de neuf ans pour que l'inflation converge vers une valeur considérée comme compatible avec la stabilité des prix. En 1984, la Bundesbank a révisé la cible à moyen terme et a intitulé le « *taux de renchérissement inévitable* » « *taux de croissance normatif des prix* » (*normative rate*) et l'a fixé à 2% jusqu'en 1997 où il a été instauré sous forme de fourchette entre [1.5%,2%]. Au cours des années 90, un certain nombre de facteurs internes dont la réunification des deux Allemagne de l'Ouest et de l'Est, la reconstruction de l'Allemagne de l'Est qui a engagé des frais exorbitants avec des réformes fiscales sans précédents et les innovations financières ont eu un effet significatif sur la demande de monnaie. Ces éléments ont contribué à une augmentation de la volatilité de la croissance monétaire, mais n'ont aucunement bouleversé la stratégie de ciblage monétaire de la Bundesbank. Cette dernière a ainsi continué à cibler la croissance monétaire en suivant de près non seulement l'agrégat ciblé (M3) mais aussi les

⁵⁵ Selon Bernanke et Mishkin (1992), l'une des principales caractéristiques du ciblage monétaire en Allemagne est qu'il avait été très différent de la recommandation faite par Milton Friedman pour une utilisation d'une règle passive de croissance monétaire. La Bundesbank autorisait ainsi des écarts, multiples et pour des périodes relativement longues, de la cible par rapport aux fourchettes de référence pré-définies. Les cibles avaient ainsi été ratées dans 50% des cas, échecs qui avaient, le plus souvent, eu lieu au cours des premières phases d'implémentation du ciblage monétaire en Allemagne.

autres agrégats. Cette stratégie de ciblage monétaire axée sur le long terme était complétée par une analyse d'un certain nombre d'indicateurs monétaires et de l'activité réelle, ces derniers incluent les contreparties de la masse monétaire, la structure par terme des taux d'intérêt, etc. La fonction de réaction de la Bundesbank serait donc, dans l'ensemble, déterminée non seulement par les mouvements dans l'agrégat M3 ciblé, mais aussi par une information supplémentaire fournie par une multitude de variables de contrôle. Pour résumer, la Bundesbank a poursuivi une stratégie de ciblage monétaire basée sur une approche « multi-indicateurs » classés par ordre d'importance où l'agrégat M3 aurait joué un rôle de premier plan. Le ciblage monétaire n'empêche, dans ce cas, pas une réaction basée sur une information fournie par les autres indicateurs mais la monnaie continue à être le principal indicateur et déterminant des actions et de l'orientation de la politique monétaire⁵⁶.

Les expériences des pays industrialisés avec le ciblage monétaires permettent de déduire trois principales conclusions. D'abord il est incontestable que les économies engagées dans un processus de libéralisation et donc d'innovations financières connaîtront un degré élevé d'instabilité dans la demande de monnaie compliquant ainsi la tâche des autorités monétaires dans la poursuite de cibles intermédiaires. Les expériences de pays comme les Etats Unis, le Canada ou l'Angleterre en matière de ciblage monétaire montrent en effet que les innovations financières ont introduit une instabilité dans la demande de monnaie qui les a poussé à abandonner cette stratégie d'ancrage nominale. Ces expériences confirment donc que le fait que la contrôlabilité de la monnaie et la stabilité de la relation entre les agrégats monétaires et les variables ou objectifs ultimes (inflation et output) sont cruciales pour la réussite du ciblage monétaire. Le même problème technique, c'est-à-dire d'instabilité dans la relation entre monnaie et cible ultime, a été identifié pour les économies émergentes telles que le Mexique ou le Pérou en Amérique Latine Mishkin et

⁵⁶ Issing (1996) souligne qu'« en fin de compte et en pratique le ciblage monétaire de la Bundesbank n'est pas si différent du ciblage d'inflation »

Savastano (2000). Il semble aussi que toutes les banques centrales qui ont échoué à cibler les agrégats monétaires ont adopté ces variables comme seuls déterminants des décisions de politique monétaire et les ont suivies à la loupe sans se préoccuper des développements qui surviennent dans d'autres variables financières ou réelles, ceci a donné lieu à de multiples erreurs de jugement Estrella et Mishkin (1996). L'expérience de la Bundesbank suggère ensuite que le ciblage monétaire a plutôt été considéré et utilisé comme une stratégie de communication pour clarifier les intentions et l'orientation de la politique monétaire et l'engagement en faveur d'une stratégie axée sur le contrôle de l'inflation et la stabilité des prix à long terme. La Bundesbank a alors utilisé le ciblage monétaire pour énoncer de façon claire et explicite que, même dans le cas de ratage des cibles, toutes les décisions et actions entreprises auront pour seul objectif le maintien de la stabilité des prix à long terme. Cette stratégie de communication avec le public a permis d'améliorer la transparence et la responsabilité de la Bundesbank. Au contraire, les expériences des États-Unis, du Canada ou de l'Angleterre montrent que leurs banques centrales ont fortement négligé le processus de communication ce qui a réduit leur transparence et s'est répercuté sur leur crédibilité et responsabilité. Mishkin (2000) souligne que l'un des pré-requis essentiels pour la réussite du ciblage monétaire réside aussi dans la compréhension et de l'assimilation par le public des avantages de la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Il ajoute que si la stratégie de la Bundesbank a insisté dans sa stratégie de communication sur les avantages de la stabilité des prix et des perspectives de long terme liées à leurs stratégies de ciblage monétaire, les banques centrales d'autres pays l'ont fortement négligé. Il souligne ainsi, que le ciblage monétaire serait inadéquat dans le cas des économies émergentes où la faible crédibilité des autorités monétaires rend une telle stratégie vouée à l'échec. L'expérience de la Bundesbank montre enfin qu'une stratégie de ciblage monétaire basée sur une règle rigide ou mécaniste à la Friedman n'est pas nécessaire sinon indésirable. Ainsi et malgré les ratages multiples des cibles et la poursuite de plusieurs cibles à la fois, la Bundesbank a réussi à contrôler l'inflation. Cela dénote donc

l'importance de la flexibilité dans le ciblage monétaire mais aussi de la rigueur de la stratégie de communication avec le public.

III-2 Le ciblage d'inflation

Les désillusions des économies industrielles avec les régimes de ciblage monétaire, les échecs répétés et l'instabilité persistante des relations entre la croissance monétaire et l'inflation à cause des innovations financières ont poussé la plupart des pays à cesser de cibler les agrégats monétaires pour fixer directement une norme d'évolution des prix. Durant les années 90, et dans le sillage de la Nouvelle-Zélande, un nombre croissant d'économies industrialisées et émergentes incluant le Canada en 1991, le Royaume Uni en 1992, le Brésil en 1999 ou plus récemment le Mexique en 2001, se sont alors fixées des cibles d'inflation aux fins de la conduite de leur politique monétaire. L'introduction d'une telle stratégie a certainement mis en relief le fait que ces pays ont su reconnaître les bénéfices pouvant provenir de la stabilité des prix. Le ciblage direct d'inflation est une stratégie d'ancrage nominale qui semble donner d'assez bons résultats pour les pays concernés. L'inflation a en effet été ramenée à des bas niveaux sans que la croissance économique n'en souffre⁵⁷. Cependant et en dépit de l'envergure du succès du ciblage d'inflation, le débat est en train de se poursuivre sur la meilleure façon de mettre en œuvre une telle stratégie, c'est-à-dire sur la définition de la valeur ou l'horizon à fixer pour la cible ou encore le rôle du taux de change dans un tel régime, dans les économies industrialisées et sur la possibilité de son implémentation ou sa faisabilité dans les économies émergentes.

Selon Jonsson (1999), le principal avantage du ciblage d'inflation est qu'il permet d'atteindre et de maintenir un niveau d'inflation faible et stable avec, à terme, des gains et des bénéfices potentiels pour la croissance économique. Le

⁵⁷ Selon Fraga, Gooldfajn, Minella (2003) cette dernière en a même bénéficié.

ciblage d'inflation permettrait aussi, et contrairement aux stratégies de ciblage monétaire ou de ciblage du taux de change, à la banque centrale de se focaliser sur des considérations économiques intérieures et de réagir face à des chocs exogènes Mishkin (2000). Le ciblage d'inflation permettrait au même moment d'augmenter la crédibilité de la banque centrale en introduisant une transparence accrue dans les processus de décision et de communication et en fournissant un point d'ancrage qui permet de fixer et de réduire les anticipations inflationnistes des agents économiques. Le Ciblage d'inflation conférerait enfin à la banque centrale une certaine discrétion dans la conduite de sa politique monétaire. Elle disposerait, dans ce cas, d'une plus grande marge de manœuvre et donc d'une flexibilité accrue dans ses décisions opérationnelles et réactions face aux chocs Jonsson (1999). Le ciblage d'inflation présente cependant plusieurs inconvénients puisque contrairement au ciblage du taux de change ou au ciblage monétaire, le ciblage d'inflation ne représente pas une règle de rétrocontrôle automatique, ce qui rend sa gestion difficile à effectuer surtout dans le cas de banques centrales qui ne se sont pas encore familiarisées avec de telles stratégies Jonsson (1999). Aussi, le Ciblage d'inflation est une stratégie fondée sur les projections d'inflation, c'est donc une approche prospective (*forward-looking*) qui nécessite de prendre en considération les retards de transmission dans les changements de politique économique et monétaire et leurs impulsions sur les objectifs d'inflation. Les autorités monétaires doivent donc être capables de réagir (ou de ne pas réagir) pour corriger aujourd'hui les écarts futurs susceptibles de survenir entre l'inflation actuelle et la valeur ciblée. Elles doivent donc disposer de modèles et d'instruments de prévisions puissants et doivent avoir une connaissance parfaite du mécanisme de transmission Debelle et Lim (1998). Contrairement au ciblage du taux de change ou au ciblage monétaire, le contrôle de l'objectif final d'inflation est imparfait puisque les effets des actions entreprises par la banque centrale ne se manifesteront qu'après un retard plus ou moins long. Ce contrôle imparfait de l'inflation peut générer de fréquentes erreurs de prévision qui engendrent des ratages multiples de la cible et qui seront dans ce cas difficiles à expliquer avec de graves

conséquences pour la crédibilité des autorités monétaires. Bon nombre d'auteurs, Svensson (1997) en particulier, ont proposé dans ce cas de considérer la prévision de l'inflation comme un objectif intermédiaire et non comme une variable informationnelle. Mishkin et Savastano (2000) soulignent enfin que le ciblage d'inflation nécessite un régime de change flexible ce qui peut causer une instabilité et une fragilité financière en présence d'une dollarisation de la dette et de dominance budgétaire.

III-2-1 Le ciblage d'inflation : pré requis et fonctionnement

Au delà du critère de stabilité macro-économique qui exige que la politique monétaire ne soit pas soumise à des impératifs budgétaires, d'absence de seignuriage qui implique la réduction des possibilités de financement monétaire des déficits publics et de développement et de stabilité du secteur financier qui appelle à un marché financier profond et liquide, qui s'ils ne sont pas remplies, peuvent discréditer n'importe quelle stratégie de politique monétaire, les économistes identifient trois principales conditions qui permettent d'assurer le bon fonctionnement d'une stratégie de ciblage d'inflation. Ces conditions incluent l'indépendance de la banque centrale, l'absence d'autres objectifs ciblés par la banque centrale et pouvant entrer en conflit avec la poursuite de la cible d'inflation et la présence d'une relation stable et prévisible entre les instruments de la politique monétaire et l'inflation Masson, Savastano et Sharma (1997).

Les partisans du ciblage d'inflation présentent la condition d'indépendance de la banque centrale au premier rang des mesures qui doivent être remplies afin de garantir le bon fonctionnement de cette stratégie de politique monétaire. Ils associent, en général, l'indépendance de la banque centrale à la crédibilité qui peut se manifester à travers une régulation de la transparence avec un engagement plus fort et une plus grande lisibilité dans la réalisation des objectifs. Une banque centrale est dite indépendante si elle n'est

pas soumise aux directives du gouvernement, en opposition à la situation de dépendance dans laquelle la politique monétaire est établie par le ministère des finances. Il faut dire que, dans la plupart des pays industrialisés, l'indépendance des banques centrales est garantie par la loi. Ainsi, et dans le cadre des statuts de la BCE, il est mentionné que : seule une décision unanime des vingt-cinq Etats membres, suivie d'une ratification par leurs parlements, permettrait de les changer. Ces statuts stipulent que « *Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le présent traité et les statuts du système européen des banques centrale, ni la BCE, ni une banque centrale nationale ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou des organes communautaires, des gouvernements des Etats membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des Etats membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions*⁹². » Dans le cas des Etats Unis, la Réserve Fédérale dispose de moins de garanties formelles, mais sa réputation lui confère, dans une certaine mesure, une immunité contre le pouvoir gouvernemental.

Il faudrait donc distinguer entre deux concepts fondamentaux à savoir l'indépendance légale et l'indépendance réelle. La première trouve son fondement dans les éléments inscrits dans la législation. Ces derniers incluent la procédure de nomination du gouverneur et des membres du conseil de la banque centrale, la durée du mandat de ses membres, l'objectif qu'il doivent poursuivre, l'obligation ou non de rendre compte des performances enregistrées à un autre organe ou au public, la présence ou non d'un membre représentant du gouvernement, le rôle du ministère des finances, l'interdiction ou non de monétiser le déficit public ou d'accorder des profits à l'économie etc. La

⁹² Article 108 du traité instituant la Communauté Européenne.

seconde dépend quant à elle de l'influence ou du pouvoir qu'exerce le gouvernement sur les décisions et l'activité de la banque centrale. Le contrôle qu'exerce le gouvernement sur la banque centrale peut passer par plusieurs canaux notamment, par la désignation d'un gouverneur ou de membres proches du gouvernement ou par une situation de dominance budgétaire, et peut être décelé par plusieurs moyens incluant les questionnaires aux membres de la banque centrale, l'analyse de la durée réelle des mandats des gouverneurs et des membres et de la corrélation entre le changement du gouverneur et la variabilité politique. La traduction de l'indépendance légale par une indépendance réelle a reçu un intérêt particulier de la part de plusieurs économistes. Les travaux de Cukierman (1993) montrent par exemple que l'indépendance légale se traduit par une indépendance réelle avec plus de difficulté dans les économies émergentes que dans les économies industrialisées. Une autre distinction devant être prise en considération par les autorités monétaires est celle retenue par Debelle et Fisher (1994), entre indépendance des objectifs et indépendance instrumentale⁵⁸. Les auteurs soulignent que l'indépendance des objectifs implique une complète liberté de décision de la part de la banque centrale quand à l'objectif à poursuivre. Par indépendance instrumentale les auteurs entendent la liberté dont dispose la banque centrale dans ses décisions quand à la définition et la manipulation de ses instruments de politique monétaire en vue d'atteindre son objectif.

La réussite d'une stratégie de ciblage d'inflation dépend de manière importante du degré d'indépendance de la banque centrale dans la conduite de la politique monétaire. Ceci n'implique cependant pas une indépendance complète (instruments et objectifs) mais nécessite que les autorités monétaires soient capables de guider et de manipuler librement leurs instruments pour réaliser les objectifs fixés. On peut donc dans un premier temps conclure que

⁵⁸ Goal independence et instrumental independence.

l'indépendance légale doit impérativement se traduire par une indépendance réelle mais aussi qu'un certain degré d'indépendance instrumentale est requis.

Indépendance, crédibilité et réputation de la banque centrale sont ensuite des concepts fortement liés. La crédibilité des autorités monétaires sera de ce fait difficile à instaurer lorsque l'activité de la banque centrale est influencée par le gouvernement ou lorsque ce dernier bénéficie de conditions privilégiées par rapport à celles prévalant sur le marché financier. Il n'est donc pas nécessaire que la banque centrale finance les dettes publiques avec des taux relativement faibles ou que son activité soit caractérisée par un fort degré d'activisme budgétaire. Dans le cas contraire, l'inflation aura des racines budgétaires et la politique monétaire sera de moins en moins capable de poursuivre sa stratégie de ciblage d'inflation. L'économiste Kenneth Rogoff souligne que la nomination de banquiers conservateurs peut dans ce cas être une garantie contre le laxisme budgétaire de la banque centrale. Le conservatisme, ou opposition accentuée contre l'inflation, permet dans le cas où les autorités monétaires sont soumises aux pressions du gouvernement, d'éradiquer les tentations qui les poussent à orienter la politique monétaire vers d'autres objectifs que la stabilité des prix. L'approche par le contrat à la Walsh, qui se base sur une logique de séparation des rôles entre le gouvernement et la banque centrale, est aussi une autre alternative qui pourrait permettre de garantir la traduction de l'indépendance légale par une indépendance réelle, et donc de renier les possibilités de contrôle gouvernemental sur la politique monétaire. La réussite d'une stratégie de ciblage d'inflation se fonde donc sur la nécessité d'orienter la politique monétaire vers la stabilité des prix, qui dépend du degré d'indépendance de la banque centrale et de son aptitude à écarter tout type d'interférences susceptibles de causer des pressions inflationnistes qui compliqueraient la gestion de la stratégie de ciblage.

La deuxième condition devant être remplie est relative à l'unicité de la cible. L'absence d'autres cibles nominales telles que le niveau des salaires, la

croissance économique, le taux de chômage ou le taux de change nominal est donc une condition primordiale pour le succès du ciblage d'inflation⁵⁹. Un pays qui a choisi un régime de change fixe ne sera, par exemple, pas capable de réaliser simultanément la cible d'inflation et la cible du taux de change. Cela est d'autant plus important à souligner pour les économies émergentes qui ont adopté une stratégie de ciblage d'inflation et qui exhibent un fort degré de peur du flottement Agénor (2001). L'expérience d'Israël offre une illustration parfaite de la poursuite d'une stratégie de ciblage où les autorités ont ciblé à la fois l'inflation et le taux de change. La compatibilité entre les deux cibles a cependant été remise en question à plusieurs reprises suite à des entrées massives et non anticipées de capitaux dans le pays. Les opérations de stérilisation très limitées et très coûteuses qui ont été entreprises n'ont pas réussi à réduire les pressions sur l'appréciation du taux de change, ce qui a poussé la banque centrale d'Israël à choisir entre réduire les taux d'intérêt pour stopper l'appréciation du taux de change et les maintenir constants par souci de compatibilité avec la cible d'inflation. Ce dilemme a le plus souvent été résolu en faveur de l'objectif d'inflation et la fourchette du taux de change a été graduellement élargie Masson, Savastano et Sharma (1997).

L'instauration d'une stratégie de ciblage d'inflation nécessite enfin la présence d'une relation stable entre inflation et instruments de la politique monétaire. Les autorités monétaires doivent donc être capable de modéliser la dynamique de l'inflation et de générer des prévisions assez pertinentes pour pouvoir servir dans le processus de décision. Elles doivent aussi disposer d'instruments efficaces pour influencer les variables macroéconomiques. Cela requiert à son tour des marchés de capitaux suffisamment développés pour garantir l'efficacité de la politique monétaire. On peut dès lors conclure à l'infaisabilité du ciblage d'inflation pour des pays qui connaissent des taux d'inflation à deux chiffres puisque les variables nominales connaissent dans une

⁵⁹ Pour Debelle (1997), la poursuite de cibles d'inflation n'est pas incompatible avec des objectifs de plein emploi à long terme ou de stabilité financière.

telle situation un degré d'inertie élevé et que la politique monétaire tend à avoir des effets imprévisibles sur l'inflation.

III-2-2 Le ciblage d'inflation en pratique

La mise en œuvre d'une stratégie de ciblage d'inflation dépend aussi de manière cruciale des différents aspects pratiques liés à la cible. Il importe donc de spécifier au préalable les différentes étapes requises pour la conception des régimes axés sur l'utilisation de cibles d'inflation. Ces dernières incluent le choix de l'horizon de la cible, de la valeur de la cible, l'indice des prix à cibler et de la nature de la cible.

Afin de pouvoir identifier de manière adéquate l'horizon de la cible, les autorités monétaires doivent avoir une connaissance approfondie du mécanisme de transmission des impulsions de la politique monétaires et des différents canaux qui y interagissent. En effet, La politique monétaire fait sentir ses effets sur l'économie, en particulier sur l'inflation, avec des longs décalages. Dans les pays industrialisés, on estime en général à environ deux ans le délai qui s'écoule entre le moment où sont prises les mesures de politique monétaire et celui où elles agissent sur le taux d'inflation. Des horizons plus courts peuvent tout d'abord causer des problèmes liés à la contrôlabilité ou aux ratages fréquents de la cible d'inflation ou à la possible instabilité des instruments de la politique monétaire puisque lorsque l'horizon choisi pour la cible est court, les autorités monétaire peuvent être amenées à modifier trop souvent le niveau des instruments afin de respecter les cibles Mishkin (2001). Les horizons des cibles adoptés par la plupart des pays industrialisés ont en grande part été liés aux taux d'inflation qui prévalaient au moment de l'adoption du ciblage de l'inflation. Dès lors, les pays qui présentaient des taux d'inflation très élevés par rapport aux valeurs de références visées ont opté pour des horizons plus ou moins long de deux ans ou plus. Au contraire et dans les pays où le niveau de l'inflation

était déjà bas, les cibles d'inflation annoncées ont été immédiates et définitives (Debelle (1997)).

La valeur de référence de la cible d'inflation est un autre aspect très important de la stratégie de ciblage d'inflation. Pour déterminer la cible d'inflation appropriée, les autorités monétaires doivent commencer par établir ce qu'elles entendent par stabilité des prix. Si en théorie un objectif d'inflation nulle est désirable et semble pouvoir garantir la stabilité des prix, Debelle (1997) suggère un taux d'inflation faible et supérieur à zéro. Mishkin (2001) considère aussi qu'un taux d'inflation se situant entre 0 et 3% est préférable mais qu'un taux d'inflation nulle, en cas de périodes déflation, peut favoriser l'instabilité financière et qu'un taux d'inflation trop bas engendre une inefficience et fait augmenter le taux de chômage naturel. L'auteur ajoute qu'une cible d'inflation de 2% est tout à fait logique et que presque tous les pays qui ont publié des cibles d'inflation ont opté pour des taux légèrement supérieurs à zéro afin de tenir compte des biais de mesure contenus dans l'inflation mesurée par les indices des prix à la consommation.

Le troisième élément devant être pris en compte par la banque centrale concerne le choix de l'indice des prix. Ce dernier varie d'un pays à un autre vu qu'il existe différentes méthodologies pour sa détermination. Nous notons cependant que la majorité des cibles d'inflation ont été spécifiées en terme de l'indice des prix à la consommation plutôt qu'un autre indice. Cet indice présente les principaux avantages d'être disponible et avec des fréquences relativement élevées et d'être compréhensible par le public (Debelle (1997)). C'est aussi une mesure qui est subdivisée en un grand nombre de sous-composantes ce qui permet un raffinement de son étude et qui s'applique à la dernière étape de l'échelle de la consommation ce qui en théorie, permet de tenir compte de l'effet inflationniste lors des étapes intermédiaires. Un certain nombre de pays ont néanmoins eu recours à une mesure de l'inflation «sous-jacente» plutôt que l'inflation globale, les mesures de cette dernière pouvant

être très instables à cause des fortes fluctuations des prix des produits de base ou des produits alimentaires. Ce concept d'inflation sous-jacente est devenu avec les années des plus importants pour les banques centrales. Il consiste à viser une mesure de l'inflation basée sur un indice des prix sans les composantes les plus volatiles (énergie, alimentation etc..). La détermination d'un taux d'inflation sous-jacent reste néanmoins subjective et son utilisation pose problème si les décisions de fixation des prix et des salaires dans l'économie s'établissent exclusivement sur la base de l'inflation globale.

Les autorités monétaires doivent enfin choisir entre le ciblage d'une valeur ponctuelle de l'inflation ou d'une fourchette. Le Chili ou le Royaume-Uni ont par exemple opté pour des cibles ponctuelles, tandis que la plupart des autres pays ont choisi des cibles sous forme de fourchettes. Cette dernière présente le principal avantage de conférer une plus grande souplesse aux responsables de la politique monétaire. En outre, elle transmet au public un message important, à savoir que le processus d'inflation est marqué par des incertitudes qui limitent forcément la capacité de la banque centrale à maîtriser l'inflation. La difficulté à prévoir avec certitude l'évolution future de l'inflation et les longs retards de transmission appellent donc à un établissement des cibles fourchettes plutôt que ponctuelles. Par rapport à une fourchette, une cible ponctuelle permet d'éviter que la banque centrale ne se focalise de manière exagérée sur le maintien du taux d'inflation à l'intérieur des limites de la fourchette, voire se concentre uniquement sur une extrémité de la fourchette, au lieu d'essayer d'en atteindre le point médian. En outre, fixer une valeur numérique précise à la cible d'inflation contribue à ancrer les anticipations d'inflation, ce que ne permet pas une bande de fluctuation et ce d'autant plus elle est large. Selon Debelle (1997) le problème du choix entre une fourchette ou une cible ponctuelle relève d'un arbitrage entre flexibilité et crédibilité. La banque centrale se trouve selon lui placée devant un dilemme peu attrayant : viser une fourchette ce qui risque d'embrouiller le public et d'entamer la crédibilité des autorités monétaires mais avec une plus grande marge de manœuvre et une meilleure probabilité pour la

réalisation des cibles d'inflation ou définir une cible ponctuelle ce qui améliorera leur crédibilité à court terme mais avec des ratages inévitables. Mishkin (2001) souligne la présence du même arbitrage concernant la largeur de la fourchette, il ajoute que l'adoption de fourchette étroite peut amener une volatilité accrue dans l'instrument de la politique monétaire.

III-2-3 Le ciblage d'inflation : expériences et leçons

C'est dans la foulée de la Nouvelle Zélande et du Canada que plusieurs pays ont décidé au cours des années 90 de cibler l'inflation. Ces pays incluant des économies industrialisées et émergentes cherchaient à concrétiser un engagement des autorités monétaires à ramener l'inflation à un bas niveau et de l'y maintenir. Selon Fraga, Gooldfajn et Minella (2003) les performances du ciblage d'inflation ont été positives puisque l'inflation a baissé aussi bien dans les pays industrialisés que dans les pays en développement. Les auteurs soulignent, toutefois, que les performances ont été relativement meilleures dans les pays industrialisés et que cela peut être expliqué par une plus forte volatilité macroéconomique et une plus faible crédibilité dans les économies émergentes. La Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande et l'Espagne ont donc été parmi les premiers pays industrialisés à mettre en place des cibles explicites de maîtrise d'inflation⁶⁰. Ces pays avaient principalement en commun un passé d'inflation supérieur à la moyenne. Dans certains cas, ils avaient déjà eu recours à des stratégies de ciblage des agrégats monétaires ou aux taux de change fixes mais leurs efforts étaient restés vains ou n'avaient pas récolté les succès escomptés. De plus, contrairement aux pays où l'inflation était restée relativement faible (Etats Uni, Allemagne ou Japon), ils ne pouvaient compter sur un engagement général, non chiffré, envers de bas niveaux d'inflation en raison de leur passé d'inflation et du manque de crédibilité de la politique monétaire et de réputations non établies des banques centrales. Ces

⁶⁰ Voir Mishkin et Posen (1997)

pays ont dans l'ensemble réussi à ramener l'inflation à des niveaux compatibles avec leurs objectifs de faibles inflation et de croissance économique soutenue. Ce succès apparent des stratégies de ciblage d'inflation dans les pays industrialisés a amené plusieurs économies émergentes, qui avaient connu des difficultés soit avec leurs stratégies de ciblage du taux de change soit avec leurs processus de désinflation, à envisager le ciblage d'inflation comme leur principal modèle de politique monétaire.

La république tchèque (RT) a ainsi été la première économie en transition à adopter un régime de ciblage de l'inflation après l'abandon du régime de change fixe qui était en place en mai 1997. Ce régime de change fixe a joué un rôle crucial dans la stabilité macroéconomique qu'a connu la RT depuis 1991 puisque le taux d'inflation a rapidement baissé, même s'il est resté à un niveau supérieur à celui des pays développés (aux alentours de 10%) et les salaires et les autres variables nominales se sont rapidement ajustées à ce niveau. Le niveau élevé de l'inflation et le taux de change fixe nominal en RT ont engendré une appréciation réelle qui n'était pas le résultat d'une croissance de la production. La faible compétitivité est devenue, après un certain temps, un problème pressant et pesant pour l'économie qui a connu une surchauffe. Il était clair que le durcissement de la politique monétaire ne pouvait à lui seul venir à bout des déséquilibres qui sont apparus et qui ébranlaient de manière très grave les fondamentaux macroéconomiques du pays. De plus, la politique mixte de durcissement de la politique monétaire et d'une politique budgétaire flexible a rendu la situation encore plus difficile avec une hausse des taux d'intérêts à court terme qui a attiré des flux de capitaux à court terme, un ravitaillement acharné de la croissance des liquidités, un niveau d'inflation élevé et un élargissement sans précédent du déficit courant. En fin de compte, alors que le déficit extérieur continuait à se creuser, et malgré le ralentissement de la croissance en 1996, la situation est devenue insoutenable. Il était alors devenu de plus en plus évident que les ajustements et les actions déjà entreprises ou à entreprendre, sous le régime de change en place, ne pourraient renverser la

détérioration du solde courant. Les incertitudes sur les marchés financiers ont accéléré la fuite des investisseurs étrangers et la ruée vers la cession d'actifs contractés en Couronne tchèque ce qui a forcé les autorités à arrêter de défendre la parité fixe du taux de change en place. Le 26 mai 1997, le gouvernement et la Banque Nationale Tchèque (BNT) ont décidé le flottement de la Couronne. Comme plusieurs économies émergentes, la RT n'a pas abandonné le régime d'ancrage de change à partir d'une position forte, mais a été forcé de le faire à cause de la pression du marché. Ce qui est, cependant, important à noter est que la BNT ne s'est pas longtemps acharnée à défendre la Couronne et n'a donc pas perdu un montant important de réserves de change. Les possibles effets inflationnistes de la dépréciation de la monnaie après l'abandon de la parité de crémaillère et l'absence d'une ancre nominale permettant de guider les anticipations inflationnistes ont amené les autorités à prévoir une hausse de l'inflation dans les mois à venir. La BNT a alors commencé à travailler sur un nouveau modèle de politique monétaire et a annoncé que l'objectif de la politique monétaire se focaliserait sur la stabilité des prix et la réduction des effets inflationnistes des mouvements de change de la couronne. C'est alors que le 21 décembre 1997, la BNT a décidé d'introduire un régime de ciblage de l'inflation dans le but de se prémunir d'une ancre nominale et d'utiliser les instruments de politique monétaire afin d'atteindre le niveau d'inflation ciblé. En optant pour un tel régime, la BNT a fait face à un arbitrage entre la transparence exigée et la capacité à contrôler l'inflation. La BNT a alors opté pour l'inflation sous jacente et a préféré une cible fourchette à une valeur ponctuelle.

La première cible d'inflation à moyen terme a été fixée pour décembre 2000 avec une fourchette de (3.5%-5.5%) avec un taux d'inflation de 7% prévalent en 1997. La BNT avait, en même temps, fixé une cible indicatrice intermédiaire à court terme pour décembre 1998 à savoir (5.5%,6.5%). La BNT a raté toutes les cibles d'inflation sous jacente qu'elle s'est fixée pour les trois 1^{ère} années de 1998 à 2000. La forte désinflation était, alors principalement, le

résultat d'une baisse inattendue dans les prix des produits de consommation et des prix du pétrole combinée à une appréciation du taux de change en 1998 et de la récession économique durant la même année. Malgré les ratages des cibles et des objectifs fixés par la BNT pour la période 1997-1999, on ne peut considérer cette expérience comme étant un échec. En effet, le principal acquis étant une réduction du déficit courant et une stabilisation des anticipations inflationnistes à des niveaux faibles. Depuis sa mise en place en 1997, le régime de ciblage de l'inflation Tchèque a connu une évolution et un processus au cours duquel plusieurs de ses caractéristiques ont été ajustées en fonction des besoins et des nouvelles expériences vécues. En 1999, la BNT a décidé d'adopter une cible à long terme pour 2005 de (1%-3%). Ce niveau de la cible a été fixé avec en vue les perspectives européennes futures. La stratégie a aussi mis en place certains principes permettant de mettre en place des cibles intermédiaires à court terme. Enfin, la BNT a énoncé certaines situations exceptionnelles qui justifieraient les possibles ratages de cibles. Parmi ces facteurs imprévisibles et exceptionnels, la BNT a spécifié : une différence significative entre les prix futurs et actuels des biens de consommation dans le monde, une différence significative entre les taux de change actuel et prévus ou encore les événements extraordinaires et les désastres naturels produisant des chocs à la demande et sur les prix. En avril 2001, la BNT a décidé que les principaux arguments en faveur d'un ciblage de l'inflation nette n'avaient plus de raison d'être et a décidé de cibler l'inflation reflétée par l'IPC. Elle a dès lors fixé une cible à moyen terme de (3%5%) en janvier 2002 avec un objectif ultime d'une cible de (2%-4%) pour décembre 2005. Cette cible a été fixée avec le consentement du gouvernement nécessaire en ce temps là. Enfin, et dans le cadre de sa politique de ciblage de l'inflation, la BNT a adopté une politique de communication avec le public qui a évolué de pair avec la stratégie de ciblage. Les principales lignes de cette stratégie de communication ont été : des rapports sur l'évolution actuelle et prévues de l'inflation, une publication complète de rapports sur les discussions et débats de politique monétaire au sein de la BNT

etc... Cette stratégie concernait non seulement la sphère monétaire mais aussi la transparence dans les activités opérationnelles et financières de la BNT.

La Pologne a aussi essayé de maîtriser le niveau de l'inflation dans le pays en basant sa politique monétaire sur une stratégie de ciblage de l'inflation. En janvier 1990, les autorités monétaires polonaises avaient décidé de rattacher le zloty par rapport au dollar américain et de définir leur stratégie de politique par le ciblage de la croissance de l'agrégat M2. La libéralisation initiale des prix en 1989 et l'abolition complète des contrôles des prix en 1990 avaient alors amené une hausse démesurée dans l'IPC qui avait alors augmenté de 1100% au cours des premiers mois de l'année. Les efforts considérables, mis en œuvre par les autorités monétaires, sont toutefois arrivés à venir, quoi que partiellement, à bout de cette dérive inflationniste avec une stabilisation relativement réussie de l'IPC en dessous de 100% au début de l'année suivante. Les effets de la forte appréciation réelle du zloty, qui était apparue et qui se sont fait sentir sur le solde de la balance courante et la position extérieure de l'économie polonaise, ont amené les autorités monétaires à envisager l'introduction de sérieuses mesures correctrices. En mai 1991, le zloty a été dévalué pour la première fois de 17% par rapport au dollar et a été ensuite rattaché à un panier. Ce régime de taux de change fixe a été ensuite remplacé, en octobre de la même année, par une parité à crémaillère avec un glissement mensuel de 1.8% ce qui a permis de réduire modérément la hausse des prix. Au cours de la même période le déficit public était maintenu aux alentours de 3% du PIB et était principalement financé par des emprunts intérieurs. Dans un tel contexte, caractérisé par des taux d'intérêt relativement élevés et des entrées massives de capitaux à court terme, le processus de désinflation a demeuré relativement lent par rapport aux ambitions des autorités polonaises. En 1993, le taux d'inflation est passé en dessous de la barre des 40% et s'est stabilisé deux ans plus tard aux alentours de 30%. Au cours des années 90, le taux de glissement du zloty a été réduit périodiquement et de manière graduelle. En 1997 le zloty a été autorisé à fluctuer à l'intérieur d'une fourchette de +/- 7% par rapport à la parité centrale. En

février 1998, cette marge de fluctuations a été élargie à +/- 10% avec un taux de glissement réduit à 0.8% afin d'éviter l'apparition de possibles interférences entre les cibles monétaires et le taux de change. Même si, la banque centrale a très souvent raté les cibles intermédiaires annoncées, cette stratégie d'élargissement graduel de la marge des fluctuations du taux de change a été l'un des principaux piliers de la réussite du processus de désinflation en Pologne et le régime de parité à crémaillère a permis aux autorités monétaires de réduire l'inflation de 30% à un taux à un seul chiffre. u cours des années 1991 et 1992 alors que l'inflation continuait sa baisse progressive, les taux de marché monétaire avaient considérablement baissé. En 1993, la banque centrale avait alors considéré que le marché monétaire était devenu suffisamment développé pour pouvoir adopter le taux du marché comme cible opérationnelle. Elle a cependant, temporairement renoncé à cet instrument, pour recourir à la base monétaire en 1995, et l'a définitivement rétabli en février 1998. L'intégration croissante des marchés financiers polonais dans les marchés internationaux et leur dynamique de développement rapide ont amplifié les interférences entre les cibles intermédiaires de croissance monétaire et les objectifs de lissage des fluctuations de la monnaie. Ces nouvelles données, aggravées par un ravitaillement excessif de liquidité qui handicapait la transmission de signaux clairs sur la situation du système financier vers l'économie, ont aussi considérablement bouleversé la relation entre monnaie et inflation et modifié la fonction de demande de monnaie dans le pays. Les autorités monétaires ont dès lors opté pour une stratégie de ciblage d'inflation à la place des cibles monétaires et du taux de change.

Le conseil de la politique monétaire et la Banque Nationale de Pologne ont annoncé conjointement en septembre 1998 leur décision d'adopter une stratégie de ciblage d'inflation. Cette décision a été, dans une grande part, motivée par les perspectives d'adhésion à l'union européenne. Les autorités monétaires ont, cependant, montré une certaine méfiance, puisqu'elles considéraient que les conditions techniques (lacunes dans la modélisation et prévision de l'inflation,

mauvaises connaissances des mécanismes et des retards de transmission des impulsions monétaires) et institutionnelles (manque de coordination entre autorités monétaires et budgétaires) n'étaient pas remplies. La première cible d'inflation a été annoncée pour la fin de l'année 1999 avec une fourchette de (8%-8.5%) avec principal objectif à long terme de réduire l'inflation sous la barre de 4% à l'horizon 2003. Ces deux cibles ont été complétées par l'annonce de cibles fourchettes de (5.4%-6.8%) pour 2000 et de (6%-8%) en 2001. En 2001, les autorités monétaires ont adopté un régime de flottement dirigé. Depuis son adoption en 1998, le régime de ciblage de l'inflation polonais a permis d'enregistrer des résultats encourageants. Les autorités ont cependant continué à lutter contre la dérive inflationniste. En 1998, une appréciation nominale notable du zloty, combinée à un choc négatif à la demande provenant de la baisse de la demande russe ont permis de réduire les pressions inflationnistes. Cela a permis aux autorités monétaires polonaises de viser la réduction du déficit budgétaire à 2.6% du PIB en 1999 et de réduire les taux d'intérêt. Les résultats escomptés ne se sont cependant pas réalisés, au contraire, le déficit courant s'est élargi pour atteindre 8% du PIB en 1999. Au même moment, il y avait eu une réapparition de pressions inflationnistes suite à la hausse des prix du pétrole, de l'augmentation des tarifs sur les importations des produits alimentaires et de la rapide accélération de la demande de crédits par les ménages ce qui a valu le ratage de la cible d'inflation. La Banque centrale a dû alors rehausser quatre fois ses taux entre septembre 1999 et août 2000. Ce resserrement des conditions monétaires accompagné du renforcement du zloty, de la hausse modérée dans les salaires réels et de la décélération dans l'offre de monnaie et de crédit ont permis à la Banque nationale de Pologne de réduire l'inflation et de la faire converger vers les taux des principaux pays européens.

Les expériences d'économies émergentes ou en transition, telles que la République Tchèque, la Pologne soulignent un point important à savoir que l'adoption du ciblage d'inflation a été progressive. Ces pays sont ainsi passés progressivement d'un ciblage de marges de fluctuations du taux de change au

ciblage de l'inflation seule, sans satisfaire d'emblée à toutes les conditions indispensables incluant une situation budgétaire saine, une coordination étroite entre autorités monétaires et budgétaires, une indépendance suffisante de la banque centrale et une connaissance avancée des canaux de transmission. Malgré ces lacunes, les résultats du ciblage d'inflation ont été relativement bonnes à la fois en termes de réduction de l'inflation et de croissance économique. Presque toutes les économies émergentes ont adopté le ciblage d'inflation lorsque les taux prévalent étaient très élevés. Les stratégies ont alors été progressives et utilisées principalement en tant que processus de désinflation, ce qui suggère que le ciblage d'inflation peut être, sous certaines conditions, une stratégie de désinflation réussie. Ces expériences mettent aussi en exergue que tôt ou tard, les autorités monétaires qui ont adhéré à une stratégie de ciblage d'inflation, doivent adopter un régime de change flexible. Initialement, ces pays maintenaient le taux de change à l'intérieur d'une fourchette plus ou moins large, mais au fur et à mesure que l'inflation baissait, les interférences entre les cibles d'inflation et le maintien de la parité du taux de change s'amplifiaient mettant en relief l'incompatibilité de ces deux objectifs. Si certaines banques centrales se sont assurées, au préalable, d'énoncer leurs réactions et de fixer leurs priorités lors de l'émergence de tels conflits, d'autres se sont contentées de les résoudre au moment de leur survenue. Les conflits entre les deux objectifs se sont le plus souvent résolus en faveur de la cible d'inflation.

IV- Développement des systèmes financiers et gestion des flux de capitaux.

La transition de certains pays émergents à un régime de change flexible reste entravée par un système financier peu développé, fragile et concentré dans une activité bancaire très rudimentaire. Les opinions s'accordent à dire qu'une libéralisation financière prématurée et l'adoption d'un régime de change flexible

peuvent dans ce cas faire sombrer l'économie dans une crise du type de celles qu'ont expérimenté les pays asiatiques au milieu des années 90⁶¹.

L'expérience récente des économies asiatiques et l'éclatement des crises bancaires dans ces pays ont donc servi à montrer les larges dysfonctionnements qui régissent les systèmes financiers dans les économies émergentes, la vulnérabilité de ces systèmes et leur incapacité à gérer des mouvements massifs de flux de capitaux et les défauts de supervision, de mesures règlementaires et de stratégies de gestion des risques de liquidité. Les systèmes financiers, et plus précisément les banques, des économies émergentes représentent de ce fait une réelle problématique et une entrave à la libéralisation complète de leurs comptes financiers et au passage à un régime de change flexible. Il faut dire que l'intermédiation financière dans les économies émergentes reste largement dominée et concentrée dans le secteur bancaire⁶². Des systèmes financiers de ce type sont intrinsèquement fragiles et sont porteurs de germes d'instabilité macroéconomique et de vulnérabilités financières et économiques. Ces systèmes représentent en fait une réelle menace pour l'économie d'un pays pour plusieurs raisons évidentes. La première est liée au fait que les banques sont reliées par leur activité sur le marché interbancaire et qu'une incapacité de l'une d'entre elles à tenir ses engagements peut entraîner l'effondrement de tout le système financier par des effets de contagion ou par un effet « boule de neige ». Les marchés financiers sont ensuite caractérisés par de fortes asymétries de l'information qui offrent un environnement propice à la ruée vers la liquidité, son évaporation et à la propagation de la crise de liquidité au système financier dans son ensemble. La concentration de l'activité d'intermédiation financière dans le secteur bancaire, où le seul objectif des banques est la recherche de profit, peut enfin les amener à augmenter de manière irresponsable leur offre de crédit sans se préoccuper de la présence de mismatches ou de risques de crédits.

⁶¹ Pour plus de détails sur les causes et conséquences de l'éclatement de la crise asiatique voir Frankel (1998).

⁶² Selon une étude du FMI (1996), les banques comptent pour plus de 80% de l'activité d'intermédiation financière dans les économies asiatiques et d'Amérique latine.

IV-1 La stabilité des systèmes financiers dans les économies émergentes

Les économies émergentes sont généralement caractérisées par une forte vulnérabilité de leurs systèmes financiers. Cette dernière peut tout d'abord se nourrir d'une instabilité macroéconomique le plus souvent amenée par des taux d'inflation élevés, une volatilité excessive des financements extérieurs ou encore une insoutenabilité des positions externes et des déficits budgétaires⁶³. Si les systèmes financiers, et les banques en particuliers, ont la capacité de se couvrir et de se prémunir contre des risques de volatilité dans leurs propres portefeuilles, ils sont généralement impuissant face à des turbulences financières liées à des risques et des instabilités macroéconomiques. Cette vulnérabilité des systèmes financiers peut aussi être liée à un certain nombre de faiblesses d'ordre institutionnels et microéconomiques qui sont spécifiques au système financier même. Ces dernières sont le plus souvent causées par des systèmes d'information, de gestion ou de comptabilité inadéquats, par des règles de gouvernance inappropriées et une inexpérience, une incompetence ou des pratiques de fraudes de la part des institutions financières elles même. L'absence de régulations, de règlementations et de supervisions suffisantes représente enfin un facteur non négligeable qui contribue à l'amplification des fragilités des systèmes financiers et de leur vulnérabilité⁶⁴.

La stabilité des systèmes financiers est généralement liée à leur robustesse. Un système financier est dit robuste lorsqu'il est prouvé capable de supporter et de s'adapter aux turbulences de différentes natures tout en demeurant stable et en garantissant une intermédiation efficace des flux de financement. Si la robustesse d'un système financier peut prendre différentes formes suivant les

⁶³ Ces indicateurs d'instabilité macroéconomique peuvent être liés à une libéralisation financière prématurée qui contribue à une forte exposition aux risques de crédits et de change, à un échec dans la mise en œuvre de la politique macroéconomique ou dans la manipulation des instruments de la politique économique.

⁶⁴ Ces trois sources de vulnérabilités peuvent interagir, les causalités entre ces dernières sont donc à double sens.

conditions ou les circonstances du marché, elle implique néanmoins la présence de trois principaux déterminants. Pour être qualifié de robuste un système financier se doit tout d'abord d'être suffisamment *flexible* pour pouvoir être capable d'assurer efficacement son activité d'allocation des ressources financières tout en tenant compte de l'évolution de l'environnement économique et financier. La robustesse du système financier nécessite ensuite une certaine *résilience* de manière à lui permettre d'absorber rapidement les éventuels chocs économiques et financiers. La *stabilité interne* du système financier, dans le sens où il ne doit pas lui-même être une source potentielle de chocs financiers ou un amplificateur de chocs exogènes, représente enfin une condition cruciale pour sa robustesse⁶⁵. En pratique, pour satisfaire ces trois conditions, le diagnostic du système financier doit se faire autour de trois principaux axes. Le premier concerne l'infrastructure du système financier qui comprend entre autres le modèle juridique et le cadre légal ou les systèmes d'information, de comptabilité et des paiements, le second est relatif au fonctionnement du marché financier incluant sa profondeur, sa diversité, sa discipline mais aussi la présence d'un système de gouvernance institutionnelle et d'une concurrence entre les différentes entités financières et enfin le troisième qui impose des pratiques efficaces en termes de réglementations financières et de supervisions.

IV-1-1 Les conditions d'un système financier robuste : infrastructure, fonctionnement et supervision

Soulignons d'entrée de jeu que la robustesse d'un système financier ne peut être assurée par l'amélioration de l'une des trois dimensions citées en complète déconnexion des deux autres, elle est donc non seulement fonction de ces trois composantes individuelles, mais aussi des interactions qui peuvent

⁶⁵ Le degré par lequel le système financier possède les qualités requises pour sa robustesse dépend à son tour de sa capacité à offrir les incitations appropriées aux différents acteurs financiers, à générer et à diffuser une information assez pertinente pour être incorporée dans les décisions financières et à fournir aux institutions financières les conditions favorables pour une utilisation efficace de cette information.

exister entre elles et des effets qu'elles sont appelées à engendrer. Il importe aussi de noter que les conditions garantissant la robustesse du système seront appelées à évoluer dans le temps avec l'amélioration ou la détérioration de l'environnement économique, cette nouvelle donne nécessitera impérativement la révision du modèle en place et l'introduction de nouveaux standards en matière de réglementation et de supervision.

La disponibilité d'une information pertinente pour la prise de décision financière, la capacité des différentes entités financières à intégrer cette information dans leurs processus de décision et l'aptitude des participants au marché à réagir aux incitations et avantages accordés par les systèmes financiers dépendent toutes de la qualité d'un ensemble d'éléments d'infrastructure indispensables au bon fonctionnement du marché. Ces derniers incluent le cadre juridique et légal spécifiant les règles de fonctionnement du système financier, les systèmes comptables utilisés pour la collecte de l'information et sa diffusion, les systèmes des paiements nécessaires à l'exécution des transactions et l'infrastructure des marchés financiers eux même. Un cadre juridique favorable permet, en spécifiant clairement les droits légaux et les responsabilités des différents partis et en établissant un certain nombre de normes et de pratiques financières optimales, d'établir une bonne administration interne des institutions financières et une discipline externe exercée par le marché ainsi qu'une réglementation et un contrôle rigoureux. Le cadre juridique doit pour cela inclure et spécifier de manière claire les droits de propriété privée, les droits des entreprises et des autres partis impliqués dans la transaction financière⁶⁶ et les lois permettant de les protéger contre les risques d'insolvabilités des emprunteurs. Une attention particulière doit de ce fait être portée au traitement de l'insolvabilité puisqu'une protection efficace des créanciers est essentielle au développement du crédit et à la stabilité financière dans le sens où elle assure

⁶⁶ Le cadre juridique doit spécifier toutes les obligations légales entourant les opérations financières incluant le mode de paiement, la définition et les conséquences d'un non paiement etc. Les standards choisis en matière d'insolvabilité sont en charge de la banque mondiale et sont actuellement en cours de révision.

une meilleure allocation des ressources par une plus fine évaluation des risques. En outre, le cadre juridique doit mettre en place des règles bien spécifiées concernant la transparence de l'information et la diffusion des données qui constituent des repères pour l'établissement d'un climat de confiance des investisseurs. Aucune forme de discipline de marché ne peut être efficace sans un cadre juridique et réglementaire incitant fortement à communiquer en temps voulu des renseignements exacts au marché. L'information est indispensable à l'efficacité des marchés et ceux-ci ne seront bien informés que si tous les intervenants potentiels peuvent s'informer à un coût raisonnable. Des créanciers bien informés, dont les capitaux à risques ne sont couverts par aucune garantie de l'Etat, ont grand intérêt à établir une distinction entre les institutions auxquelles ils prêtent sur différents marchés en fonction de la nature du risque de chaque emprunteur. Il est donc essentiel que le cadre juridique mette en place des pratiques optimales pour le système financier comportant des normes de communication, de divulgation et de diffusion des données.

Les systèmes comptables sont dans ce cas un élément central à la collecte de l'information et à sa transmission aux créanciers, emprunteurs et autres gestionnaires financiers. L'affaire *Enron* a récemment mis à jour les dangers d'une comptabilité créative permettant à la société de maquiller ses bilans par des montages déconsolidants et a montré l'importance de mise en œuvre de normes comptables et d'audit transparentes et de qualité. Un système de comptabilité efficace doit impérativement remplir quatre conditions essentielles. L'information recueillie et transmise par ce système doit tout d'abord être *précise*. Le système comptable doit ensuite être caractérisé par un degré élevé de *transparence* de manière à ce que l'information collectée soit *disponible régulièrement* avec des délais relativement courts et qu'elle reflète de manière fidèle les conditions sous-jacentes. Cette information doit enfin être *exhaustive* et couvrir toutes les données et les aspects concernant les transactions financières. Le système de comptabilité doit donc offrir une image réaliste des gains et pertes financières réelles par une évaluation et une classification

adéquates des créances douteuses, par la mesure et la publication de données sur la concentration des prêts ou par la détection des pratiques d'offres excessives de crédits. L'introduction de procédures d'audit est aussi essentielle pour assurer que ces normes de comptabilité soient appliquées rigoureusement et afin de garantir la qualité des procédures de contrôle interne. Les audits internes et externes représentent dans ce cas des éléments vitaux pour que les autorités de supervision puissent diagnostiquer la santé des institutions financières. Alors que les premiers permettent en principe de détecter les problèmes financiers avant qu'ils ne puissent influencer la solvabilité de l'institution financière, les seconds permettent à l'entité financière d'établir sa crédibilité ou de se construire une réputation financière en assurant l'objectivité des procédures de contrôles internes par une analyse effectuée par des entités indépendantes sur la base de normes et de standards internationaux. La présence d'agences de rating compétentes, objectives et indépendantes peut aussi dans ce cas aider à évaluer les situations financières des acteurs du marché et à compléter l'information fournie par les agences d'audit externe. La robustesse et la surveillance des systèmes de paiement et de règlement sont enfin essentielles pour la stabilité du système financier puisqu'ils permettent le transfert des fonds et qu'ils représentent un vecteur privilégié de la transmission des chocs financiers.

Pour pouvoir être flexibles, résilients et fonctionner de manière efficace, les systèmes financiers doivent offrir une vaste gamme d'instruments et disposer de marchés suffisamment liquides et profonds. Les systèmes financiers les plus robustes sont donc ceux qui possèdent les marchés monétaires les plus développés et des marchés de capitaux efficaces Karacadag et al (2003). La profondeur de ces marchés garantit en principe la réalisation de transactions de grande ampleur sans déclencher des fluctuations excessives dans les prix. La diversité des instruments offerts sur le marché contribue aussi à promouvoir la robustesse du système financier en permettant une diversification des risques et en facilitant leur gestion par les participants au marché les plus aptes à les supporter, en améliorant la liquidité des positions financières et la capacité des

acteurs financiers à adapter la structure de leur portefeuilles lorsque les circonstances l'imposent et en augmentant la résilience du marché en réduisant les fluctuations et les mésalignements dans les prix des actifs financiers en réponse à des chocs de grande ampleur.

La libéralisation des taux d'intérêt et leur aptitude à être déterminés par les seules forces du marché et la capacité des institutions financières et non financière à vendre ou à acheter librement des titres financiers permettent aussi de promouvoir la robustesse du système financier. Une segmentation substantielle des instruments de financements et des activités parmi les différentes classes d'institutions financières permet au contraire de limiter et de ralentir le développement du marché et contribue à la fragilisation du système financier. La libéralisation et l'ouverture des marchés financiers domestiques à la concurrence extérieure et la réduction de l'influence et de l'interventionnisme considérables de la banque centrale sur l'activité des institutions financières, et plus précisément celles des banques commerciales, peuvent aussi permettre de remédier aux faiblesses du secteur financier, à réduire ses vulnérabilité et à augmenter l'efficacité de son fonctionnement par une amélioration de la culture de crédit. Ces mesures à elles seules ne peuvent cependant avoir un impact considérable sans l'amélioration des compétences des ressources humaines et une bonne gouvernance institutionnelle. Cette dernière est de ce fait cruciale pour la réduction de la probabilité de l'occurrence de crises bancaires ou pour l'atténuation de leur sévérité suite à leur apparition. De bons gestionnaires ou directeurs financiers doivent inculquer et maintenir une solide culture de crédit basée sur l'idée que les prêts octroyés par l'institution financière doivent être remboursés dans leur totalité dans les délais de rigueur et que les conditions des contrats signés doivent être strictement observées. Les institutions financières doivent à cette fin développer des méthodes et des modèles adéquats et rigoureux d'évaluation des crédits et assurer l'échelonnement de l'information aux autorités de supervision et de contrôle. Une bonne gouvernance institutionnelles des banques et des autres institutions financières exige aussi

des politiques et des procédures de contrôle interne exhaustives et mises en place par un personnel hautement qualifié. Elle peut aussi être améliorée par le moyen de privatisation des institutions financières en éliminant les conflits d'intérêt qui peuvent apparaître lorsque ces institutions sont la propriété de l'Etat Goldstein et Turner (1996).

Même en présence d'une infrastructure développée et d'un fonctionnement adéquat du système financier, la capacité de la discipline du marché à assurer la stabilité des systèmes financiers dépendra crucialement des règles de contrôle et de supervision appliquées dans le pays. La surveillance officielle des institutions financières est en ce sens un complément essentiel de l'administration interne et de la discipline du marché qui nécessite un ensemble de standards et de normes prudentielles exhaustives. Depuis déjà quelques années, un consensus se fait jour entre les régulateurs des systèmes financiers de nombreux pays sur la nécessité d'élaborer un ensemble cohérent de normes et de pratiques optimales visant les activités et la surveillance financière en vue de promouvoir des systèmes financiers robustes⁶⁷. Ces normes et principes fondamentaux régulateurs doivent cependant être appliqués par les institutions financières et les organismes de surveillance de manière stricte pour au moins trois raisons. D'abord leur application stricte permet d'envoyer aux participants au marché, et plus particulièrement aux parties prenantes aux sociétés (Stakeholders), un signal fort que des pratiques financières rigoureuses sont mises en œuvre augmentant ainsi la confiance du marché dans la santé financière dans le pays. Ces principes fondamentaux permettent ensuite de promouvoir une concurrence saine et équitable entre les différentes entités financières nationales et de leur éviter d'être pénalisées à cause d'une concurrence étrangère déloyale qui bénéficie de règles plus laxistes. Les autorités des pays qui exigent l'application ces règles prudentielles peuvent

⁶⁷ Voir Comité de Bâle, Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace, septembre 1997; Méthodologie des principes fondamentaux, octobre 1999, www.BIS.org

enfin bénéficier de l'expérience et des expertises effectuées par les organismes internationaux de supervision. Ces normes et standards internationaux ne pourront cependant jouer leur rôle de régulateurs que lorsque les autorités de supervisons se soient assurées de la conformité de leur application. Elles doivent pour cela avoir accès à une information importante, complète, détaillée et instantanée sur les activités des institutions financières qu'elles contrôlent et disposer d'une indépendance opérationnelle accrue et de la capacité d'imposer des pénalités si les normes prudentielles ne sont pas satisfaites⁶⁸. La formulation des standards et des principes fondamentaux et leur implémentation impliquent aussi que les autorités de surveillance et réglementation disposent de ressources financières suffisantes et humaines adéquates. Les agents de supervision doivent pour cela être capable d'appréhender l'ensembles des activités entreprises par les institutions financières et leurs connaissances, compétences et savoir faire doivent être régulièrement actualisés afin de les tenir au courant des développements du marché incluant la sophistication ou l'introduction de nouveaux instruments et de stratégies de portefeuille plus complexes. En outre, ils doivent disposer de moyens financiers suffisamment important pour pouvoir collecter l'information, établir et passer en revue des rapports de supervision et pouvoir analyser efficacement ces données au moyen d'un matériel sophistiqué.

IV-1-2 La promotion de la robustesse financière dans les économies émergentes : une stratégie séquentielle

La promotion d'un système financier robuste dans les économies émergentes passe en tout premier lieu par la mise en œuvre d'un environnement et d'un contexte macroéconomique stable. La mise en place et le maintien d'un système financier solide ne seront donc possibles que si les prix et d'autres variables nominales de l'économie évoluent de manière relativement stable et si

⁶⁸ Ces pénalités dépendent des institutions de supervision et peuvent prendre la forme d'amendes ou de contraventions, d'imposition de contraintes sur certaines activités de l'institution financière ou sa fermeture dans certains cas extrêmes lorsque l'activité de l'entité financière représente une menace pour le système financier.

l'activité économique progresse à un rythme raisonnable. La stabilité du secteur réel revête de ce fait une importance particulière dans les pays en développement ou en transition, dont les structures de production sont souvent très sensibles à des chocs intérieurs et extérieurs⁶⁹. Il est ensuite crucial pour les autorités monétaires de pouvoir comprendre les conditions de mise en œuvre d'un système financier robuste, de prendre les décisions et d'entreprendre les actions spécifiques afin de pouvoir corriger les faiblesses et autres vulnérabilités dans le système financier et de s'assurer que la résilience acquise soit maintenue indépendamment des changements qui sont susceptibles de survenir dans les conditions macroéconomiques.

La première étape à entreprendre par les autorités monétaires des économies émergentes est relative à l'entérinement des principes fondamentaux et des pratiques que devront supporter les institutions financières dans leur activité. La mise en œuvre de ces normes doit se faire par l'adoption de lois garantissant la transparence de l'information et des données financières telle que spécifiée par le *code des bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières* du FMI. Comme on l'a souligné auparavant, les entités financières ayant adopté ces standards devront accorder un traitement de faveur à l'insolvabilité et mettre en place des modèles de gestion des risques suffisamment développés pour se protéger contre de fortes pertes financières. Outre les normes sur la transparence et la diffusion des données financières, les autorités monétaires doivent s'aligner à la fois sur les normes des systèmes de paiement et de règlement régis par le *Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR⁷⁰)*, sur les normes comptables spécifiées par l'*International Accounting Standard Board (IASB⁷¹)* et les standards d'audit de l'*IFAC⁷²*.

⁶⁹ Un environnement macroéconomique sain dans le cadre d'une intégration financière appelle à une ouverture progressive du compte de capital, au développement du marché des changes, au passage progressif à un régime de change flexible et à la mise en œuvre d'un nouveau cadre rigoureux de politique monétaire.

⁷⁰ CSPR, Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, janvier 2001.

⁷¹ IASB, International financial Reporting Standards/ International accounting Standards (IFRS, LAS)

⁷² IFAC, International standards on auditing (ISAs), février 2006, www.ifac.org

Les banques centrales devraient ensuite se désengager progressivement du marché et limiter leur influence sur les institutions financières, principalement les banques commerciales, en matière d'encadrement du crédit. Il faut dire que les banques centrales dans les pays émergents tirent souvent parti du fait qu'elles sont les principaux pourvoyeurs de refinancement des banques commerciales en ayant la mise sur l'activité et l'orientation du crédit. C'est d'ailleurs l'une des principales raisons derrière la détérioration de la culture du crédit dans ces pays. Ces procédures doivent ensuite être accompagnées de procédures visant à améliorer la surveillance et l'audit interne et externe par des entités indépendantes. Ces dernières devront néanmoins disposer des ressources financières adéquates mais surtout d'un personnel hautement qualifié. Les autorités monétaires et financières des économies émergentes pourraient dans ce cas former des agents nationaux en faisant appel des compétences étrangères ou en consultant les organismes internationaux spécialisés. La création d'agences de notation capables d'évaluer avec précision la santé réelle des institutions financières et de fournir une liste des entités à risque pourra aussi largement contribuer à améliorer le suivi de l'évolution de l'activité financière dans le pays. Ces mesures devraient en principe promouvoir et augmenter la concurrence parmi les institutions financières et plus précisément parmi les banques commerciales. Les gouvernements des économies émergentes doivent néanmoins envisager des privatisations ou des fusions de certaines banques et l'arrivée progressive d'institutions financières internationales.

La libéralisation du secteur financier et l'arrivée progressive des banques étrangères sur les marchés des économies émergentes constituent en principe la deuxième grande étape pour mettre en place un système financier suffisamment robuste. L'entrée des institutions financières étrangères soit via la création de nouvelles filiales, soit par l'acquisition de parts dans les portefeuilles d'entités locales est une mesure qui permettra non seulement aux institutions financières nationales de faire face à une concurrence plus rude et d'améliorer ainsi leurs pratiques en offrant des produits plus diversifiés, mais elle représentera au

même moment un réel vecteur de transferts de connaissances et de savoir faire. Les autorités monétaires et financières doivent néanmoins être conscientes des risques inhérents à cette étape puisque les institutions nationales seront appelées à faire face à un nouvel environnement financier nécessitant un horizon d'ajustement plus ou moins long. Ce processus de libéralisation financière et d'ouverture à la concurrence étrangère devra donc dépendre des spécificités et des circonstances dans le pays et ne peut être prescrit au préalable. Une libéralisation financière rapide à la « Big bang » est toutefois fortement déconseillée, ce processus devrait donc être séquentiel, évoluer avec le développement du marché et éviter la concentration sur une activité financière particulière. Il importe enfin de souligner que le fait de retarder l'engagement en ce processus ne permet pas d'éviter ou de différer les risques financiers mais au contraire les aggrave.

Afin de compléter cette stratégie il sera très utile sinon vital pour les autorités monétaires de disposer d'un ensemble d'indicateurs de robustesse financière pouvant être utilisés par les institutions internationales et les entités privées telles que les agences de notation du crédit pour tester la stabilité du système financier et sa vulnérabilité aux chocs adverses. Ces indicateurs devront néanmoins être dérivés à partir des normes internationales et développés par des experts internationaux. Ils pourront de ce fait remplir deux principales fonctions distinctes, la première serait de servir de systèmes d'alerte avancés permettant de prévenir l'apparition de crises ou d'atténuer leurs virulences, la seconde et sans doute la plus importante, est qu'ils constitueront un baromètre crédible pour l'évaluation de l'évolution vers un système financier robuste. Ces indicateurs offriraient de cette manière une idée sur les activités déficientes nécessitant des réformes et sur les quelles l'accent doit être mis. Les autorités publiques doivent enfin spécifier de manière claire et explicite les conditions dans lesquelles elles seraient appelées à agir en tant que filet de sécurité ou de prêteur financier de dernier ressort. Elles doivent toutefois clarifier que cette fonction ne s'effectuera que sous des conditions strictes et bien précises et ce

afin d'éviter les problèmes d'aléa moral et les prises de risques excessives par les entités financières privés. Soulignons enfin que cette stratégie séquentielle de promotion de la robustesse du système financier doit impérativement s'effectuer en coordination étroite avec les organismes internationaux tels que le FMI, la Banque mondiale ou la BRI.

IV-2 La gestion des flux de capitaux dans les économies émergentes

Quelque soit leur nature ou leur maturité, les flux de capitaux privés tendent à réagir aux variations attendues dans les différentiels des taux d'intérêt et aux changements dans les degrés de risque d'instabilité économiques et politiques Calderón et al (2003). Des anticipations de hausses démesurées dans l'inflation, de fluctuations nocives dans les taux de change, ou de variations dans des variables susceptibles d'affecter les taux d'intérêt nationaux⁷³ ou des risques d'instabilité économique ou politique dans le pays peuvent dans ce cas être d'importants déterminants du comportement des flux de capitaux dans le court terme⁷⁴. Une transition sereine d'un régime de change fixe à régime flexible devrait en principe s'accompagner par une baisse dans les taux d'intérêt et des anticipations de dépréciations futures, ce qui devrait réduire les sorties de capitaux et les pressions sur la banque centrale à intervenir et tolérer un relâchement dans les conditions monétaires domestiques. Il faut donc souligner l'importance de la stabilité des conditions sous jacentes lors de la période de transition vers la flexibilité puisque dans le cas contraire où cette dernière s'effectue de manière agitée ou désordonnée, il y aura des conséquences néfastes en termes de perte de crédibilité avec une exacerbation des pressions sur le taux de change, une hausse dans la volatilité des capitaux et une persistance de leurs sorties. Contrairement à cela, on devrait assister dans le cadre d'une sortie progressive et organisée à une hausse considérable dans les entrées de capitaux

⁷³ Orientation de la politique monétaire, budgétaire ou du policy mix.

⁷⁴ Ces facteurs, principalement les risques d'instabilité économique, ont été identifiés par Fiess (2003) comme ayant des impacts significatifs sur les flux de capitaux dans le cas de l'Argentine, du Brésil, du Mexique et du Venezuela.

et dans les réserves officielles. Une attention particulière doit aussi être faite concernant la composition des flux de capitaux.⁷⁵ Une plus grande importance devrait ainsi être accordée à l'attraction des flux de long terme tels que les investissements directs étrangers (IDE) par rapport aux investissements en portefeuille puisqu'ils sont moins susceptibles de réagir de manière brusque ou subite aux sentiments du marché et sont considérées comme beaucoup moins volatiles⁷⁶. Il est donc primordial, au cours de la période de transition vers un régime de change flexible, d'examiner en profondeur la composition des flux de capitaux par catégorie. Si les flux de long terme représentent une forte proportion des entrées de capitaux, ils devraient en principe continuer à affluer de manière soutenue suite à la transition et devraient aussi constituer un vecteur important pour la promotion de la croissance économique dans le pays Asici et Wyplosz (2003).

Les autorités monétaires devraient donc faire face à une hausse considérable dans les entrées de capitaux. Certes, ces dernières peuvent avoir des effets bénéfiques sur la croissance économique par une augmentation des investissements, par la création de l'emploi et par la réduction de la volatilité de la consommation, elles peuvent néanmoins créer une surchauffe de l'économie reflétée par une expansion excessive de la demande agrégée, une hausse des pressions inflationnistes, une appréciation du taux de change réel et un élargissement du déficit courant. Des entrées massives de capitaux peuvent aussi avoir des effets négatifs sur le système financier par une hausse démesurée dans le crédit bancaire qui peut exacerber les discordances de maturité entre les actifs des banques et leurs engagements ou tout simplement par une

⁷⁵ On distingue généralement trois composantes des flux de capitaux privés ; les investissements directs étrangers (IDE), ces fonds représentent une contrepartie financière d'un transfert d'immobilisation corporelle et sont considérés comme la composante la plus stable. Les investissements en portefeuille (actions, obligations et certificats de dépôts) qui se déplacent en vue d'améliorer la liquidité et le rendement d'un portefeuille et de diversifier les risques spécifiques aux pays en vue d'améliorer la sécurité et sont généralement très volatiles et les autres flux privés qui englobent les flux bancaires et les mouvements spéculatifs à court terme qui tirent profit des fluctuations des taux de change.

⁷⁶ Une flexibilité accrue du taux de change pourrait, en introduisant une plus grande incertitude ou un risque de change, décourager les flux spéculatifs transfrontaliers de court terme.

augmentation des prêts improductifs. En pratique et afin de pouvoir éviter une surchauffe de l'économie ou une fragilisation du système financier, les pays peuvent recourir à plusieurs outils. Les options dépendent cependant d'une variété de facteurs incluant les causes derrière les entrées de capitaux, c'est-à-dire si elles seront temporaires ou permanentes, la disponibilité et flexibilité des différents instruments, la nature et le développement des marchés financiers domestiques ou le climat de politique macroéconomique dans le pays Khan et Reinhart (1995).

Sous un régime de flexibilité totale du taux de change, les entrées de capitaux entraînent une appréciation du taux de change nominal et pas de variations des réserves officielles ou de l'offre de la monnaie⁷⁷. La réponse adéquate de la banque centrale aux entrées massives de capitaux lorsque l'inflation est le principal objectif de gestion macroéconomique serait donc de permettre au taux de change de s'apprécier⁷⁸. A long terme, les variations de l'inflation induites par les ajustements du taux de change nominal dépendront de la mesure à laquelle une appréciation réelle entraîne des déplacements de l'allocation des ressources du secteur des biens échangeables vers le secteur des biens non échangeables et de la réponse des prix des biens non échangés à l'égard de tels changements. Une réponse positive de l'offre exercera des pressions à la baisse des prix des biens non échangés, réduisant les pressions inflationnistes. A court terme, une appréciation du taux de change nominal peut affecter l'inflation à travers trois types d'effets. Un *effet prix* direct qui résulte de l'impact des variations du taux de change sur le prix intérieur des biens échangés (prix des biens de consommation importables et des intrants importés) et des effets indirects sur le prix des biens non échangés. En général, la mesure à laquelle une appréciation du taux de change nominal se traduit par des prix

⁷⁷ Sous un régime de change fixe, l'intervention des autorités monétaires est requise afin de défendre la parité. Cette dernière donne lieu à une accumulation des réserves, une augmentation dans l'offre de la monnaie, une baisse des taux d'intérêt et une hausse dans les prix des actifs domestiques.

⁷⁸ Selon Corbo et Hernandez (1996), le Chili aurait réagi aux entrées massives de capitaux entre 1991 et 1994 par une série de réévaluations et de variations de la largeur de la bande du taux de change.

intérieurs plus faibles dépend de la part des biens échangés dans la dépense totale, des élasticités prix relatifs de la demande et de l'offre des biens non échangés, du mécanisme de formation des prix et des mécanismes d'indexation (implicite ou explicite) des salaires. Un *effet de richesse* qui provient du fait qu'une appréciation du taux de change nominal peut exercer une pression à la baisse du niveau général des prix. L'augmentation de la richesse réelle des agents économiques privés accroîtra la demande globale; avec une offre des biens relativement inélastique à court terme, les pressions inflationnistes peuvent augmenter, et donc compenser en partie les effets à la baisse de l'appréciation initiale des prix. Enfin un *effet d'anticipation* qui dépend de deux facteurs liés : la perception de la structure des préférences de politique économique et le degré de crédibilité que les agents économiques attachent à l'appréciation du taux de change. Une appréciation du taux de change réel due à une réévaluation du taux de change nominal, par exemple, peut atténuer les anticipations de dévaluation et d'inflation, entraînant de ce fait une baisse des taux d'intérêt nationaux et une augmentation de la demande de monnaie. La baisse des taux d'intérêt peut accroître la demande globale et augmenter les pressions inflationnistes.

Les décideurs de politique économique doivent être concernés non seulement par l'inflation mais aussi par l'ampleur du déficit courant. Quand les deux objectifs affectent les préférences de politique économique, les bénéfices de l'appréciation réelle sont moins clairs et les interactions de l'utilisation du taux de change nominal vont probablement apparaître. En général, le fait qu'une appréciation nominale ait ou non des effets potentiellement défavorables sur les exportations dépend de trois facteurs. D'abord de la mesure à laquelle l'appréciation nominale se traduit par une appréciation réelle. En général, dans la mesure où une appréciation nominale tend à réduire l'inflation totale, l'appréciation réelle associée sera plus faible que l'appréciation nominale. Les faits empiriques pour les pays en développement suggèrent néanmoins que le taux de change réel répond significativement à court terme aux ajustements du

taux de change nominal. A long terme, une appréciation nominale n'a pas d'effet sur le taux de change réel à moins qu'elle soit accompagnée par des mesures permanentes dans les domaines des politiques budgétaire, monétaire, des échanges et des salaires. Ensuite de la mesure à laquelle le taux de change réel a un impact sur l'offre des exportations. Ceci requiert d'évaluer les élasticités-prix à court terme et à long terme des exportations. Si l'élasticité à court terme est petite et que l'appréciation du taux de change est perçue comme étant temporaire, l'impact sera aussi faible. Les faits empiriques suggèrent que les élasticités d'échange à long terme sont souvent bien inférieures à l'unité, ce qui implique qu'il faudrait des variations importantes des prix relatifs pour produire un effet important sur les exportations. Enfin de la mesure à laquelle la situation initiale est celle dans laquelle le taux de change réel est sous-évalué ou non. En pratique, déterminer le degré de sous-évaluation initiale et donc la marge de flexibilité en laissant le taux de change s'apprécier peut néanmoins être un processus compliqué.

Les autorités monétaires peuvent aussi réagir aux entrées massives de capitaux par une réduction des dépenses publiques afin d'alléger les pressions à la hausse des prix intérieurs et atténuer l'appréciation réelle du taux de change. Dans la mesure où elle réduit les besoins d'emprunts de l'Etat, une position budgétaire plus restrictive peut entraîner des taux d'intérêt nationaux plus faibles et donc réduire les incitations en faveur des flux d'entrée de capitaux à court terme dans le pays. Cependant, la politique budgétaire est généralement destinée aux objectifs de long terme et peut ne pas être assez flexible (en raison des différentes contraintes institutionnelles) pour résoudre l'expansion rapide des flux de capitaux. Cette mesure présente aussi un coût politique considérable et peut sévèrement entamer la crédibilité des autorités monétaires, puisqu'il sera relativement difficile de faire comprendre aux différents agents économiques qu'un resserrement budgétaire est nécessaire parce que des entreprises étrangères veulent investir dans le pays.

Les autorités monétaires peuvent enfin recourir à des restrictions sur les flux de capitaux. Ces dernières peuvent prendre une diversité de formes, incluant des régimes de taux de change multiples, des taxes ou limites quantitatives sur les mouvements de capitaux, des réserves obligatoires minimums sur les prêts extérieurs ou sur les crédits, des plafonds sur l'emprunt extérieur, des taxes d'égalisation des taux d'intérêt, des limites sur la part des engagements en devises des banques commerciales nationales dans le total de leurs engagements et des interdictions faites aux résidents de vendre aux non-résidents des instruments monétaires à court terme. L'expérience de plusieurs pays a toutefois montré que les contrôles de capitaux (à la fois sur les entrées et les sorties) tendent à perdre leur efficacité dans le temps car les marchés financiers trouvent les moyens de contourner les régulations existantes. Cependant, les faits suggèrent aussi que, dans certains pays, les contrôles sont apparus efficaces en limitant les entrées de capitaux à court terme et qu'ils peuvent avoir induit une variation dans la composition des flux globaux, augmentant les flux de long terme par rapport aux flux de court terme. Bien que les contrôles sur les entrées de capitaux à court terme imposent des coûts (en termes de renonciation à l'accès aux capitaux et de perte d'efficacité), ils fournissent aussi des bénéfices importants dans la mesure où ils permettent aux pays de se protéger contre des mouvements de capitaux instables et de mettre en place des mesures de politique économique plus fondamentales⁷⁹.

Conclusion

Au cours des dernières années, les régimes de change fixes ou intermédiaires ont été prouvés incapables de supporter de larges et brusques changements dans les sentiments des marchés et des mouvements de grande ampleur dans les flux de capitaux. L'abandon de ce type de régimes a au même moment été le plus souvent fait dans un contexte défavorable avec des coûts

⁷⁹ Pour plus de détails sur l'expérience de pays tels que la Malaisie ou le Chili avec les contrôles sur les flux de capitaux et leurs effets voir Sfia (2003).

économiques considérables suite à des attaques spéculatives récurrentes. Il faut néanmoins dire que certains pays ont réussi leur transition vers un régime de change plus ou moins flexible avec des stratégies relativement progressives et des résultats satisfaisants. Nous avons essayé au cours de ce chapitre d'identifier les conditions à remplir par un pays pour lui garantir une transition sereine et une sortie à partir de régimes de change fixes ou à parités plus ou moins étroites. Notre analyse a mis l'accent sur trois principales voies de réformes opérationnelles devant être mises en place à savoir la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie de change (marché de change, interventions officielles et adéquation des réserves de change), l'instauration d'une ancre nominale interne par un ciblage monétaire ou d'inflation mais aussi par une dynamique de l'un vers l'autre et enfin la réforme du système financier et la nécessité d'une gestion saine et rigoureuse des flux de capitaux privés. L'accent a ainsi été mis les déficiences majeures qui caractérisent le fonctionnement des marchés de changes dans les économies avec une infrastructure très peu développée et activité de change largement dominée par la banque centrale. Cet état de fait a servi à étouffer l'activité des autres intervenants au marché et a fortement limité leur capacité à développer leurs compétences. Nous jugeons que la mise en flottement de la monnaie doit impérativement être précédée par une amélioration de la liquidité et de l'efficacité du marché. A cette fin la banque centrale doit se désengager progressivement du marché et améliorer la transparence et la diffusion de l'information. L'abandon du taux de change en tant qu'objectif final de la politique économique et donc en tant qu'instrument de la promotion de la compétitivité des entreprises domestiques nécessite aussi la mise en place d'une nouvelle ancre nominale interne et d'une nouvelle stratégie de politique monétaire. Une des meilleures perspectives est l'instauration d'un ciblage monétaire avec une dynamique à terme vers un ciblage d'inflation au fur et à mesure que la relation entre la monnaie et les variables instruments et objectifs se détériorent. Le passage vers le ciblage d'inflation nécessitera toutefois des réformes en profondeur liées à l'indépendance de la banque centrale, la stratégie de communication et au

niveau de transparence et à des considérations techniques concernant la modélisation et la prévision de l'inflation. Le passage à un régime de change flexible impose enfin des réformes draconiennes du système financier et des banques, la mise en place d'un cadre juridique et réglementaire rigoureux ainsi qu'une actualisation fréquente des mesures de supervision sur la base de normes internationales. Une stratégie séquentielle basée sur une libéralisation financière progressive a été proposée afin de garantir une dynamique vers un système financier plus robuste et plus compétitif. Ces réformes doivent néanmoins être complétées par une gestion saine et rigoureuse des flux de capitaux et la mise en œuvre des réponses de politique économiques adéquates afin d'éviter les renversements brusques du type de ceux subits par les pays asiatiques au cours des épisodes douloureux du milieu des années 1990. Nous avons dans ce cas souligné l'importance de la prise en considération des effets de l'appréciation du taux de change nominal sur la balance des paiements et sur l'inflation. En outre les autorités monétaires doivent mettre l'accent sur l'attraction de flux de capitaux de long terme tels que les IDE et ne pas hésiter à imposer des restrictions dans le cas où les flux sont dominés par des investissements spéculatifs de court terme.

Références bibliographiques

- AGÉNOR, P (2001) “Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting” Central Bank of Chile Working paper N° 124 November
- AGÉNOR, P (2004) “Orderly Exits from Adjustable Pegs and Exchange Rate Bands, “Policy Issues and the Role of Capital Flows, unpublished manuscript (unpublished: Washington: The World Bank).
- AGUNG, J. AND J. L. FORD (1999) « Money Multipliers for Simple Sum and Divisa Monetary Aggregates for Japan: Cointegration and ECM Modelling » 1998(3)- 1996 (2), Department of Economics Discussion Paper: 99-03
- AIZENMAN, J AND NANCY MARION, N (2002)”Reserve Uncertainty and the Supply of International Credit” Journal of Money Credit and Banking 34(3) Part 1, pp. 631-649.
- AIZENMAN, J, AND LEE, J (2005) “International Reserves: Precautionary Vs Mercantilist Views, Theory, and Evidence,” IMF Working Paper 05/198
- ARCHER, D (2005) “Foreign exchange market intervention: Methods and Tactics” in Foreign exchange market intervention in emerging market economies: motives, techniques and implications BIS papers N° 24.
- AŞICI, A AND WYPLOSZ, C (2003) “The Art of Gracefully Exiting a Peg,” Graduate Institute of International Studies.
- BEATTIE, N ET FILLION, J, F (1999) “An Intraday Analysis of the effectiveness of Foreign Exchange Intervention” Bank of Canada WP 99-4

- BENRANKE B.S AND MISHKIN, F (1997) "Inflation targeting: A new framework for Monetary Policy?" journal of Economic perspectives 9 spring pp 97-116.
- BUBULA, A. AND OTKER-ROBE, I (2003) "Are Pegged and Intermediate Exchange rate regimes more Crise Prone" IMF Working Paper published, n° 03/223, Nov
- CALDERON, CÉSAR, LOAYZA, N AND SERVÉN, L (2003) "Do Capital Flows Respond to Risk and Return?" Policy Research Working Paper No. 3059, the World Bank (May 2003).
- CANALES-KRILJENKO, J, I (2003) "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey," IMF Working Paper 03/95 (Washington: International Monetary Fund).
- CANALES-KRILJENKO, J, I (2004) "Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey," IMF Working Paper 04/4 (Washington: International Monetary Fund).
- CANALES-KRILJENKO, GUIMARÃES, R AND KARACADAĞ, C (2003) "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice,"
- CARAMAZZA, F, RICCI, L. A AND SALGADO, R (2004) "International Financial Contagion in Currency Crises", Journal of International Money and Finance, Vol. 23, pp. 51–70.
- CHINN, M AND MEREDITH, G (2001) "Testing Uncovered Interest Parity at Short and Long Horizons," revision of NBER Working Paper No. 6797.

- CLARIDA, R. AND GERTLER, M (1996), How the Bundesbank Conducts Monetary Policy, NBER Working Paper No. 5581.
- CLARIDA, R, GALI, J. AND M. GERTLER (1999) "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective" Journal of Economic Literature, 37 (December): 1661-1707.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1999) "Market liquidity: Research findings and selected policy implications", CGFS Working Group Report no 11.
- CORBO, V AND HERNÁNDEZ, L (1996) "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience." World Bank Research Observer 11 (1): 61-85.
- CUKIERMAN, A (1993) "Central bank independence, political influence and macroeconomic performance: a survey of recent developments" Cuadernos de Economía, vol. 30, n. 91, décembre, pp. 271-291.
- DEBELLE, G (1997) "Inflation targeting in practice", IMF WP/97/53 Washington DC.
- DEBELLE, G. ET FISCHER, S (1994), How independent should a central bank be?, Conference Series n. 38, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 195-225.
- DEBELLE, G AND LIM, C. H (1998) "Preliminary Considerations of an Inflation Targeting Framework for the Philippines" IMF Working Paper WP/98/39, March
- DISYATAT, P AND GALATI, G (2005) "The effectiveness of foreign exchange Intervention in emerging market countries" in Foreign exchange market

intervention in emerging market economies: motives, techniques and implications BIS papers N° 24.

DUTTAGUPTA, R, FERNANDEZ, G AND KARACADAG, C (2004) « From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility » IMF Working Paper 04/126

DUTTAGUPTA, R, AND OTKER-ROBE, I (2003) “Exits from Pegged Regimes: An Empirical Analysis,” IMF Working Paper No. 03/147 (Washington: International Monetary Fund).

EICHENGREEN, B (2004) “Chinese Currency Controversies,” University of California available via the Internet: Berkeley. <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/asiancurrencies7jun9-04.pdf>

ESTRELLA A AND MISHKIN F.S (1996), “Predicting US recessions: financial variables as leading indicators”, Federal Reserve Bank of New-York, Research Paper, n°9609, May.

FAMA, E, F (1965) “The behavior of stock market prices” Journal of Business, 38, 34-105.

FIESS, N (2003) “Capital Flows, Country Risk, and Contagion,” Policy Research Working Paper No. 2943, the World Bank (January 2003).

FLOOD, R AND MARION, M (2002) “Holding International Reserves In an Era of High Capital Mobility,” IMF Working Paper 02/62

FORD, J.L. AND L. MORRIS (1996). “The Money Multiplier, Simple Sum, Divisia and Innovation-Divisia Monetary Aggregates: Cointegration Tests for the UK”, Applied Economics, 28: 705-714.

- FRANKEL, J (1998) "The Asian Model, the miracle, the Crisis and the Fund"
mimeographed
- FRENKEL, J AND JOVANOVIC, B (1981), "Optimal International Reserves: A
Stochastic Framework", *Economic Journal*, 91 (June), pp. 507-514.
- FRAGA, A GOOLDFAJN, I MINELLA, A (2003) "Inflation Targeting In Emerging
Market Economies" NBER working paper 10019, October 2003
- GOLDSTEIN, M AND TURNER, P (1996) "Banking Crises in Emerging
Economies: Origins and Policy Options" *BIS Economic Papers*, No. 46,
October.
- GUIMARÃES, R AND KARACADAG, C (2004) "The Empirics of Foreign Exchange
Intervention," *IMF Working Paper 04/123* (Washington: International
Monetary Fund).
- GREENSPAN, A. (1989). « Statements to Congress », *Federal Reserve Bulletin*,
vol. 75, pp. 272-277. Available at the web site of the Fed
- HAGEN, J. VON (1995), *Inflation and Monetary Targeting in Germany*, in: L.
Leiderman and L. E. O. Svensson (eds.), *Inflation Targets*, London: Centre
for Economic Policy Research, pp. 107 - 121.
- HO, C AND MCCAULEY, R, N (2003), "Living with Flexible Exchange Rates:
Issues And Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market
Economies," *BIS Working Paper No. 130* (Basel: Bank for International
Settlements).
- HVDING, K NOWAK, M ET RICCI, A L (2004) "Can Higher Reserves help reduce
exchange rate volatility" *IMF Working Paper No. 04/189*

- IMF (1996) "World Economic Outlook" October.
- ISSING, O (1996) "Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate?" In Horst Siebert, ed., *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*. Tübingen: Mohr.
- JEANNE, O AND RANCIÈRE, R (2006) "The optimal level of international reserves for emerging markets countries: formulas and implications" unpublished paper IMF September 2006
- JONSSON, G (1999) « The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa » IMF Working Paper WP/99/116 August
- KAMINSKY, G AND C. REINHART (1996) "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance- of-Payments Problems", *International Finance Discussion Paper No 544 Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.*
- KARACADAG, C, SUNDARARAJAN, V AND ELLIOTT, J (2003) "Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing," IMF Working Paper 03/116
- KHAN, M, (2003) "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy," IMF Working Paper 03/56
- KHAN, M AND REINHART, K (1995) "CAPITAL flows in the APEC Region" IMF occasional paper N°122.
- KING, M R (2003) "Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives", *Journal of International Finance*, vol 6, no 2, pp 247-69.

- MASSON, P, SAVASTANO, M. A AND SHARMA, S (1997) “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries” IMF Working Paper WP/97/130, Washington, D.C., October 1997.
- Mihaljek, B (2005) “Survey of central bank’s views on effects of intervention” BIS Background papers N°24
- MISHKIN, F (2000) “Inflation targeting in emerging-market countries”, American Economic Review. Vol 90 (2).
- MISHKIN, F (2001), "Issues in Inflation Targeting," in Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, (Bank of Canada: Ottawa, Canada, 2001): 203-222.
- MISHKIN, F AND SAVASTANO, M (2000) “Monetary Policy Strategies for Latin America” Journal of Development Economics Vol.66: 415-444.
- MISHKIN F ET POSEN A (1997) “Inflation Targeting :Lessons from four countries” NBER WP°6126 August
- ROGOFF, K HUSSAIN, M, MODY A, BROOKS, R AND OOMES, N (2004) “Evolution and performance of exchange regimes” International Capital Flows, ed. by Martin Feldstein, pp. 441–53 (Chicago: University of Chicago Press).
- SARNO, LO AND TAYLOR, M, P (2001) “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and If So, How Does It Work,” Journal of Economic Literature, Vol. 34 (September), pp. 839–68.
- SARR, A, AND LYBEK, T (2002) “Measuring Liquidity in Financial Markets,” IMF Working Paper 02/232 (Washington: International Monetary Fund).

SFIA, M, D (2003) “Volatilité des flux de capitaux privés vers les pays émergents : Déterminants et réponses de politique économique” Mémoire de DEA 2003.

SVENSSON, L, E.O. (1997) “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, *European Economic Review*, 41, pp: 1111-46