

Négoce des monnaies d'Asie¹

Le volume des transactions sur les monnaies d'Asie s'est accru à un rythme plus rapide que la moyenne des opérations de change dans le monde entre 2001 et 2004. L'essor a été particulièrement marqué pour le renminbi, dont le cours anticipé semble maintenant, à l'instar du cours au comptant dollar/yen, influencer les changes asiatiques. Le négoce des monnaies d'Asie à cours de change plus souple paraît évoluer vers un cours de change effectif.

JEL : F31, F36.

L'enquête triennale des banques centrales d'avril 2004 sur les marchés des changes et des dérivés confirmait la très forte progression du négoce de plusieurs monnaies d'Asie. Tandis que le volume des transactions mondiales augmentait de 57 % à cours de change courants et de 36 % à cours constants, les échanges sur la plupart des grandes monnaies asiatiques, en particulier le renminbi, se sont intensifiés à un rythme encore plus soutenu.

Ce phénomène soulève trois questions. En premier lieu, qu'est-ce qui a suscité cet engouement pour les monnaies d'Asie au cours des trois années qui ont suivi l'enquête de 2001 ? Comment expliquer, en particulier, que certaines d'entre elles soient très négociées et d'autres moins ? Deuxièmement, l'accroissement exceptionnellement prononcé des opérations en renminbis pourrait-il laisser présager un renforcement de l'influence de la monnaie chinoise sur les marchés des changes régionaux ? Enfin, quels pourraient être les effets de cette influence sur la structure des transactions en monnaies asiatiques ?

La présente étude montre, tout d'abord, que le volume du négoce sur les monnaies d'Asie a rapidement progressé entre 2001 et 2004 sous l'effet de facteurs mondiaux comme la quête de rendement et l'approfondissement continu des marchés financiers locaux. Elle examine ensuite l'influence croissante que paraît exercer le renminbi sur la structure des transactions en monnaies asiatiques. Les anticipations concernant le cours dollar/renminbi semblent maintenant, comme le cours au comptant dollar/yen, évoluer de

¹ Les points de vue exprimés dans cette étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Nous remercions Claudio Borio, Gabriele Galati et Frank Packer pour leurs observations ainsi que San Sau Fung, Paola Gallardo, Carlos Mallo, Les Skoczylas et Jhuvish Sobrun pour leurs recherches.

façon parallèle au cours d'autres monnaies régionales vis-à-vis du dollar ; ce constat va à l'encontre de l'idée généralement admise que les devises asiatiques appartiennent toutes à un bloc dollar et pourrait indiquer, au contraire, qu'elles se négocient de plus en plus en rapport avec leur cours de change effectif.

Expansion des opérations en monnaies asiatiques

Le volume des opérations de change traditionnelles en monnaies asiatiques s'est accru en général beaucoup plus rapidement que le total des transactions dans le monde entre 2001 et 2004 (tableau 1), avec des rythmes dépassant souvent 100 %. L'expansion a été particulièrement forte pour le renminbi et la rupiah². Tel n'a pas été le cas toutefois du dollar de Hong-Kong, du dollar de Singapour et du ringgit malais, pour lesquels l'accroissement a été inférieur aux chiffres mondiaux. Les échanges en yens japonais ont également progressé assez lentement pendant cette période, même par référence aux grandes devises.

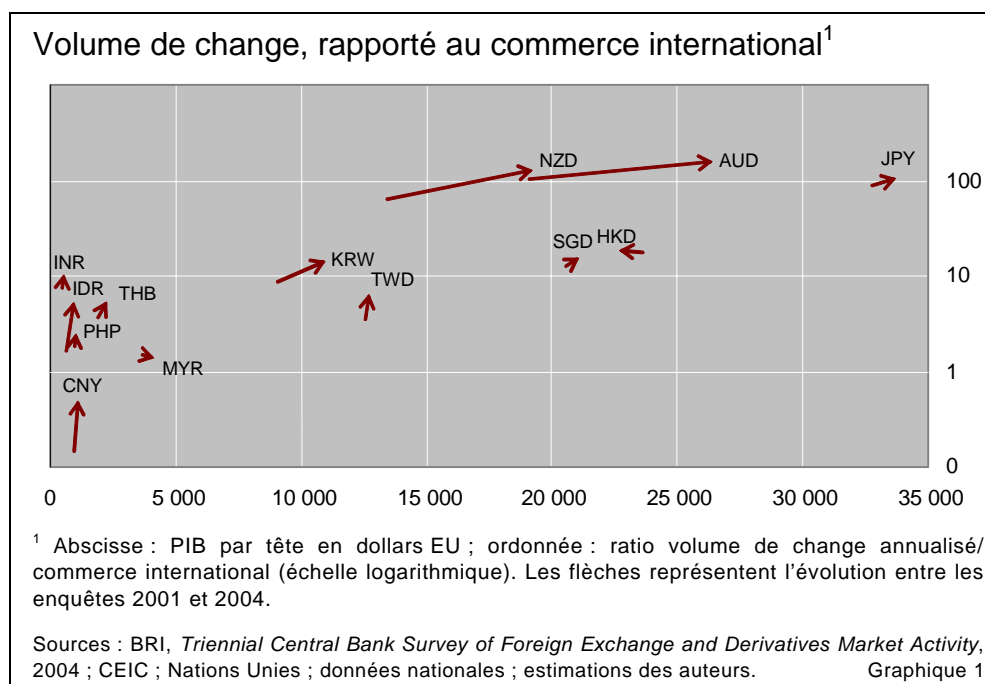
Les opérations en monnaies asiatiques ont fortement augmenté...

Change traditionnel dans la région Asie et Pacifique : volume en avril 2004 ¹					
Moyenne journalière, en millions de dollars EU					
	Comptant	Terme ²	Swaps	Total	Expansion (%) depuis 2001
Australie : dollar	28 539	9 788	58 796	97 123	96
Chine : renminbi	992	811	9	1 812	530 ³
Corée : won	10 510	6 048	4 592	21 151	117
Hong-Kong : dollar	6 827	2 221	24 133	33 181	21
Inde : roupie	2 877	1 531	1 658	6 066	114
Indonésie : rupiah	760	267	1 025	2 051	283
Japon : yen	130 382	47 135	181 715	359 231	35
Malaysia : ringgit	351	237	399	987	7
Nouvelle-Zélande : dollar	4 018	1 462	12 181	17 661	163
Philippines : peso	345	232	188	765	52
Singapour : dollar	5 177	1 242	10 591	17 010	32
Taiïwan : nouveau dollar	3 607	2 798	856	7 261	129
Thaïlande : baht	1 333	490	1 669	3 492	88
<i>Pour mémoire :</i>					
<i>Dollar EU</i>	<i>528 639</i>	<i>170 357</i>	<i>874 083</i>	<i>1 573 080</i>	<i>48</i>
<i>Euro</i>	<i>272 887</i>	<i>88 243</i>	<i>298 231</i>	<i>659 361</i>	<i>49</i>
<i>Livre sterling</i>	<i>82 839</i>	<i>31 338</i>	<i>185 241</i>	<i>299 417</i>	<i>93</i>
<i>Dollar canadien</i>	<i>23 696</i>	<i>8 947</i>	<i>41 930</i>	<i>74 573</i>	<i>43</i>

¹ Chiffres provisoires ; les résultats définitifs paraîtront prochainement. ² Comprend des transactions (par exemple, sur contrats non livrables, réglés en dollars EU) dont seul l'écart entre le cours à terme contractuel et le cours au comptant courant fait l'objet d'un règlement à l'échéance. ³ Après ajustement en hausse du volume de 2001 pour le rendre plus comparable avec celui de 2004.

Source : BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004. Tableau 1

² L'enquête 2004, en veillant à recueillir des données sur les contrats à terme non livrables, peut avoir contribué à gonfler les volumes des opérations de change à terme sur des monnaies asiatiques comme le renminbi chinois, la roupie indienne, la rupiah indonésienne, le won coréen, le peso philippin et le nouveau dollar taïwanais.



...à la faveur de facteurs mondiaux et conjoncturels...

Selon Galati et Melvin (2004), cet essor des opérations de change traditionnelles entre 2001 et 2004 s'explique notamment par la quête généralisée de rendement. Il est probable que la vive progression des transactions sur certaines monnaies asiatiques durant ces années s'inscrit dans le cadre de cette tendance mondiale. Les stratégies spéculatives de *carry trade* ont profité aux monnaies à rendement élevé comme la rupiah indonésienne, à l'instar des dollars australien et néo-zélandais. Toutefois, les taux d'intérêt n'expliquent pas tout – du reste, les flux de capitaux vers l'Asie concernent surtout les actions et non les obligations. Plus généralement, le renouveau des économies d'Asie à la fin de 2003 a ravivé le désir des investisseurs d'augmenter leurs engagements envers la région. En outre, la tendance à l'appréciation, depuis 2002, des monnaies asiatiques à cours de change souple en a fait une catégorie d'actifs plus attrayante.

...et d'un rattrapage financier

Outre les facteurs mondiaux et conjoncturels, cependant, l'expansion rapide du négoce des monnaies d'Asie témoigne aussi de l'approfondissement continu des marchés financiers de la région. Le volume des transactions de change et des opérations en capital connexes devrait jouer rapidement le même rôle fondamental que celui de ces économies dans le commerce mondial, en suivant peut-être une courbe logistique en « S » (graphique 1). Les volumes négociés sur les monnaies des économies à revenu moindre sont généralement inférieurs, même en proportion des échanges commerciaux internationaux. Parallèlement, d'autres monnaies comme le renminbi et la rupiah peuvent décoller rapidement de leur niveau modeste, malgré l'effet inhibiteur des réglementations qui dissocient marchés locaux et extraterritoriaux³. Le ringgit, qui n'a pas opéré un tel rattrapage, fait à cet égard

³ Dans le cas de la rupiah (BRI (1997), Galati (2000)), même l'accroissement rapide du volume des transactions entre 2001 et 2004 n'a pas encore permis de retrouver les niveaux de 1995

Dérivés sur devises dans la région Asie et Pacifique : volume en avril 2004 ¹				
	Moyenne journalière, en millions de dollars EU		Expansion (%) depuis 2001 ²	
	Swaps	Options	Swaps	Options
Australie : dollar	1 573	8 543	208	150
Chine : renminbi	4	136	...	272 355
Corée : won	342	579	645	265
Hong-Kong : dollar	293	365	3	385
Inde : roupie	97	100	10 162	...
Indonésie : rupiah	24	7	93	...
Japon : yen	3 354	37 430	70	58
Malaysia : ringgit	11	1
Nouvelle-Zélande : dollar	80	811	-21	1 397
Philippines : peso	4	5	77	...
Singapour : dollar	54	272	199	69
Taiwan : nouveau dollar	102	718	369	398
Thaïlande : baht	246	125	2 121	2 858
<i>Pour mémoire :</i>				
<i>Dollar EU</i>	17 605	92 276	196	94
<i>Euro</i>	9 732	51 085	344	95
<i>Livre sterling</i>	4 835	11 645	301	126
<i>Dollar canadien</i>	521	5 884	44	98

¹ Chiffres provisoires ; les résultats définitifs paraîtront prochainement. ² Taux d'expansion non calculé, dans certains cas, le chiffre de 2001 étant non disponible ou négligeable.

Source : BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004. Tableau 2

figure d'exception. Les pouvoirs publics du pays ont non seulement interdit les possibilités de livraison de la monnaie sur le marché extraterritorial, mais ils sont aussi parvenus, jusqu'à une date récente, à y empêcher la réalisation de contrats à terme non livrables (*non-deliverable forwards* – NDF).

Ce processus de rattrapage est peut-être encore plus évident avec les dérivés de change. Peu de swaps et options taux et devises ont été négociés dans diverses monnaies asiatiques (tableau 2). Cependant, là où de tels marchés existent, ils peuvent connaître une croissance plus rapide, à partir de leurs niveaux modestes, que des marchés dérivés plus développés.

Influence croissante du renminbi ?

Les transactions en renminbis ont vigoureusement progressé à un moment où l'on escomptait davantage une poursuite de la réforme du régime monétaire, censée entraîner une appréciation de la monnaie chinoise. Bien que son cours au comptant reste fixé de fait sur le dollar – l'essentiel des échanges étant généralement confiné à un marché surtout local – un marché extraterritorial de plus en plus actif de NDF témoigne de la solidité des anticipations sur

et 1996 (avant la crise). Le fait que la rupiah était alors la monnaie la plus active des économies émergentes était dû en grande partie aux stratégies de *carry trade*.

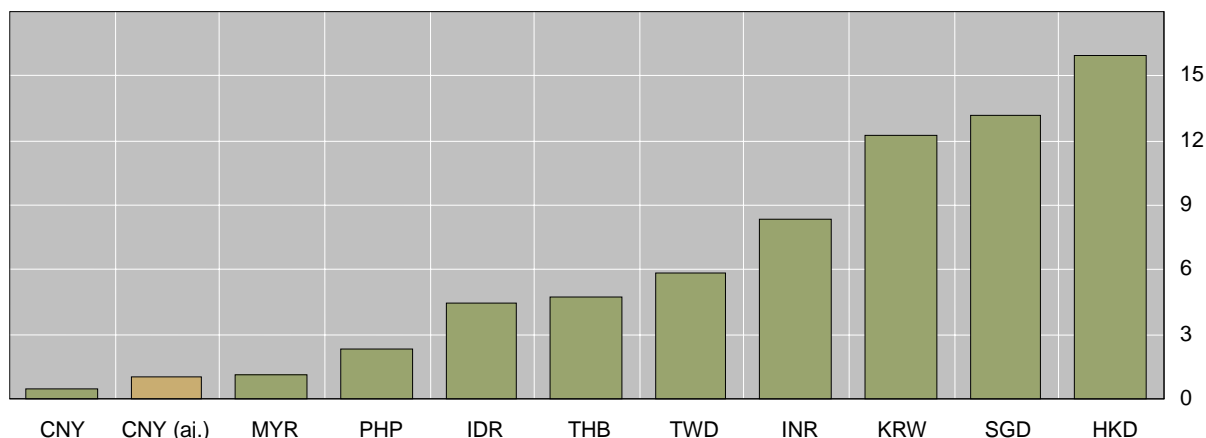
L'activité sur renminbi est-elle sous-estimée et sous-représentée ?

Les chiffres du négoce du renminbi sont-ils réellement comparables avec ceux des autres devises ? Pour situer le problème, il faut rappeler que l'enquête triennale BRI compile deux séries de données, provenant 1) de la banque centrale nationale et 2) des banques centrales du reste du monde. Dans le cas du renminbi, les premières présentent des lacunes que les secondes ne comblent que partiellement. Les banques chinoises ne déclarent pas l'intégralité de leurs transactions avec leurs contreparties financières non bancaires et non financières, mais uniquement les échanges au comptant sur le China Foreign Exchange Trade System (CFETS), basé à Shanghai, dont sont membres la plupart des banques domestiques et étrangères de même que quelques institutions financières non bancaires. Ainsi, les transactions au comptant et à terme des banques avec la plupart des institutions financières non bancaires et avec toutes les institutions non financières sont absentes des données domestiques. Celles-ci (pour le comptant) sont partiellement recueillies par les banques centrales du reste du monde^①. Cependant, à en juger par la taille des opérations avec la clientèle étrangère par rapport aux transactions internationales de la Chine, une large proportion des transactions domestiques avec la clientèle n'est capturée ni dans les séries chinoises, ni dans les autres.

Selon les estimations, le volume de négoce serait au moins le double. Les opérations au comptant non déclarées avec la clientèle pourraient être importantes (en partie à cause des achats et ventes obligatoires de devises, en partie à cause de la forte croissance des entrées et sorties financières transfrontières). En supposant (hypothèse basse) que celles-ci représentent la moitié des échanges bruts de biens et services commerciaux de la Chine en 2003, le négoce du renminbi triplerait (au comptant) et doublerait (au total) pour atteindre respectivement \$2 900 millions et \$3 600 millions, au lieu des \$992 millions et \$1 812 millions du tableau 1.

Même avec une estimation sensiblement plus haute du négoce domestique, complétée par les opérations extraterritoriales sur contrats à terme non livrables (NDF), l'activité sur renminbi reste faible. Le graphique A indique que, rapportée aux flux commerciaux bruts, celle-ci, ajustée ou non, vient en dernier parmi les devises des économies émergentes d'Asie.

Activité de change, rapportée aux flux commerciaux bruts¹



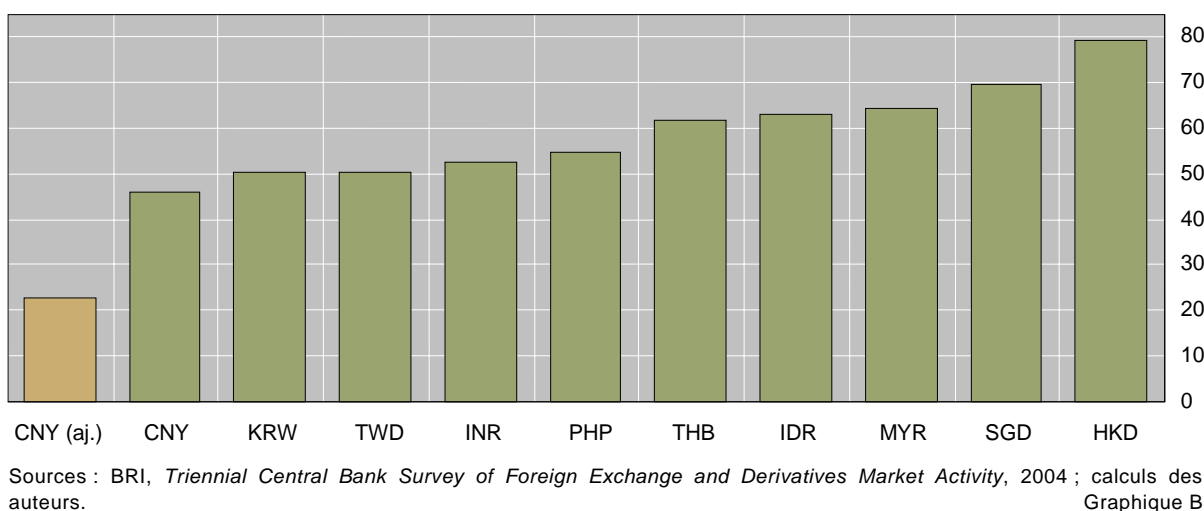
¹ Volume annuel, obtenu en multipliant par 256 la moyenne journalière d'avril 2004. Flux commerciaux bruts : somme des exportations et des importations de biens et services commerciaux. Activité de change et flux commerciaux : en dollars EU courants.

Sources : BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004 ; CEIC ; OMC ; calculs des auteurs. Graphique A

^① Dans l'enquête 2004, la base de rattachement géographique des transactions n'est plus le lieu d'exécution (comme en 2001), mais le lieu de négociation.

Pourquoi le marché du renminbi est-il resté si peu profond ? Quatre hypothèses peuvent être avancées. La première est l'absence de flux transfrontières de haute fréquence, en raison du contrôle toujours serré de l'État sur les mouvements de portefeuille. Ma et McCauley (2004) montrent que ces restrictions engendrent un écart important entre taux d'intérêt locaux et extraterritoriaux du renminbi. Une deuxième possibilité tient à l'absence de transactions interbancaires terme/swaps et options en Chine, malgré l'apparition d'un marché à terme entre banques et clientèle. Même en incluant les NDF, la part des swaps et du terme est la plus faible des devises d'Asie (graphique B)[®]. Troisièmement, les opérations sur renminbi sont fortement concentrées sur les grandes banques chinoises, qui peuvent les compenser en interne, ce qui réduit l'activité sur le CFETS. Quatrièmement, il est fréquent que les opérateurs privés en Chine prennent tous position dans le même sens.

Terme et swaps, en % du total des changes



[®] Ajustée pour tenir compte des opérations non déclarées entre banques et clientèle, vraisemblablement au comptant pour la plupart, la proportion des swaps et du terme serait encore plus faible.

l'évolution du cours au comptant. Si, par le passé, ce marché des NDF (assortis d'un règlement en dollars et donc non livrables) était étroit, avec seulement quelques contrats par jour d'une centaine de millions de dollars, aujourd'hui il peut représenter quotidiennement au moins un milliard de dollars (Ma *et al.* (2004)). Autrement dit, le cours NDF en renminbis peut désormais avoir un poids économique et financier plus important.

Il apparaît que la spéculation sur l'appréciation du renminbi a exercé une influence croissante sur la structure des opérations en monnaies d'Asie. Selon une étude récente, les amples variations du cours NDF renminbi 1 an, dues à des événements propres à la Chine, ont eu des répercussions significatives sur le yen, le dollar australien, les monnaies du Nord-Est asiatique ainsi que sur le dollar de Singapour et le baht thaïlandais (Malcolm (2005)).

La spéculation sur le renminbi exerce une influence...

Plus généralement, le cours NDF renminbi et ceux des monnaies asiatiques suivent une évolution semblable, même après élimination de l'incidence des mouvements du yen et de l'euro. Le tableau 3 montre les élasticités estimées à partir des cours de change journaliers. Une élasticité de

Monnaies d'Asie¹ : covariance avec le yen, l'euro et le NDF renminbi², 2003–04

	2003				2004			
	JPY	EUR	CNY NDF	R ²	JPY	EUR	CNY NDF	R ²
KRW	0,33***	0,04	0,17*	0,203	0,32***	0,12***	0,30***	0,411
IDR	0,15***	0,09**	0,12	0,070	0,28***	0,12***	0,30**	0,210
SGD	0,21***	0,08***	0,15***	0,319	0,22***	0,11***	0,11*	0,392
THB	0,24***	0,04*	0,14**	0,304	0,22***	0,08***	0,13**	0,402
TWD	0,09***	0,03**	0,12***	0,218	0,20***	0,00	0,28***	0,217
CNY	0,11***	0,00	–	0,041	0,12***	0,02	–	0,115
PHP	0,09**	0,01	0,02	0,023	0,08***	0,02	0,00	0,093
HKD	0,03***	0,01	0,08***	0,103	0,02***	0,03***	0,11***	0,246

¹ Cours au comptant, sauf Chine (NDF renminbi 1 an) et Hong-Kong (terme 1 an). ² Coefficients d'élasticité estimés par régression des variations journalières (en %) de la monnaie X (exprimée en X par dollar EU) sur une constante et sur les variations journalières (en %) du yen, de l'euro et du NDF renminbi 1 an (tous exprimés en dollars EU). Significativité : *** = probabilité inférieure à 0,001 ; ** = probabilité inférieure à 0,01 ; * = probabilité inférieure à 0,1.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Tableau 3

x indique qu'une variation de 1 % du yen (de l'euro ou du renminbi) par rapport au dollar EU est associée, en moyenne, à une variation de x % d'une monnaie asiatique par rapport au dollar EU. À la limite, une monnaie asiatique rattachée au dollar EU ne fluctuerait pas parallèlement à la valeur en dollar du yen, de l'euro ou des NDF renminbi (élasticité égale à zéro). Plus la valeur de x est élevée, plus la monnaie asiatique évolue parallèlement au cours de change concerné (autrement dit, moins elle est ancrée sur le dollar).

Ces estimations portent à croire que, si les mouvements du cours au comptant dollar/yen restent le principal facteur d'influence sur les monnaies asiatiques, le cours NDF renminbi semble jouer un rôle de plus en plus important⁴. Le parallélisme d'évolution entre le renminbi et les monnaies du Nord-Est asiatique s'est renforcé en 2004 par rapport à l'année précédente. En particulier, l'élasticité du cours au comptant du won coréen vis-à-vis de ceux des NDF renminbi et du yen en 2004 a revêtu une ampleur comparable. Le cours à terme du dollar de Hong-Kong et le cours au comptant du nouveau dollar taïwanais étaient, eux, plus sensibles à une variation du cours NDF renminbi qu'à la même variation pour le yen⁵. Il convient toutefois de relever que l'influence constatée du yen n'a nullement pâti d'un renforcement du rôle de la monnaie chinoise sur les changes d'Asie.

...même compte tenu du yen et de l'euro

⁴ Les variations du cours au comptant dollar/yen ont fortement influencé les marchés des changes d'Asie depuis la suppression du rattachement formel ou informel de certaines monnaies au dollar EU pendant la crise asiatique. Galati et McCauley (1998) ont montré qu'après la crise les monnaies de la région Asie et Pacifique se sont très vite révélées plus sensibles aux fluctuations du cours dollar/yen.

⁵ Étant donné cependant que la volatilité du cours NDF en renminbis n'est égale qu'à un tiers environ de celle de la parité dollar/yen, l'effet global du yen sur le nouveau dollar taïwanais reste plus important.

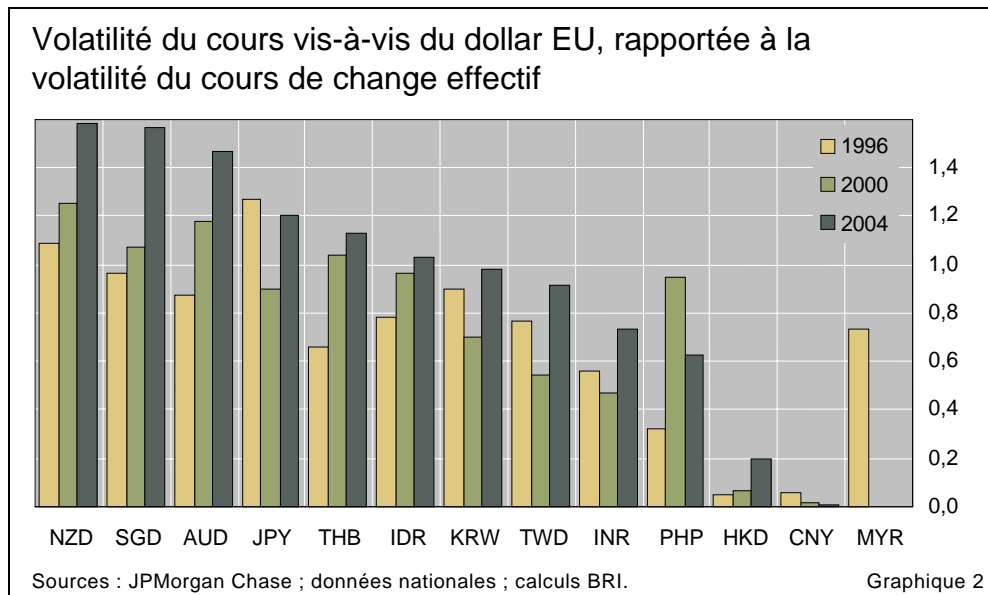
Les monnaies asiatiques ne constituent plus un bloc dollar

Les constatations qui précèdent vont à l'encontre de l'idée généralement admise que les monnaies d'Asie seraient revenues à un bloc dollar EU depuis la crise asiatique. Certes, le renminbi comme le ringgit malais ont noué de solides liens avec le dollar EU pendant la crise, ce qui avait amené certains observateurs à soutenir que, par effet d'entraînement, d'autres monnaies régionales suivraient le mouvement (Ogawa et Ito (2002)). Des commentateurs, parmi lesquels des universitaires, ont parlé d'« étalon dollar de l'Est asiatique » et de « nouveau Bretton Woods »⁶. Cependant, les élasticités plutôt positives estimées plus haut ne corroborent pas ces points de vue, qui laisseraient croire à l'existence d'un lien systématique insignifiant entre les monnaies asiatiques et le yen ou l'euro.

Si les monnaies asiatiques ne se négocient pas en tant que bloc dollar, comment doit-on alors caractériser leur structure d'échanges actuelle ? Si certains spécialistes ont envisagé un rapprochement avec le yen (Kwan (2001), Kim *et al.* (2004)), il est plus probable que les monnaies d'Asie ont évolué vers un cours de change effectif, un peu à l'instar du dollar de Singapour (Kawai (2002)). Cette hypothèse est confirmée par la volatilité accrue, observée en 2004 par comparaison avec 1996, des cours de change bilatéraux par rapport aux cours effectifs des monnaies asiatiques à change plus souple (graphique 2)⁷. La volatilité du dollar de Singapour est depuis longtemps plus élevée à l'égard du dollar EU que vis-à-vis du panier de

L'idée d'un bloc dollar ne vaut plus

Indices d'une orientation de cours de change effectif...



⁶ Notamment McKinnon et Schnabl (2003) ainsi que Dooley *et al.* (2003).

⁷ Il était plus facile en 2000 qu'il y a quelque temps de soutenir que l'étalon dollar avait été rétabli dans l'Est asiatique. En tout état de cause, on note un contraste marqué entre les ratios importants des monnaies à change plus souple et ceux, proches de zéro, du dollar de Hong-Kong, du renminbi et du ringgit qui, eux, sont rattachés au dollar EU. L'augmentation de la volatilité des dollars australien et néo-zélandais indique une réorientation des transactions au profit de l'euro et au détriment du dollar EU.

monnaies de ses partenaires commerciaux⁸. Tel est également le cas, plus récemment, du baht thaïlandais. La rupiah indonésienne et le won coréen présentent une volatilité bilatérale et effective quasiment identique.

L'hypothèse selon laquelle les monnaies asiatiques seraient de moins en moins rattachées au dollar et davantage orientées vers un cours effectif est aussi étayée par l'analyse de régression précitée. En 2003 et 2004, les coefficients d'élasticité du yen étaient nettement supérieurs à ceux observés avant la crise, même compte tenu du cours NDF renminbi (tableaux 3 et 4). L'importance du yen va dans le sens de la concurrence fort appréciée que se livrent les exportateurs asiatiques et le Japon sur les marchés tiers. L'euro, pour sa part, semble avoir pris une place que ne laissait pas prévoir celle du mark allemand. L'influence exercée depuis peu par le renminbi pourrait être l'expression d'un resserrement des liens commerciaux entre la Chine et ses voisins asiatiques. Ainsi, la Chine étant désormais le premier marché de la Corée, il est logique que le won évolue aussi étroitement avec le renminbi qu'avec le yen.

...différente
toutefois du cas du
dollar de Singapour

Deux observations connexes s'imposent. Tout d'abord, l'orientation de cours effectif n'est pas la même dans le cas du dollar de Singapour et dans celui des autres monnaies d'Asie. S'agissant du premier, le cours effectif constitue le fondement explicite du régime monétaire⁹. Pour les autres monnaies, l'orientation semble avoir résulté de l'interaction entre une politique monétaire plus souple vis-à-vis du dollar EU et des facteurs fondamentaux, comme l'existence de liens commerciaux importants avec des régions n'appartenant pas à la zone dollar. Ces facteurs ont été renforcés, en outre, par le comportement des autorités – dont les déclarations officielles ont ouvertement pris le yen ou d'autres cours croisés comme référence ou sont réellement intervenues sur le marché à des valeurs effectives extrêmes.

La logique
de marché table
sur une influence
croissante du
renminbi

Ensuite, le parallélisme mis en évidence avec le cours NDF renminbi ne signifie pas que les autorités asiatiques l'aient effectivement inclus dans leur panier implicite ou explicite. Il pourrait tout simplement être dû au fait que les acteurs économiques apprécient les raisons fondamentales et/ou stratégiques qui ont conduit à une orientation de cours effectif. Peut-être s'attendent-ils, en cas d'appréciation du renminbi par rapport au dollar EU, à ce que d'autres monnaies asiatiques se renforcent, elles aussi, sans entraîner nécessairement une réévaluation de leurs cours effectifs respectifs. Cette logique de marché pourrait favoriser non seulement un accroissement des transactions « de

⁸ La tendance, de plus en plus marquée, du dollar de Singapour à ne plus s'orienter sur le dollar EU (comme semblent l'indiquer les estimations de régression ou la volatilité en forte augmentation) témoigne de l'interaction entre une politique privilégiant un large panier de monnaies (une douzaine selon des estimations de marché) et celle, toujours plus nette, d'un certain nombre de partenaires commerciaux asiatiques de Singapour à suivre le même comportement. Étant donné que le baht thaïlandais et le nouveau dollar taïwanais réagissent davantage au yen ou à l'euro, le dollar de Singapour se montre lui aussi plus réactif, en raison de son orientation de cours effectif.

⁹ Voir Autorité monétaire de Singapour (2001) pour un aperçu de la politique suivie par Singapour.

Monnaies d'Asie ¹ : covariance avec le yen et le mark allemand ² , 1995–96						
	1995			1996		
	JPY	DEM	R ²	JPY	DEM	R ²
KRW	0,11***	-0,05*	0,059	0,13***	0,01	0,083
IDR	-0,01	0,03*	0,003	-0,01	-0,04	0,006
SGD	0,16***	-0,04	0,119	0,11***	0,02	0,150
THB	0,08***	-0,01	0,281	0,09***	0,01	0,249
TWD	0,17***	-0,10***	0,116	0,04***	0,02	0,070
CNY	0,00	-0,01	0,001	0,00	0,00*	0,004
PHP	-0,01	-0,03	-0,002	0,00	0,00	-0,008
HKD	-0,01	0,01	-0,006	0,00	-0,01	-0,004
MYR	0,11***	-0,02	0,127	0,06***	0,01	0,058

¹ Cours au comptant, sauf Hong-Kong (terme 1 an). ² Coefficients d'élasticité et significativité : voir tableau 3 (l'euro étant remplacé ici par le mark allemand).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Tableau 4

substitution » en dollars de Singapour – les intervenants se positionnant indirectement en vue d'une hausse du renminbi – mais aussi la possibilité d'une révision de la parité du ringgit¹⁰. En développant encore ce raisonnement, on pourrait imaginer qu'un cours au comptant du renminbi plus libéral et plus souple puisse, en sus (sinon en remplacement) du yen, constituer à l'avenir un point d'ancrage pour les monnaies de la région¹¹.

Conclusion

Le volume des transactions sur les monnaies d'Asie s'est notablement accru ces dernières années. Des monnaies faisant l'objet d'échanges moindres, telles que le renminbi, ont très rapidement rattrapé leur retard. La structure des échanges entre les monnaies régionales ainsi que leurs liens avec les grandes devises ont également évolué. Les données récentes portent à croire que l'orientation de cours de change effectif fondée sur un large panier de monnaies, qui a longtemps constitué une caractéristique du dollar de Singapour, pourrait prendre une place de plus en plus grande pour d'autres monnaies de l'Est asiatique. Les opérateurs de marché semblent prévoir que les mouvements du renminbi, à côté de ceux du yen et de l'euro, influenceront le négoce sur les monnaies régionales.

¹⁰ La Malaysia est le principal partenaire commercial de Singapour. Selon certains observateurs, une appréciation du renminbi serait de nature à provoquer une révision de la parité du ringgit.

¹¹ L'idée que les monnaies des économies émergentes d'Asie puissent former un bloc régional flottant par rapport au dollar, à l'euro et au yen a été avancée par Suttle et Fernandez (2005).

Bibliographie

Autorité monétaire de Singapour (2001) : *Singapore's exchange rate policy*, février.

Banque des Règlements Internationaux (1997) : *67^e Rapport annuel*, pp. 107–129.

Dooley, M. P., D. Folkert-Landau et P. Garber (2003) : « An essay on the revised Bretton Woods system », *NBER Working Papers*, n° 9971, septembre.

Galati, G. (2000) : « Marchés des changes d'économies émergentes : volumes de transactions, volatilité et fourchettes de cours », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 50–53.

Galati, G. et R. N. McCauley (1998) : « Cours de change JPY/USD et fluctuations des monnaies de la région Asie-Pacifique », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 13–15.

Galati, G. et M. Melvin (2004) : « Explication du rebond de l'activité sur les changes – l'enquête triennale 2004 », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 67–74.

Kawai, M. (2002) : « Exchange rate arrangements in East Asia : lessons from the 1997–98 currency crisis », Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, *Monetary and Economic Studies*, vol. 20, n° S–1, décembre.

Kim, J. Y., Y. Wang et W. Y. Park (2004) : *Coupling or decoupling of won/yen exchange rate*, communication lors d'un atelier « Monetary and exchange rate arrangements in East Asia » sous l'égide de Claremont Graduate University et de l'Institut coréen pour la politique économique internationale – KIEP, août, Séoul.

Kwan, C. H. (2001) : *Yen bloc : toward economic integration in Asia*, The Brookings Institution Press, Washington D.C.

Ma, G., C. Ho et R. N. McCauley (2004) : « Contrats à terme non livrables en monnaies d'Asie », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 79–92.

Ma, G. et R. N. McCauley (2004) : « Effectiveness of China's capital controls », communication lors du deuxième séminaire KIEP–PRI « Financial interdependence and exchange rate regimes in East Asia », décembre, Tokyo.

Malcolm, J. (2005) : « Anticipating the spill-over from CNY reval », Deutsche Bank, *Asian FX Strategy Notes*, 4 janvier.

McKinnon, R. et G. Schnabl (2003) : *The East Asian dollar standard, fear of floating and original sin*, septembre, document non publié.

Ogawa, E. et T. Ito (2002) : « On the desirability of a regional basket currency arrangement », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 16, n° 3, pp. 317–334.

Suttle, P. et D. Fernandez (2005) : « Emerging Asia's monetary future », JPMorgan Chase, *Global issues*, janvier.

