

Accumulation des réserves de change dans les économies émergentes : conséquences au plan intérieur¹

L'étude examine certaines implications que comportent, sur le plan interne, les interventions massives pratiquées récemment dans les économies émergentes pour freiner l'appréciation de la monnaie. Sur les cinq dernières années, de nombreux pays ont ainsi adopté une politique monétaire accommodante. S'il en est résulté une longue période de faibles taux d'intérêt, diverses autres forces ont contribué à maîtriser l'inflation, atténuant du même coup l'un des dilemmes des banques centrales. Toutefois, l'accumulation d'importantes réserves de change peut engendrer à la longue des risques autres que l'inflation à court terme, notamment un coût d'intervention élevé, des déséquilibres monétaires, une surchauffe sur les marchés de la dette et des actifs, ainsi qu'un excès de liquidité, voire des distorsions, dans le système bancaire.

JEL : E52, E58, F31, F41.

Depuis plusieurs années, l'accumulation de réserves de change dans les économies émergentes se poursuit à un rythme sans précédent et, selon les dernières hypothèses de travail du FMI, devrait perdurer en 2006 et 2007². Cette politique a eu essentiellement pour objet de freiner ou de retarder l'appréciation de la monnaie. Son efficacité à court terme et au-delà a suscité d'amples discussions. S'il est communément admis qu'elle n'a guère d'effet pour les grandes économies, dont les marchés financiers sont très intégrés à ceux du monde entier, il semble que la stérilisation ait davantage d'incidence sur le cours de change pour les économies émergentes³. Cet aspect n'entre cependant pas dans le cadre de notre étude, qui vise plutôt à montrer dans quelle mesure l'accumulation de réserves engendre à la longue, sur le plan

¹ Nous tenons à remercier David Archer, Claudio Borio, Már Gudmundsson, Corrinne Ho, Robert McCauley, Ramón Moreno, Frank Packer, Srichander Ramaswamy, Sweta Saxena et William White pour leurs suggestions avisées ainsi que Stephan Arthur, Pablo García-Luna et Marjorie Santos pour la qualité de leurs informations statistiques. Les points de vue exprimés ici sont les nôtres et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² D'après les *Perspectives de l'économie mondiale* (FMI), l'accroissement des réserves des pays en développement devrait se poursuivre à hauteur de \$584 milliards en 2006 et \$562 milliards l'année suivante (FMI, 2006).

³ Voir Disyatat et Galati (2005) ainsi que Mihaljek (2005).

interne, des risques qui pourraient contraindre à renoncer à de nouvelles interventions.

Le financement d'une accumulation prolongée de réserves de change substantielles comporte des implications pour les bilans de la banque centrale, du système bancaire et même du secteur privé. De fortes modifications des composantes de ces 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 de la stérilisation 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 financier⁴. Ainsi, au début des années 90, les risques de surchauffe et le coût des interventions ont contraint de nombreux pays d'Amérique latine à renoncer à cette pratique⁵.

Il convient de noter que le cycle économique a joué un rôle majeur dans le financement des récentes interventions. Beaucoup de pays ayant amassé des réserves ces dernières années ont été confrontés à des capacités largement excédentaires et à une faible inflation, qui leur ont permis d'abaisser leurs taux directeurs face à un risque d'appréciation de la monnaie. Contrairement à ce qui s'était produit durant des épisodes antérieurs de forte inflation, les autorités n'ont donc pas eu à faire un choix entre leur objectif d'inflation et leur objectif de change.

La présente étude retrace tout d'abord l'ampleur de l'accumulation de réserves, à partir d'indicateurs standards de la dimension de l'économie et du système financier. Elle examine ensuite le degré de stérilisation des interventions. Dans la dernière partie, elle s'attache à déterminer si certaines conséquences indésirables des interventions, même entièrement stérilisées, peuvent conduire, à un moment donné, à reconsidérer le bien-fondé d'une politique de forte accumulation de réserves.

Tendance récente

Par rapport à deux épisodes antérieurs (début et milieu des années 90), le tableau 1 montre que, cette fois, l'accumulation de réserves dans les principales régions a été beaucoup plus ample et prolongée. Entre 2000 et 2005, les économies émergentes ont constitué des réserves au rythme de \$250 milliards par an (soit 3,5 % de leur PIB annuel cumulé), ce qui représente près de cinq fois celui du début des années 90. En pourcentage du PIB, la progression a été particulièrement rapide en Chine, Corée, Inde, Malaysia, Russie et à Taïwan (Chine). En Amérique latine et en Europe centrale, elle a

Ampleur sans précédent des interventions récentes

⁴ Pour une analyse de ces questions, voir Mohanty et Turner (2005) ainsi que International Relations Committee Task Force (2006).

⁵ Voir Reinhart et Reinhart (1999) ainsi que Griffith-Jones *et al.* (2001).

Économies émergentes : balance des paiements¹

	Solde des paiements courants			Entrées nettes de capitaux ²			Réserves			
							Variation			Encours
	1990-93	1995-96	2000-05	1990-93	1995-96	2000-05	1990-93	1995-96	2000-05	Juillet 2006 ⁷
Asie	6	-64	899	160	230	211	119	110	1 178	2 025
Chine	20	9	347	35	79	291	4	53	664	941
Corée	-14	-32	82	20	41	51	5	8	136	225
Inde	-17	-12	-5	20	16	95	7	0	99	156
Taïwan (Chine)	39	16	117	-29	-21	30	10	-4	147	260
Autres pays ³	-22	-45	358	114	115	-239	93	53	132	442
Amérique latine ⁴	-85	-68	-26	138	105	106	71	49	83	244
Europe centrale ⁵	-2	-11	-102	6	34	134	16	21	39	99
Russie	1	18	290	9	-26	-31	10	7	167	243
Moyen-Orient ⁶	-90	6	383	111	9	-302	-3	8	50	89
Total	-170	-119	1 445	423	351	117	214	195	1 517	2 701

¹ Total cumulé sur la période, en milliards de dollars EU. Asie : somme des économies représentées. ² Compte financier, n.i.a. (FMI).

³ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁶ Arabie Saoudite, Koweït, Libye, Oman et Qatar. ⁷ Ou dernier chiffre disponible.

Sources : FMI, *Statistiques de la balance des paiements* ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; Datastream.

Tableau 1

été relativement modeste, puisque ce pourcentage n'a augmenté, sur les cinq dernières années, qu'en Argentine, au Mexique, en République tchèque et au Venezuela. Enfin, au Moyen-Orient, les réserves de nombreuses économies exportatrices de pétrole se sont aussi nettement accrues.

Les tensions sur le cours de change, que les interventions visaient à contrer, ont généralement résulté d'excédents substantiels des paiements courants. En revanche, lors des épisodes précédents, elles reflétaient principalement d'abondantes entrées nettes de capitaux privés. On relève toutefois des exceptions notables. En Chine, en Corée et à Taïwan (Chine), sur la période récente, elles ont été dues autant à ces flux financiers qu'aux excédents courants, alors qu'en Inde les entrées de fonds sont restées bien supérieures au déficit des paiements courants. C'est également le cas pour la majeure partie de l'Amérique latine ainsi que de l'Europe centrale et orientale, à part essentiellement la Russie, dont les excédents courants ont été gonflés par le renchérissement du pétrole.

Si les apports de capitaux, en particulier les investissements de portefeuille, ont souvent été considérés comme temporaires (justifiant peut-être les interventions), les excédents de paiements courants perdurent généralement et affectent en permanence le cours de change. De plus, les investisseurs et opérateurs sur devises associent fréquemment les excédents courants durables à une appréciation du cours de change d'équilibre sur le long terme. S'opposer à ces tendances peut encore amplifier les entrées de capitaux et déclencher alors un cercle vicieux, le risque accru d'une appréciation de la monnaie nécessitant un surcroît d'interventions.

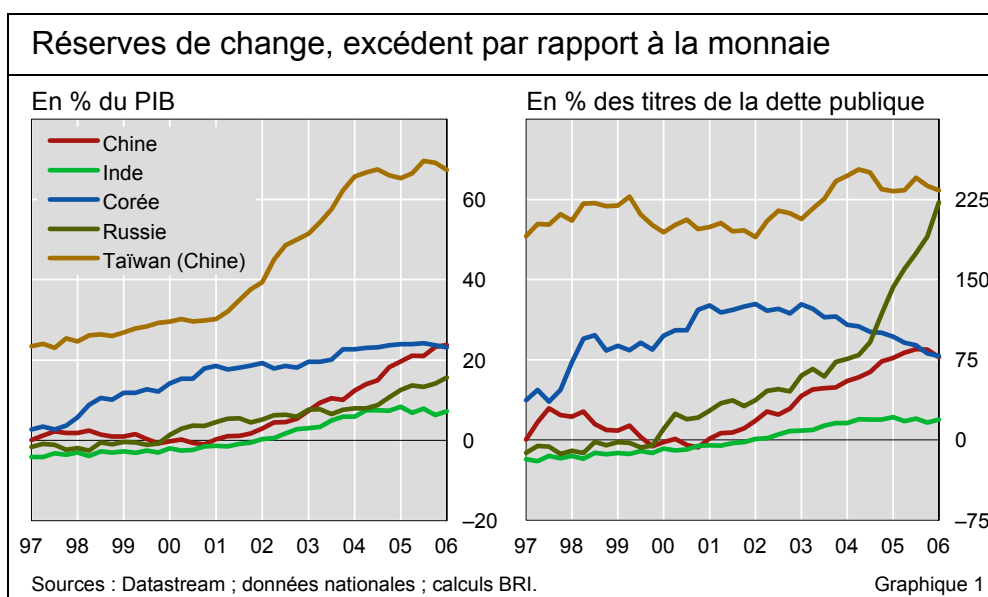
Bilan d'une banque centrale	
Actif	Passif
Avoirs extérieurs nets Avoirs intérieurs nets	Passifs monétaires <ul style="list-style-type: none"> • Monnaie • Réserves des banques Passifs non monétaires <ul style="list-style-type: none"> • Titres émis • Autres Fonds propres
Tableau 2	

Degré de stérilisation des interventions

L'accumulation rapide de réserves a d'importantes répercussions sur le bilan de la banque centrale, tel qu'il apparaît sous une forme schématisée au tableau 2. À l'actif figurent les avoirs en devises et les actifs domestiques ; le passif comprend les exigibilités monétaires (monnaie et réserves des banques), les exigibilités non monétaires (titres émis pour compte propre, autres engagements) et les fonds propres. La quantité de monnaie est essentiellement fonction de la demande d'encaisse des agents économiques. Les fonds propres représentent les transferts de l'État à la banque centrale (plus les pertes et profits cumulés) ; les autres passifs sont du domaine contrôlé par la banque centrale.

Forte incidence des interventions sur le bilan de la banque centrale

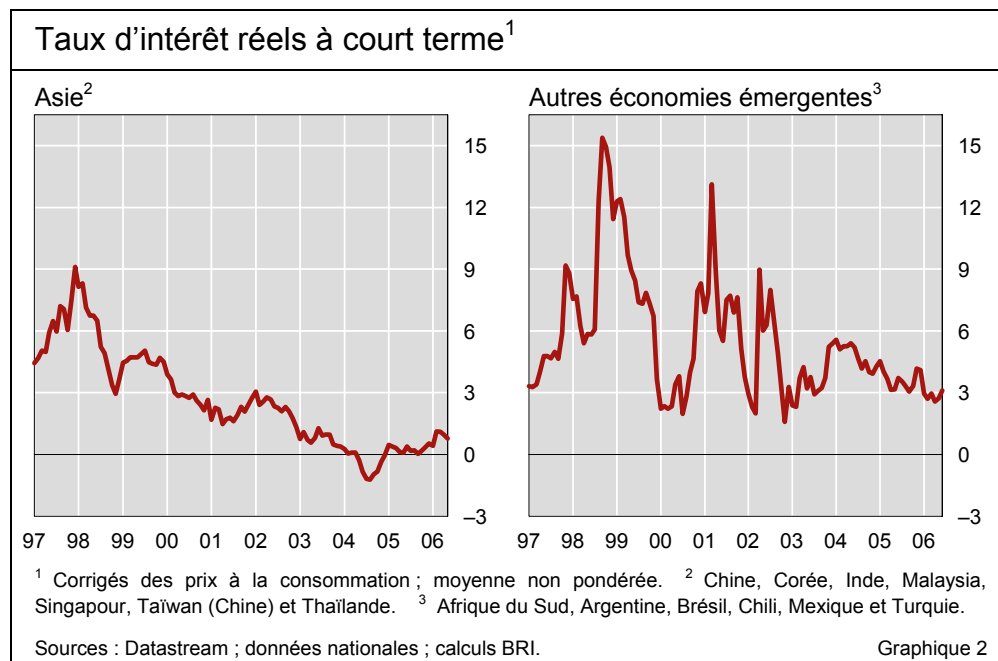
Une injection de fonds propres destinée à financer l'accumulation de réserves n'entraîne pas d'expansion monétaire, à condition que l'État ne puise pas dans les dépôts ou ne recourt pas à un découvert auprès de la banque centrale. En l'absence d'augmentation des fonds propres, et toutes choses étant égales par ailleurs (c'est-à-dire la demande de trésorerie), l'accumulation de réserves requiert un financement sous une forme ou une autre. L'écart entre les réserves de change et la monnaie en circulation constitue un



indicateur simple de ce besoin de financement. Jusqu'à la fin des années 90, il était faible ou négatif dans beaucoup de pays en développement ; autrement dit, le volume de ces réserves était donc assez voisin de celui de la monnaie en circulation. En revanche, sur les cinq dernières années, cet écart s'est sensiblement creusé, en pourcentage du PIB, dans de nombreuses économies émergentes, en particulier d'Asie (graphique 1). Dans bien des cas, il est également important par rapport au volume de titres de la dette publique.

Lors de ses interventions, la banque centrale peut combler cet écart par des passifs monétaires intérieurs (réserves monétaires des banques commerciales). Si elle laisse ces réserves accrues exercer des pressions sur le taux d'intérêt à court terme (interventions non stérilisées), le crédit bancaire augmente et des tensions inflationnistes risquent de surgir. Dans le cas où elle s'est dotée d'un objectif de taux court (taux directeur), elle s'efforce de compenser le gonflement des réserves bancaires en agissant sur d'autres éléments de son bilan (le plus souvent en vendant des avoirs domestiques ou en émettant des titres pour compte propre) qu'elle contrôle (interventions stérilisées).

Quelles ont été les implications des interventions pour la politique monétaire ? D'après le tableau 2, de janvier 2000 à mai 2006, les variations du crédit intérieur net et des exigibilités non monétaires ont contrebalancé, à hauteur de 85 % à 95 %, celles des actifs nets étrangers en Corée, Inde, Malaysia, à Singapour et à Taïwan (Chine) et, pour plus de 70 % et 60 % respectivement, en Chine et en Russie⁶. Sur la majeure partie de la période



⁶ Estimations effectuées à l'aide de l'équation suivante : $\Delta C I_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta A N E_t + \alpha_2 \Delta C I_{t-1} + \varepsilon_t$, où $C I$ représente le crédit intérieur net dans le bilan de la banque centrale, hors titres pour compte propre et autres exigibilités non monétaires, et $A N E$ désigne les actifs nets étrangers. Ce modèle a été évalué à partir de données désaisonnalisées pour la période janvier 2000-mai 2006.

pendant laquelle elles ont constitué des réserves, les banques centrales ont également voulu assouplir leur politique monétaire dans un environnement de faible inflation et de capacités largement excédentaires. Comme le montre le graphique 2, les taux courts baissent en termes réels nettement plus en Asie qu'ailleurs depuis quelques années. C'est aussi le cas dans d'autres pays qui constituent d'importantes réserves (comme la Russie). Par conséquent, de nombreuses banques centrales peuvent avoir profité de ces volumes pour accroître leur base monétaire et conforter ainsi leur choix d'une politique plus accommodante⁷. Ce contexte de faible inflation leur a donc permis de mieux concilier leurs objectifs de change et d'inflation.

Assouplissement monétaire dans un contexte de faible inflation

L'une des questions fondamentales qui se pose alors est de savoir si l'inflation va rester faible dans les économies émergentes. En Chine, elle a été volatile, mais a culminé à 5 % à la mi-2004, avant de refluer. En Inde, son taux affiché a fortement fluctué également, entre 8 % à la mi-2004 et 3 % à la mi-2005. En Arabie Saoudite, Malaysia, à Taïwan (Chine) et en Thaïlande, malgré une hausse ces deux dernières années, elle s'inscrit dans les limites de l'objectif fixé par la banque centrale. À l'inverse, en Argentine, en Russie et au Venezuela, l'accumulation de réserves s'est accompagnée d'une inflation relativement élevée (10–13 % sur cette même période).

Même si l'inflation est restée faible...

La faiblesse de l'inflation à ce jour pourrait être en partie structurelle, traduisant certaines forces telles que l'intégration mondiale croissante des marchés des produits et des facteurs ainsi que des réformes structurelles qui intensifient la concurrence sur les produits non exportés⁸. Le risque serait que l'incidence de ces forces structurelles s'atténue ou finisse par disparaître devant les tensions inflationnistes induites par une politique monétaire expansionniste. La croissance observée depuis 2002 comprime les excédents de capacités au sein de l'économie mondiale et, globalement, les cours des matières premières ont nettement augmenté. Les banques centrales pourraient donc être amenées à relever les taux d'intérêt et à laisser la monnaie s'apprécier plus rapidement qu'auparavant.

...les tensions paraissent s'être accentuées

Problèmes liés aux interventions stérilisées

La stérilisation totale des réserves accumulées peut poser des problèmes, car les interventions, même entièrement stérilisées, peuvent avoir des implications indésirables qui nuisent à leur efficacité. Cette section analyse quatre de ces aspects.

⁷ Ainsi, la Banque populaire de Chine (BPC) a recouru à des opérations souples sur le marché pour stériliser à des degrés divers ses interventions. Au premier semestre 2005, où l'inflation était faible, elle a injecté CNY 1 000 milliards en monnaie centrale via des achats de devises et retiré CNY 761 milliards dans le cadre de telles opérations, entraînant une expansion de la monnaie centrale en valeur nette. Elle a toutefois intensifié ses interventions stérilisées à compter du semestre suivant, en resserrant sa politique monétaire face au risque croissant de surchauffe ; voir BPC (2005).

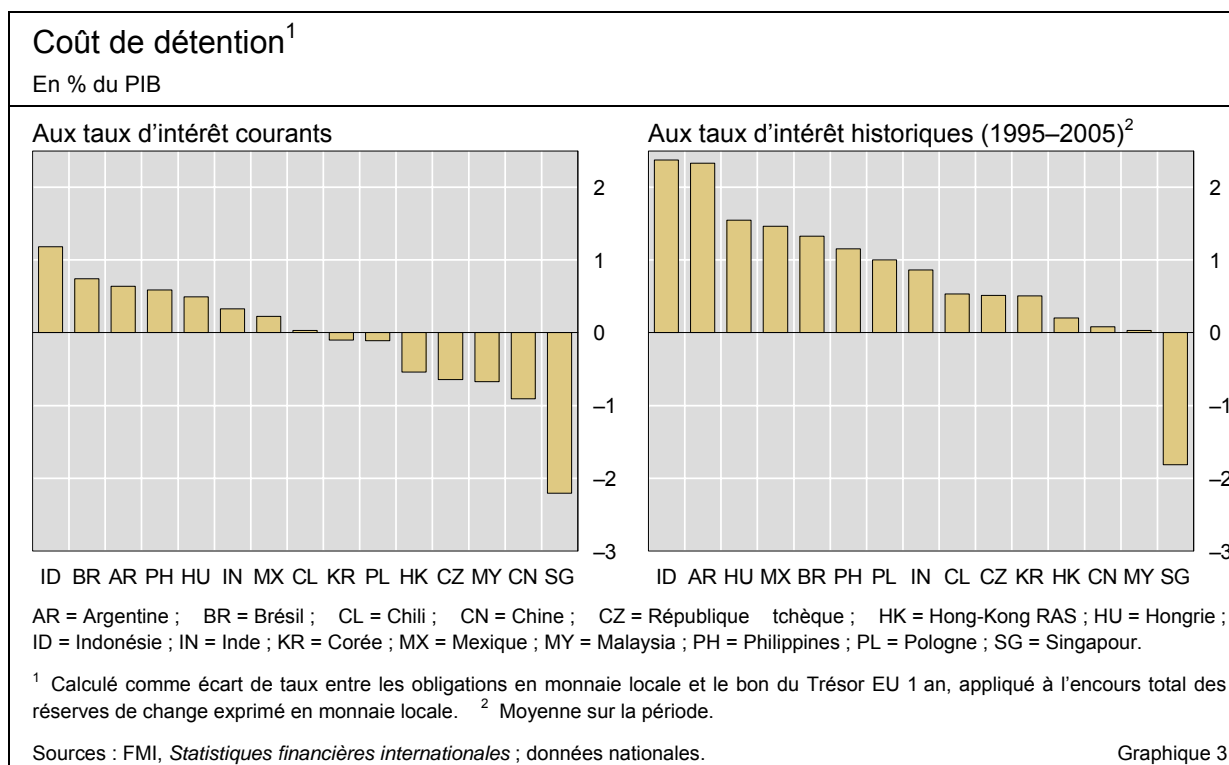
⁸ À propos de ce débat, voir Borio et Filardo (2006), FMI (2006) et Yellen (2006).

i) *Coûts budgétaires*

Certains ont fait valoir que, dans les pays où les taux d'intérêt sont nettement supérieurs aux niveaux internationaux, les interventions de la banque centrale comportent un important coût de détention, dont l'accroissement a souvent conduit à un changement d'orientation de la politique. Selon les estimations, lors des entrées de capitaux du début des années 90, ce coût aurait atteint par an entre 0,25 % et 0,5 % du PIB dans plusieurs pays d'Amérique latine (Khan et Reinhart, 1994). En fragilisant la situation budgétaire, cela porte atteinte également à la crédibilité de la banque centrale dans sa lutte contre l'inflation (Calvo, 1991)⁹.

Le graphique 3 présente des estimations sommaires du coût de détention, établies en pourcentage du PIB sur la base des écarts de taux à 1 an entre les obligations en monnaie locale et les titres du Trésor des États-Unis à fin juin 2006¹⁰. Comme l'indique le cadre de gauche, ce coût est négatif dans divers pays, aux taux d'intérêt courants. Ainsi, en Chine, en juin 2006, le taux à 1 an était inférieur de plus de moitié à celui de l'obligation américaine équivalente. La banque centrale tire donc parti d'une telle situation.

Le coût de détention reste faible, mais il pourrait augmenter...



⁹ Sur des marchés financiers étroits et imparfaits, les interventions stérilisées font fréquemment monter les taux des titres utilisés à cet effet ; voir Frankel (1993) et Turner (1991). Dans une récente allocation, le gouverneur adjoint de la Banque de Réserve d'Inde a déclaré que les opérations de stérilisation à grande échelle exercent une tension sur les taux d'intérêt intérieurs et créent une « trappe à flux de capitaux encore plus abondants » (Mohan, 2006).

¹⁰ Il ne s'agit là que d'une approximation. Dans la réalité, le coût de détention est fonction de l'écart de rendement moyen entre les engagements de la banque centrale et ses actifs en devises.

Cependant, le coût de détention est par nature cyclique, et les taux actuels se situent à des niveaux exceptionnellement bas. Le cadre de droite du graphique 3 présente une estimation de la sensibilité de ce coût à une future hausse des taux d'intérêt dans des pays qui accumulent des réserves : il augmenterait notablement si les taux renouaient avec leur moyenne des dix dernières années. Selon ce scénario, il resterait toutefois modéré dans certains pays disposant de gros volumes de réserves, en particulier en Chine¹¹. De plus, ces calculs théoriques ne tiennent pas compte des gains ou pertes dus aux variations des prix des obligations. Le recul régulier des rendements à long terme sur les marchés internationaux depuis 2001 a généré des plus-values pour les banques centrales dont les avoirs de change sont à long terme mais les engagements domestiques à court terme. Là encore, toutefois, cette tendance risque davantage de s'inverser que de perdurer.

Par ailleurs, la détention d'un gros portefeuille d'avoirs de change expose la banque centrale au risque de pertes de valorisation résultant d'une appréciation de la monnaie. Le graphique 4 présente des estimations des variations annuelles de valorisation, exprimées en pourcentage du PIB, entre 2000 et 2005. Ces chiffres sont obtenus en appliquant les modifications effectives du cours de change à une estimation de la composition des réserves par devise. En l'absence de données détaillées par pays sur cette composition, la part de chaque monnaie est évaluée à partir des moyennes régionales publiées par le FMI depuis 2000 (Lim, 2006). Celle du dollar dans le total des réserves des pays de la zone dollar (Asie et hémisphère occidental) aurait ainsi régressé, de 78 % fin 2000 à 75 % au troisième trimestre 2005, et celle de l'euro augmenté, passant de 14 % à 18 %. Dans les pays n'appartenant pas à cette zone dollar (Europe), la part de la monnaie américaine a baissé, revenant de 35 % à 32 %, et celle de l'euro progressé, de 50 % à 57 %¹².

...et des pertes de valorisation sont possibles

Le graphique 4 montre que les pays dont la monnaie s'est fortement appréciée par rapport à leur principale monnaie d'ancrage (sous l'angle de leur panier d'investissement) ont subi de lourdes pertes de valorisation. En revanche, et malgré des réserves substantielles, ces pertes apparaissent jusqu'ici modérées en Asie – mais seulement parce que la plupart des monnaies de cette région ne se sont pas appréciées de manière significative vis-à-vis du dollar.

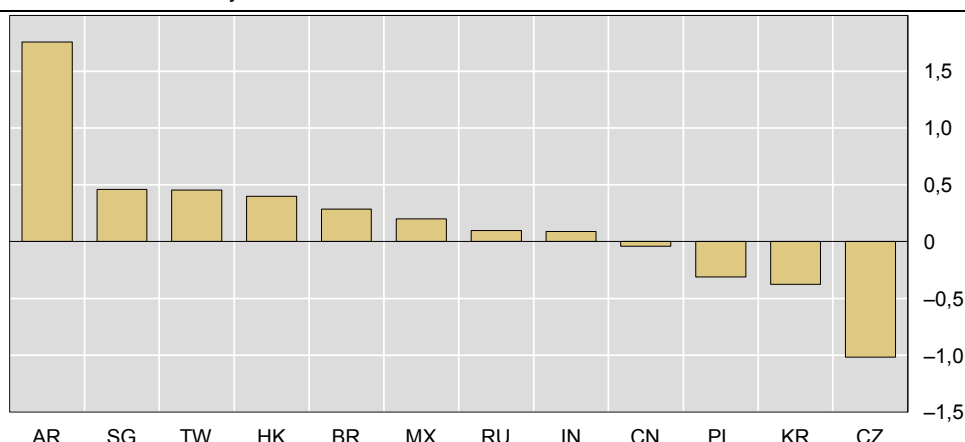
On peut se demander dans quelle mesure les pertes de valorisation influent sur la durabilité de la politique d'intervention. Les conséquences économiques directes pourraient être limitées. Ces pertes n'affectent ni la capacité d'intervention de la banque centrale (vente de monnaie locale pour

¹¹ Récemment, sur la base d'autres estimations du coût d'opportunité, plusieurs auteurs ont conclu à une hausse du coût des interventions. Ainsi, Rodrik (2006) montre que l'accumulation de réserves comporte un « coût social », puisque le secteur privé emprunte à un taux supérieur à celui que la banque centrale obtient sur ses avoirs de change. De même, Summers (2006) va dans le sens de coûts plus élevés, en se fondant sur le rendement antérieur de certains projets d'infrastructure.

¹² Voir également Wooldridge (2006) dans la présente édition du *Rapport trimestriel BRI*.

Valorisation des réserves de change, 2000–05¹

Variation annuelle moyenne, en % du PIB



AR = Argentine ; BR = Brésil ; CN = Chine ; CZ = République tchèque ; HK = Hong-Kong RAS ; IN = Inde ; KR = Corée ; MX = Mexique ; PL = Pologne ; RU = Russie ; SG = Singapour ; TW = Taiwan (Chine).

¹ Sur la base des parts indiquées dans le tableau 2 de l'ouvrage de Lim (2006).

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales.

Graphique 4

endiguer l'appréciation) ni le pouvoir d'achat de ses réserves de change en termes de biens étrangers. Le secteur privé et l'État étant emprunteurs nets de devises, une appréciation réduit leur endettement net. Les pertes de valorisation peuvent toutefois avoir leur importance si elles viennent à entamer la crédibilité ou l'indépendance de la banque centrale.

ii) Déséquilibres monétaires ultérieurs

L'efficacité à long terme des interventions stérilisées pour absorber un excès de liquidité dépend des instruments utilisés à cet effet et du secteur qui est le détenteur final des titres. L'accumulation de réserves massives accroît généralement les liquidités sous-jacentes du système bancaire. La vente aux banques d'emprunts d'État à échéance longue peut neutraliser en partie cette situation. La stérilisation est considérée comme raisonnablement réussie si ces obligations sont ensuite cédées à des acteurs non bancaires : les ménages ou entreprises non bancaires détiennent ainsi moins d'actifs monétaires et davantage d'actifs non monétaires, tels qu'obligations d'État.

Ces cinq dernières années, les interventions stérilisées se sont accompagnées de gros volumes d'émissions de titres d'État ou de banque centrale. En Chine, en Corée et à Taïwan (Chine), l'encours de titres de banque centrale a rapidement progressé, pour atteindre respectivement, fin juin 2006, 15 %, 20 % et 30 % du PIB. Dans la majorité des pays, les instruments de stérilisation sont à court terme. Ainsi, la plupart des émissions de la Banque populaire de Chine et de la Banque de Réserve d'Inde (principalement des obligations d'État dans le cadre du programme de stabilisation monétaire) sont assorties d'une échéance inférieure à 1 an. En Corée, fin 2004, cette échéance ne dépassait pas trois ans pour plus de 80 % des obligations servant à la stabilisation monétaire. Celle des autres instruments portant intérêt, comme les swaps cambistes et les comptes de

Les titres de dette sont souvent émis à court terme...

dépôt rémunérés, est généralement bien plus courte et va de quelques jours à quelques mois¹³.

Ce sont les banques, et non le secteur privé non bancaire, qui ont constitué la principale contrepartie à cette expansion de titres d'État et de banque centrale. Ainsi, en Chine, fin 2005, elles détenaient plus de 80 % des titres de la banque centrale. En Inde, fin 2004, elles possédaient environ 65 % du crédit intérieur en titres d'État. Dans la mesure où les banques dotées d'actifs liquides se sentent mieux placées pour accorder des crédits, le frein exercé par les interventions stérilisées sur la croissance monétaire pourrait s'avérer temporaire¹⁴. Par ailleurs, un autre problème réside dans le fait qu'un important volume de titres de stérilisation et d'autres exigibilités non monétaires rémunérées conduit les banques centrales à payer davantage d'intérêts, ce qui nécessite de nouvelles émissions¹⁵.

Un volume élevé d'engagements à court terme pourrait, en outre, rendre la banque centrale vulnérable aux fluctuations futures des taux d'intérêt, de la même façon que si l'État encourait un important risque de refinancement (risque que, à défaut d'une baisse substantielle de prix, la demande de titres du Trésor soit insuffisante à l'adjudication). Ces dernières années, la forte demande de titres sans risque émanant des banques a été principalement responsable de l'absorption en douceur des titres de stérilisation. Si ce phénomène venait à s'inverser, les interventions stérilisées par le biais d'émissions massives de titres de dette pourraient devenir plus délicates et plus coûteuses. Ainsi, l'an passé, la Banque de Corée (2005) s'est inquiétée de la hausse des paiements d'intérêts induite par le recours croissant à l'émission de titres aux fins de stabilisation monétaire.

iii) Déséquilibres du secteur financier

Les interventions destinées à empêcher une hausse du change peuvent, de plusieurs manières, accentuer les déséquilibres macroéconomiques et financiers. Comme on l'a vu précédemment, une augmentation des prêts bancaires résultant d'une stérilisation partielle ou inefficace pourrait financer des investissements supérieurs à la normale dans certains secteurs comme l'immobilier, même dans un contexte de faiblesse persistante de l'inflation et des taux d'intérêt (White, 2006). Pareillement, des anticipations d'une future appréciation de la monnaie pourraient attirer de fortes entrées de capitaux à court terme, ce qui ferait monter les cours des actions. Cette situation pourrait être amplifiée par la perception d'une évolution à sens unique de la monnaie,

...et détenus par les banques dotées de bilans liquides

Exposition au risque de taux d'intérêt

Des interventions prolongées peuvent stimuler les prêts bancaires...

¹³ Ho et McCauley (2006) analysent les divers types d'instruments à court terme du marché monétaire que les banques centrales des économies émergentes utilisent pour absorber l'excès de liquidité et en examinent les répercussions sur les conditions monétaires.

¹⁴ Kumhof (2004) propose un modèle formel permettant d'examiner l'efficacité d'une stérilisation au moyen de titres à court terme. Il montre qu'une augmentation de ces titres dotés de caractéristiques monétaires entraîne un accroissement de la demande globale.

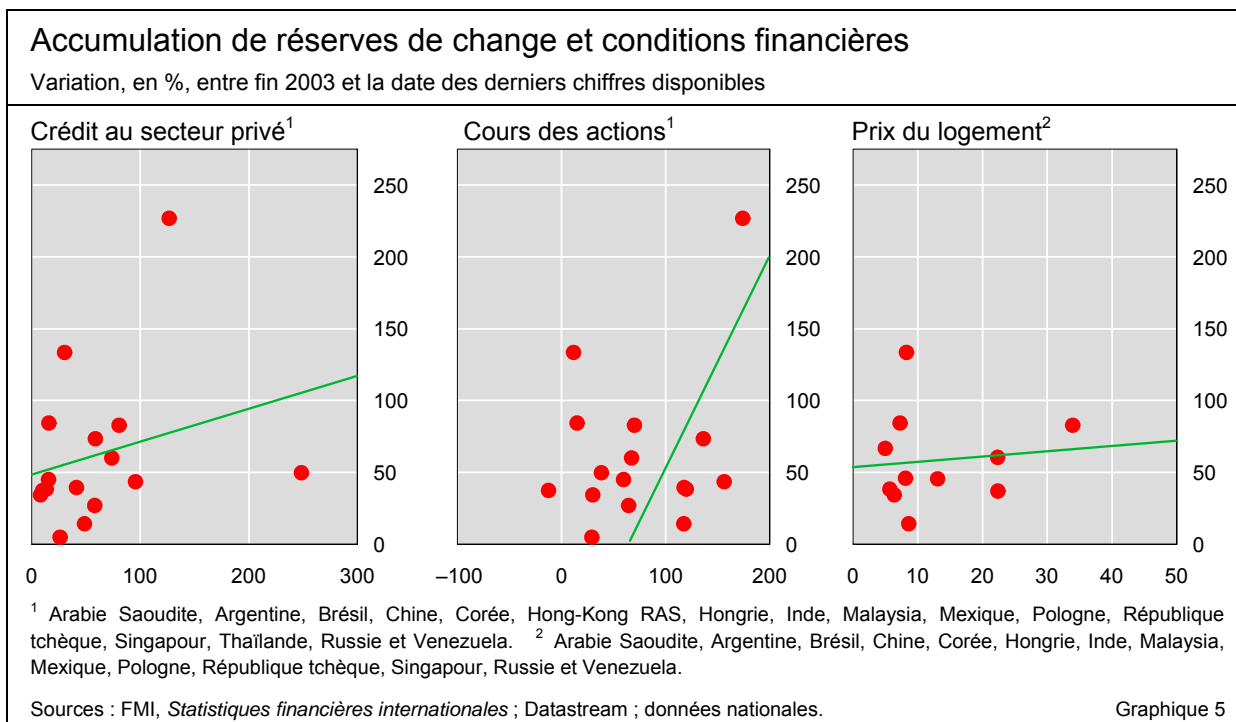
¹⁵ De grosses émissions de titres de banque centrale provoquent également une fragmentation du marché dans les pays disposant d'obligations d'État analogues, avec des conséquences négatives pour la liquidité et le négoce sur les marchés intérieurs. Voir McCauley (2003).

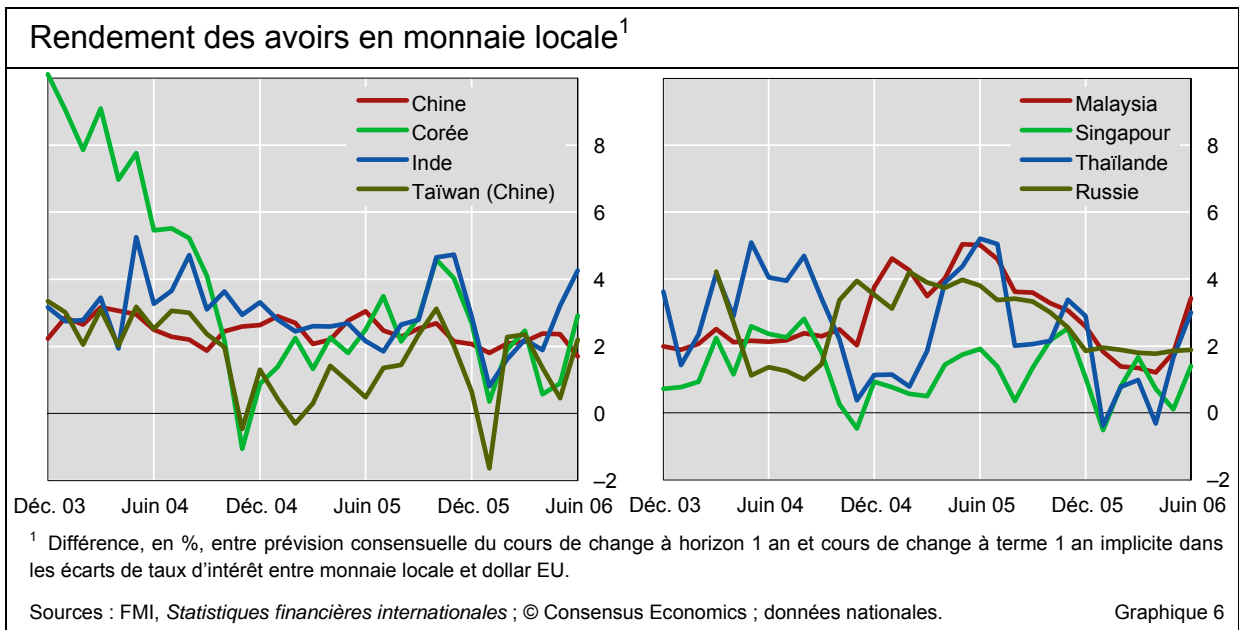
...et aboutir à une surchauffe sur les marchés de la dette et des actifs

induisant une substitution monétaire accrue et des emprunts en devises non couverts.

L'importance de chacun de ces effets est difficile à déterminer, car le crédit bancaire et les entrées de capitaux peuvent être influencés par de nombreux facteurs. Néanmoins, dans certains pays, l'accumulation de réserves s'est accompagnée d'un assouplissement des conditions de financement (graphique 5). Le crédit bancaire au secteur privé s'est vivement accru dans beaucoup de pays ayant accumulé d'abondantes réserves. Cette expansion est allée de pair avec une progression particulièrement marquée des prêts à l'immobilier résidentiel. L'exposition du système bancaire envers ce secteur (mesurée en pourcentage du total des prêts bancaires) s'est rapidement accentuée en Inde (partant d'un niveau très faible en 1999 pour atteindre 10 % en 2004), en Corée (de 10 % à 33 %) et en Thaïlande (de 7 % à 10 %). L'accumulation massive de réserves conjuguée à une envolée des cours des actions a également constitué un signe de desserrement de conditions de crédit.

Aucun indicateur simple ne permet d'évaluer si des interventions stérilisées prolongées ont pu créer une distorsion des cours de change, ou influencer les attentes des investisseurs concernant l'évolution future de ces cours. Cependant, dans de nombreux pays présentant un excédent important et persistant des paiements courants, le cours de change réel n'a pas augmenté de manière sensible. Le cours effectif réel est même parfois inférieur à son niveau du début de la décennie, lorsque l'excédent courant était faible. Ainsi, en juin 2006, il était de 5 à 10 % inférieur à sa moyenne sur 2000–02 en Chine, en Malaysia, à Singapour et à Taïwan (Chine), tandis qu'en Inde il est resté quasiment inchangé. En Arabie Saoudite, il s'est déprécié de plus de 20 %, alors qu'il s'est apprécié respectivement de plus de 20 % et 45 % en Corée et en Russie sur la même période.





Le graphique 6 retrace l'écart en pourcentage entre les prévisions consensuelles à 1 an pour le cours de change et le cours de change à terme dérivé des différentiels d'intérêt avec le dollar EU pour huit des pays qui sont intervenus massivement ces dernières années. Un chiffre positif indique une anticipation d'un surcroît de rendement sur les titres en monnaie locale. À de rares exceptions près, ces prévisions privilégient les positions longues en monnaie locale non couvertes, ce qui atteste que beaucoup d'opérateurs ont jugé sous-évaluée la monnaie des pays procédant à des interventions stérilisées.

iv) Implications pour l'intermédiation financière

Les difficultés rencontrées avec la stérilisation à grande échelle peuvent amener à utiliser des instruments non liés au marché pour drainer l'excès de liquidité, ce qui peut avoir des implications négatives pour le système financier. Ainsi, au début des années 90, dans de nombreuses économies de l'Est asiatique, une proportion élevée des dépôts des établissements financiers publics a été transférée à la banque centrale, souvent à un taux d'intérêt inférieur à celui du marché. La Malaysia a fortement relevé son coefficient de réserves obligatoires, tandis que l'Indonésie a instauré une taxe de 15 % sur les paiements d'intérêts par les banques ainsi qu'un encadrement direct du crédit. Les inconvénients de ces instruments sont bien connus. Les réserves obligatoires pénalisent réellement les banques et encouragent donc la désintermédiation financière, tandis que l'encadrement direct du crédit nuit à l'allocation efficiente des ressources.

Les interventions peuvent nuire à l'efficacité de l'intermédiation financière...

...en favorisant un recours accru aux instruments hors marché...

Le recours à ces instruments est cependant resté limité au cours de l'épisode récent. La Chine a augmenté son coefficient de réserves obligatoires de 1,5 point de pourcentage entre septembre 2003 et avril 2004, puis de 1 point en juillet 2006. Ces mesures ont été complétées par des restrictions directes sur les prêts bancaires, début 2004 ainsi que ces derniers mois, pour

...et en modifiant le comportement des banques

ralentir l'expansion rapide du crédit¹⁶. L'Inde a également agi sélectivement sur ses réserves obligatoires (en septembre et octobre 2004) afin d'endiguer la croissance de la masse monétaire. De nombreux pays utilisent moins les instruments hors marché, en raison du développement récent d'un segment obligataire local, qui facilite la stérilisation.

L'accumulation de réserves peut altérer l'efficacité de l'intermédiation financière par d'autres biais, même s'il est difficile d'en évaluer avec certitude l'importance actuellement. Ainsi, des interventions stérilisées prolongées modifient le comportement des banques : si la détention d'un gros portefeuille de titres du Trésor leur permet de réaliser facilement des bénéfices, elles cherchent moins à accroître leur efficacité¹⁷. De plus, l'émission massive de titres de dette à des fins de stérilisation risque aussi de freiner le développement d'un marché obligataire privé, car une offre importante de titres d'État ou de banque centrale sans risque évince les émissions du secteur privé. En revanche, dans les pays où le volume initial de titres de la dette publique est relativement faible, les émissions d'emprunts à des fins de stérilisation pourraient contribuer au développement d'un marché obligataire local.

Conclusion

L'ampleur et la durée de l'accumulation récente de réserves sont sans précédent. Il est surprenant qu'une telle tendance se poursuive depuis plusieurs années sans avoir apparemment d'incidence sérieuse sur l'inflation. Cependant, si celle-ci venait à augmenter, le dilemme posé aux autorités monétaires par la constitution massive de réserves pourrait s'accroître. De longues années d'interventions ont eu de lourdes conséquences sur les bilans. Le crédit dans son ensemble est déjà en rapide expansion dans certains pays, et les déséquilibres du secteur financier s'amplifient progressivement. Des interventions prolongées nuisent, en outre, à l'efficacité de l'intermédiation financière.

Bibliographie

Banque de Corée (2005) : *Monetary policy report*, septembre.

Borio, C. et A. Filardo (2006) : « Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global development of domestic inflation », *BIS Working Papers*, à paraître.

¹⁶ Selon Goldstein et Lardy (2006), la sous-évaluation du cours de change en Chine pousse la banque centrale à recourir fréquemment à des mesures quantitatives de contrôle du crédit, ce qui non seulement ralentit l'instauration d'une culture du crédit mais réduit également la rentabilité du système bancaire.

¹⁷ En Inde, les banques détiennent beaucoup de titres d'État, ce qui constitue un problème complexe, car elles sont ainsi exposées à un risque d'évolution du taux d'intérêt. Voir Reddy (2005).

- Calvo, G. A. (1991) : « The perils of sterilisation », *IMF Staff Papers*, 38(4), pp. 921–926.
- Disyatat, P. et G. Galati (2005) : « The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market economies », *BIS Papers*, n° 24, mai, pp. 97–113.
- Fonds monétaire international (2006) : *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.
- Frankel, J. A. (1993) : « Sterilisation of monetary flows: difficult (Calvo) or easy (Reisen) », *Working Paper*, n° c93–024, Université de Californie à Berkeley.
- Goldstein, M. et N. Lardy (2006) : « China's exchange rate dilemma », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 96, n° 2, pp. 422–426.
- Griffith-Jones, S., M. F. Montes et A. Nasution (2001) : « Managing capital surges in emerging economies », sous la direction de S. Griffith-Jones, M. F. Montes et A. Nasution, *Short-term capital flows and economic crises*, Oxford University Press, pp. 263–290.
- Ho, C. et R. N. McCauley (2006) : *Resisting appreciation and accumulating reserves in Asia: examining the domestic financial consequences*, Banque des Règlements Internationaux, document non publié.
- International Relations Committee Task Force (2006) : « The accumulation of foreign reserves », *Occasional Paper Series*, n° 43, Banque centrale européenne, février.
- Khan, M. S. et C. M. Reinhart (1994) : « Macroeconomic management in maturing economies: the response to capital inflows », *IMF Issues Paper*, Washington DC, mars.
- Kumhof, M. (2004) : « Sterilisation of short-term capital inflows – through lower interest rates? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 23, pp. 1209–1221.
- Lim, E.-G. (2006) : « The euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other data », *IMF Working Paper*, WP/06/153.
- McCauley, R. N. (2003) : « Est asiatique : vers un marché unifié des obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 91–101.
- Mihaljek, D. (2005) : « Survey of central bank views on effectiveness of intervention », *BIS Papers*, n° 24, mai, pp. 82–96.
- Mohan, R. (2006) : *Coping with liquidity management in India: a practitioner's view*, communication lors de la 8^e Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy, Indira Gandhi Institute of Development Research (IGIDR), 27 mars, Bombay, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/69613.pdf>.
- Mohanty, M. S. et P. Turner (2005) : « Intervention: what are the domestic consequences? », *BIS Papers*, n° 24, mai, pp. 56–81.

People's Bank of China (2005) : *China's monetary policy report* (deuxième et quatrième trimestres).

Reddy, Y. V. (2005) : *Implications of global financial imbalances for the emerging market economies*, intervention lors de la table ronde au symposium international organisé par la Banque de France le 4 novembre, Banque de Réserve d'Inde, Bombay, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/67075.pdf>.

Reinhart, C. M. et V. Reinhart (1999) : « Some lessons for policy makers who deal with the mixed blessing of capital inflows », sous la direction de M. Kahler, *Capital flows and financial crises*, pp. 93–127.

Rodrik, D. (2006) : « The social cost of foreign exchange reserves », *NBER Working Paper*, n° 11952, janvier.

Summers, L. H. (2006) : « Reflections on global account imbalances and emerging markets reserve accumulation », *L. K. Jha Memorial Lecture*, Banque de Réserve d'Inde, Bombay, 24 mars, www.rbidocs.rbi.org.in/rdocs/publications.

Turner, P. (1991) : « Capital flows in the 1980s: a survey of major trends », *BIS Economic Papers*, n° 30, avril.

White, W. R. (2006) : « Is price stability enough? », *BIS Working Papers*, n° 205, avril.

Wooldridge, P. D. (2006) : « Évolution de la composition des réserves officielles », *Rapport trimestriel BRI*, septembre.

Yellen, J. L. (2006) : « Monetary policy in a global environment », communication lors de la conférence *The euro and the dollar in a globalized economy*, Université de Californie à Santa Cruz, 27 mai, www.frbsf.org/news/speeches/2006/0527.html.

