

## V. Marchés des changes

### Faits saillants

En 2000, les marchés des changes ont été caractérisés par la vigueur persistante du dollar EU à l'égard de la plupart des devises et plus particulièrement de l'euro. La relative stabilité du yen, au niveau étonnamment élevé atteint l'an passé vis-à-vis du dollar, et la faiblesse générale de l'euro ont prolongé les tendances amorcées en 1999. Les derniers trimestres, la dépréciation du yen et une certaine reprise de l'euro ont marqué une inversion partielle de ces schémas antérieurs.

Les fluctuations des principales devises paraissent avoir été surtout influencées par les écarts de croissance anticipés et les flux d'investissement de portefeuille et d'investissement direct étranger (IDE). Les interventions officielles sur les marchés des changes, à l'automne, ont contribué à soutenir l'euro. Le regain d'appréciation du dollar par rapport à cette devise au début de 2001 a été particulièrement surprenant, compte tenu du fort ralentissement inattendu aux États-Unis et de la détente monétaire correspondante. Il a paru témoigner d'anticipations bien ancrées quant aux perspectives d'expansion à moyen terme dans les deux zones économiques. En fait, contrairement au schéma des années 80 et de la majeure partie de la décennie suivante, les écarts de taux d'intérêt semblent avoir essentiellement influé sur les cours par leur incidence sur les anticipations de croissance.

L'ampleur de certaines autres variations de change a été, elle aussi, quelque peu inhabituelle comparée à l'évolution antérieure. Les dollars australien et néo-zélandais sont tombés à des creux historiques, pendant que le dollar canadien se dépréciait sensiblement. Le cours du franc suisse, qui s'est raffermi contre l'euro lorsque celui-ci a fléchi vis-à-vis du dollar EU, a également rompu avec la tradition.

Après une période de relative stabilité en 1999, un certain nombre de monnaies de marchés émergents ont commencé à faiblir par rapport au dollar, dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale et de baisse des cours des actions aux États-Unis. Malgré des tensions sporadiques, les marchés des changes ont été calmes dans l'ensemble.

L'activité de change, à l'échelle mondiale, est restée bien au-dessous des niveaux de 1998. Parallèlement, les écarts cours acheteur/vendeur pour les principaux couples de monnaies sont demeurés faibles. Si la volatilité à court terme s'est accrue sur certains segments, les conditions globales de liquidité ne semblent pas s'être dégradées.

### Dollar, yen et euro

#### *Principaux développements et perspectives à long terme*

En 2000 et au début de 2001, le cours effectif nominal du dollar s'est apprécié d'environ 11%, atteignant un niveau sans précédent depuis 1986 (graphique V.1).

En revanche, celui de l'euro a fléchi de 4%, marquant un creux historique, à 16% au-dessous de la moyenne d'un euro «synthétique» durant les années 90. Le yen est demeuré stable en termes effectifs entre janvier et novembre 2000 mais, début avril 2001, il avait perdu 13%.

La période sous revue a été caractérisée par la vigueur persistante du dollar à l'égard de l'euro et, dans une moindre mesure, du yen. La tendance au renchérissement par rapport à l'euro s'est confirmée, malgré de brèves phases de reprise de cette dernière devise en mai-juin 2000 et novembre 2000-janvier 2001 (graphique V.2). L'euro a touché son plus bas niveau vis-à-vis du dollar en octobre, avec \$0,82, soit un repli de 19% depuis janvier 2000 et un recul de 30% depuis son lancement, en janvier 1999. Par référence à une grandeur «synthétique» de l'euro, ce niveau n'avait pas été atteint depuis fin 1985. L'euro a connu en 2000 une dépréciation d'une ampleur incroyable, dépassée seulement par celle du mark allemand en 1981 et

Vigueur persistante du dollar

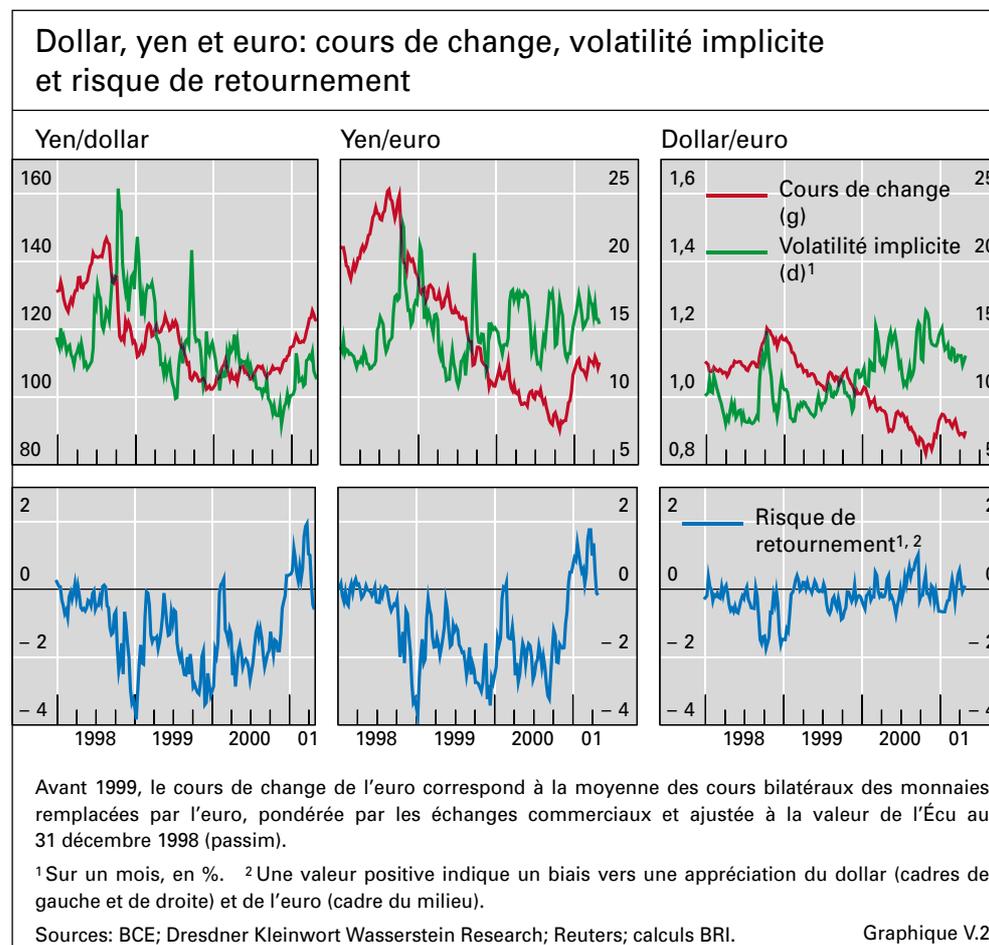


1985–86, où le dollar avait fait preuve d'une fermeté remarquable. Face au yen, le dollar s'est légèrement raffermi début 2000 puis est resté stable la majeure partie de l'année, fluctuant à l'intérieur d'une fourchette exceptionnellement étroite (¥105–110). En novembre, toutefois, le yen a commencé à fléchir et, en avril 2001, il avait perdu près de 15% sur la monnaie américaine.

Par rapport au yen, l'euro s'inscrivait, fin octobre, à un creux historique de ¥89, soit une chute de 14% et 33% respectivement depuis janvier 2000 et janvier 1999. Entre novembre 2000 et début avril 2001, toutefois, le yen s'est déprécié d'environ 21% à l'égard de l'euro.

Ces évolutions de change ont eu un retentissement sur la croissance, en termes de résultats et de perspectives, dans les principales régions. La fermeté du cours effectif du dollar a contribué à redistribuer, aux dépens de l'économie américaine, la demande mondiale cumulée au profit d'économies où la demande est moins soutenue, comme dans la zone euro. Parallèlement, elle a exacerbé les pressions sur des pays tels que l'Argentine, dont la monnaie est étroitement rattachée au dollar. La baisse du yen en valeur effective depuis novembre 2000 pourrait s'avérer bénéfique pour la reprise hésitante au Japon, en mettant fin à une longue période durant laquelle le change n'a pas favorisé les exportations ou les a même freinées. Selon son ampleur toutefois, une nouvelle dépréciation pourrait causer des difficultés aux exportateurs d'Asie, déjà pénalisés par l'affaiblissement de la demande aux États-Unis. Si le

Effets à court terme ...



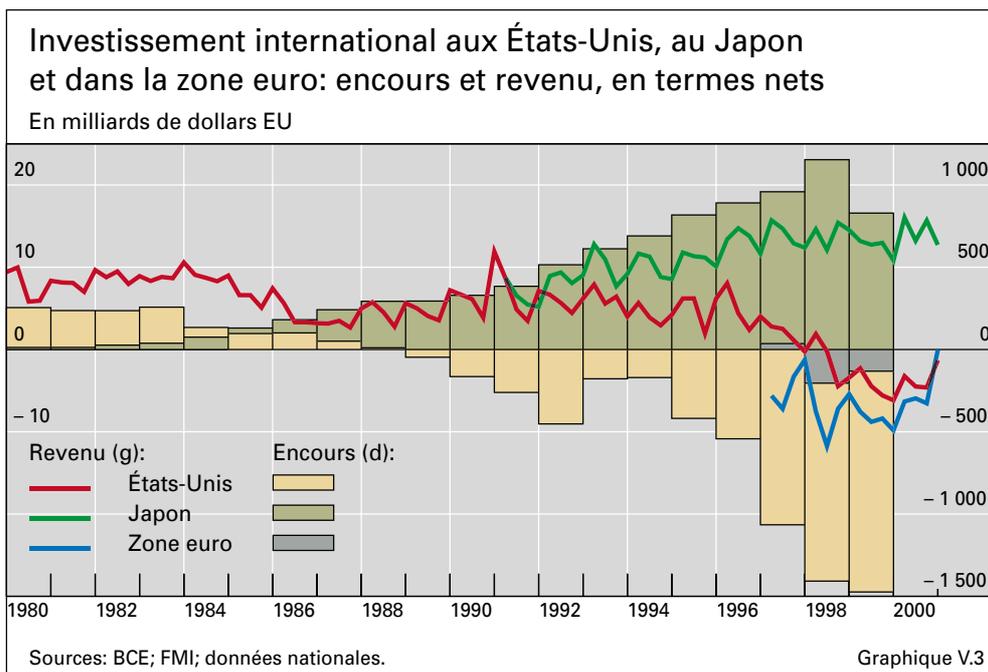
ralentissement de l'économie américaine devait affecter le dollar, il semble alors que seul le cours de l'euro pourrait procurer une marge de manœuvre au système, car son appréciation serait plus aisément amortie, étant donné la croissance relativement plus vigoureuse en Europe.

La structure actuelle des cours de change et des taux d'intérêt dans les principales zones monétaires peut être aussi une source de perturbations financières à travers certaines stratégies opérationnelles. Si, en particulier, l'idée s'accréditait que le yen n'a guère ou pas de chances de se renforcer dans l'immédiat, il pourrait paraître intéressant aux investisseurs de constituer des positions courtes en yens (*yen carry trades*). D'ailleurs, des sources de marché indiquent une hausse de ce type de transactions depuis l'automne 2000. Au surplus, celles-ci pourraient contribuer à accroître les pressions sur les monnaies de marchés émergents qui ont mis en place un régime de change comparativement rigide. L'ample variation du cours dollar/yen à l'automne 1998 a montré qu'elles peuvent même, dans certains cas, provoquer de brusques accès de volatilité à court terme sur les grandes devises.

La question de la viabilité à plus long terme des niveaux de change actuels s'est à nouveau posée en 2000, lorsque le déficit américain des paiements courants a atteint le record de \$435,4 milliards (4,4% du PIB), aggravant encore la dette extérieure du pays (graphique V.3).

... et perspectives  
à long terme

L'une des méthodes utilisées pour évaluer l'adéquation du cours de change sur longue période repose sur des modèles d'estimation des cours de change d'équilibre fondamental, qui se fondent sur les niveaux de change réels compatibles avec un ratio dette extérieure/production potentielle stable à long terme. Même si ces estimations varient beaucoup suivant les études empiriques et sont généralement peu fiables d'un point de vue statistique, elles semblent corroborer l'opinion selon laquelle le dollar se situerait actuellement au-dessus de sa valeur d'équilibre de long terme vis-à-vis de



Réerves officielles en devises					
	1997	1998	1999	2000	Encours à fin 2000
en milliards de dollars EU					
	Variation, à cours de change courants				
Total	56,1	55,9	129,6	139,5	1 908,7
Pays industriels	-12,0	-11,3	40,7	54,5	774,8
Asie <sup>1</sup>	8,5	62,2	79,1	46,4	688,4
Amérique latine <sup>2</sup>	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	127,6
Europe orientale <sup>3</sup>	4,9	5,1	0,6	21,2	95,2
Autres pays	43,8	8,2	17,2	15,0	222,7
	Variation, à cours de change constants <sup>4</sup>				
Total	113,5	18,6	181,0	172,1	1 908,7
En dollars	72,5	51,3	140,3	130,3	1 450,5
En autres monnaies	41,0	-32,7	40,7	41,8	458,2

<sup>1</sup> Chine, Corée, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande. <sup>2</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela. <sup>3</sup> Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. <sup>4</sup> Chiffres en partie estimés; cours de fin d'année.

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI. Tableau V.1

l'euro et, dans une moindre mesure, du yen. Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que le revenu net au titre de l'investissement international des États-Unis n'est devenu négatif qu'en 1998; il représente, depuis, une proportion stable des exportations américaines et est extrêmement bas comparé à la production de ce pays. De plus, alors que les réserves officielles en dollars ont continué d'augmenter en 2000 et début 2001, leur accroissement a financé, l'an dernier, une part plus faible qu'en 1999 du déficit américain, puisqu'elle est tombée de 42% à 30% (tableau V.1). Les flux d'investissement de portefeuille et d'IDE sont restés soutenus et ont couvert respectivement 78% (1999: 64%) et 36% (1999: 38%) du déficit américain.

#### *Origines des fluctuations de change*

Expliquer les fluctuations de change n'est jamais simple. Ce constat s'est confirmé, durant la période sous revue, pour les trois devises les plus échangées. Il est difficile, en particulier, de trouver des raisons valant à la fois pour tous les couples de monnaies.

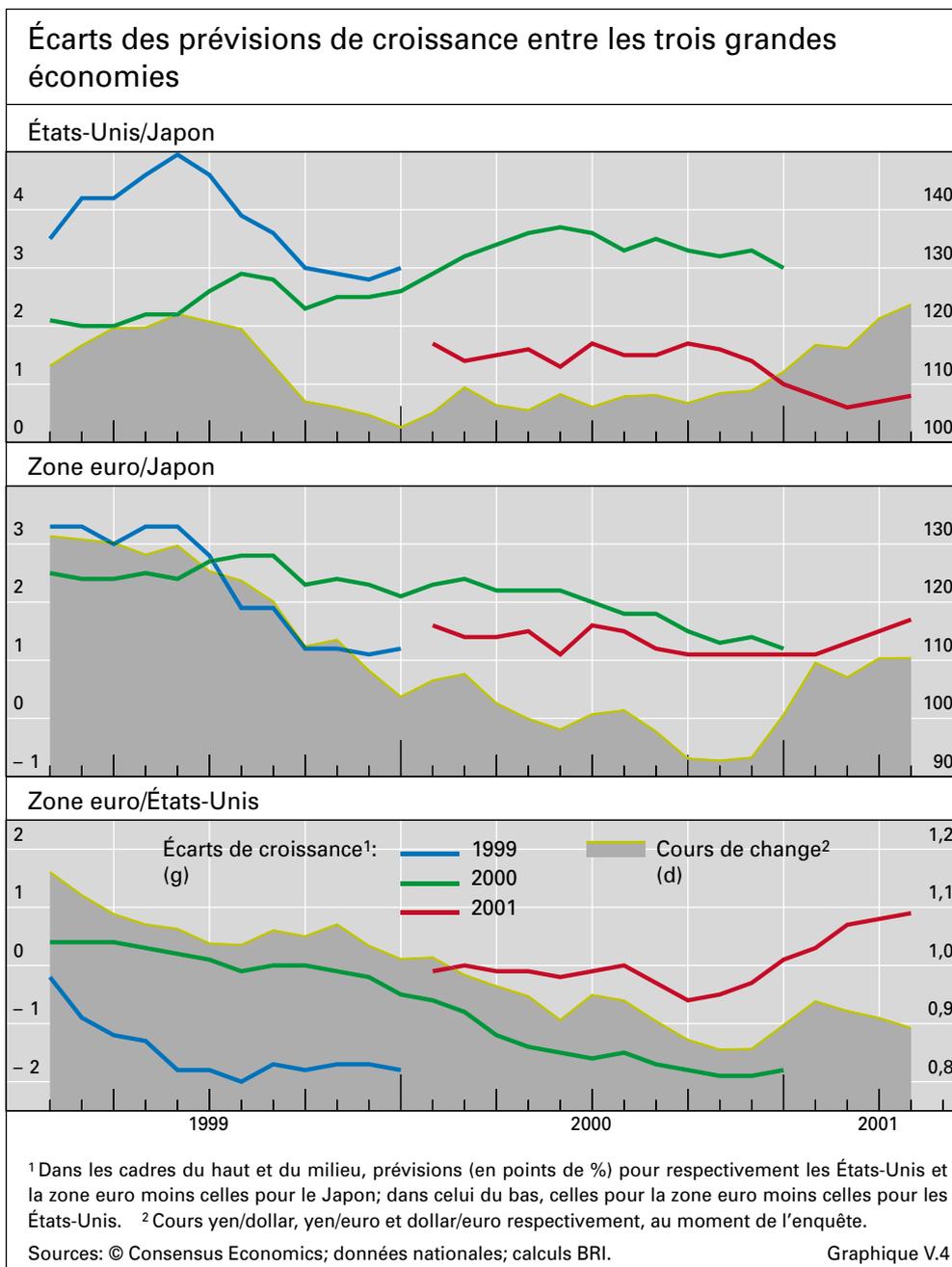
On est fondé à penser que la vigueur persistante du dollar vis-à-vis de l'euro et, dans une moindre mesure, du yen était liée à la conviction que l'économie américaine, stimulée par des gains de productivité plus élevés, continuerait de progresser à moyen terme à un rythme beaucoup plus rapide que les autres grandes zones monétaires. Les apports soutenus de capitaux sous forme d'actions, dans le cadre d'IDE notamment, confirment cette hypothèse. Le repli des marchés boursiers américains tout au long de l'année, qui a fait tache d'huile, n'a apparemment pas ébranlé cette croyance, sinon momentanément peut-être. On peut en dire de même des signes de ralentissement brutal aux États-Unis, concordant avec l'idée qu'il serait

Les perspectives de croissance à moyen terme ont soutenu le dollar ...

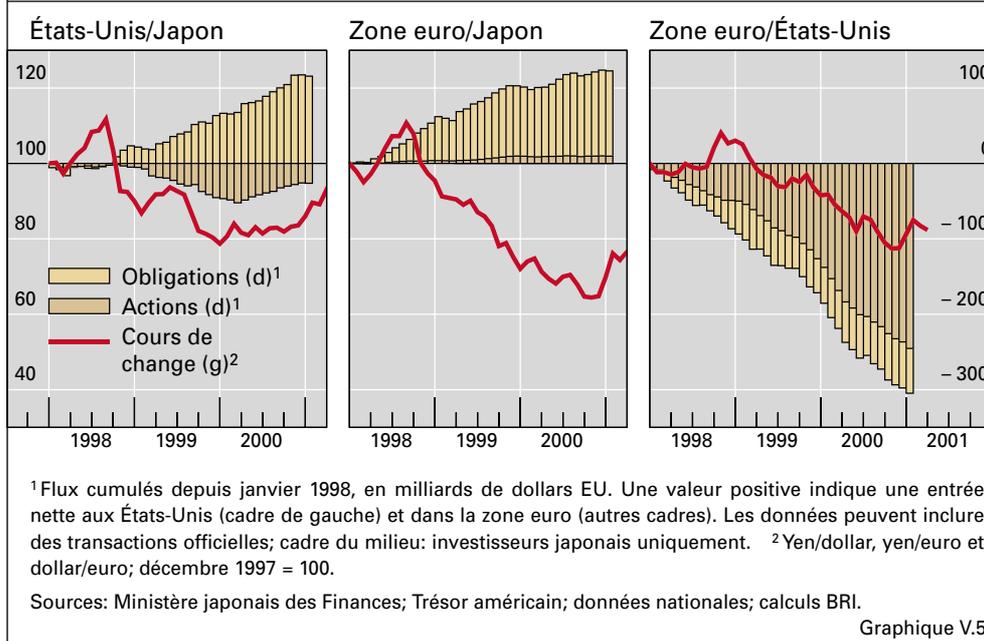
éphémère ou que son incidence hors du pays serait plus forte que ne l'indiquaient la plupart des prévisions. Le rôle du dollar en tant que valeur refuge par excellence pourrait être à la base de cette deuxième interprétation.

Avec la même argumentation, il est toutefois plus difficile de justifier la vigueur relative du yen par rapport à l'euro, surtout dans une optique à plus long terme. Il faudrait accorder davantage de poids aux perspectives de reprise changeantes de l'économie japonaise, l'an dernier: dans ce cas, le fléchissement du yen à l'égard des autres grandes devises depuis novembre 2000 témoignerait d'une correction longtemps attendue, correspondant aux résultats économiques plutôt médiocres du Japon. Un examen plus attentif des données disponibles sur les prévisions de croissance à court terme, les flux de capitaux et la réaction des marchés des changes aux nouvelles aide à mieux comprendre ces interrelations.

... mais pas le yen



## Flux cumulés d'investissement de portefeuille entre les trois grandes économies



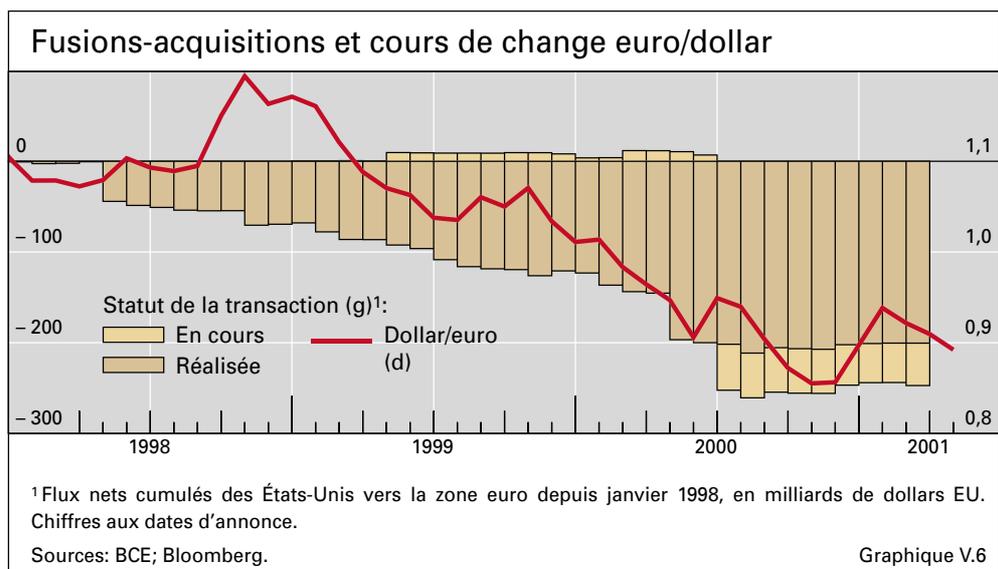
Les révisions successives des anticipations à un ou deux ans des écarts de croissance dans les trois principales zones monétaires concordent globalement avec les variations de change, tout au moins jusque vers la fin de l'année écoulée (graphique V.4). L'appréciation du dollar face à l'euro durant la majeure partie de 2000 paraît s'être appuyée sur les révisions, par les opérateurs de marché, des écarts de croissance à un ou deux ans en faveur des États-Unis. De même, le raffermissement du yen à l'égard de l'euro sur l'essentiel de la période a coïncidé avec une réduction des écarts de croissance attendus entre la zone euro et le Japon, les perspectives de l'économie japonaise s'étant momentanément éclaircies. En outre, la stabilité du dollar par rapport au yen sur les trois premiers trimestres 2000 a concorde avec des anticipations d'écarts de croissance relativement constants entre le Japon et les États-Unis.

Sur la base de ces éléments, cependant, la vigueur ultérieure du dollar reste une énigme. À compter de novembre, il s'est renforcé par rapport au yen, malgré des anticipations de convergence des trajectoires de croissance entre les économies américaine et japonaise. De plus, son appréciation face à l'euro au premier trimestre 2001 ne cadre pas avec les indications selon lesquelles les opérateurs s'attendaient à une expansion plus rapide dans la zone euro qu'aux États-Unis durant l'année.

La fermeté persistante du dollar apparaîtrait rationnelle si, malgré le brusque ralentissement de l'économie, les perspectives de croissance à moyen terme continuaient de favoriser les États-Unis. En 2000, cette conviction et les anticipations de rendements d'une «ère nouvelle» sur les actifs américains ont sans doute contribué à l'augmentation marquée des flux nets d'investissement de portefeuille, principalement en actions, émanant de la zone euro (graphique V.5). À noter que ces apports nets en actions ont atteint

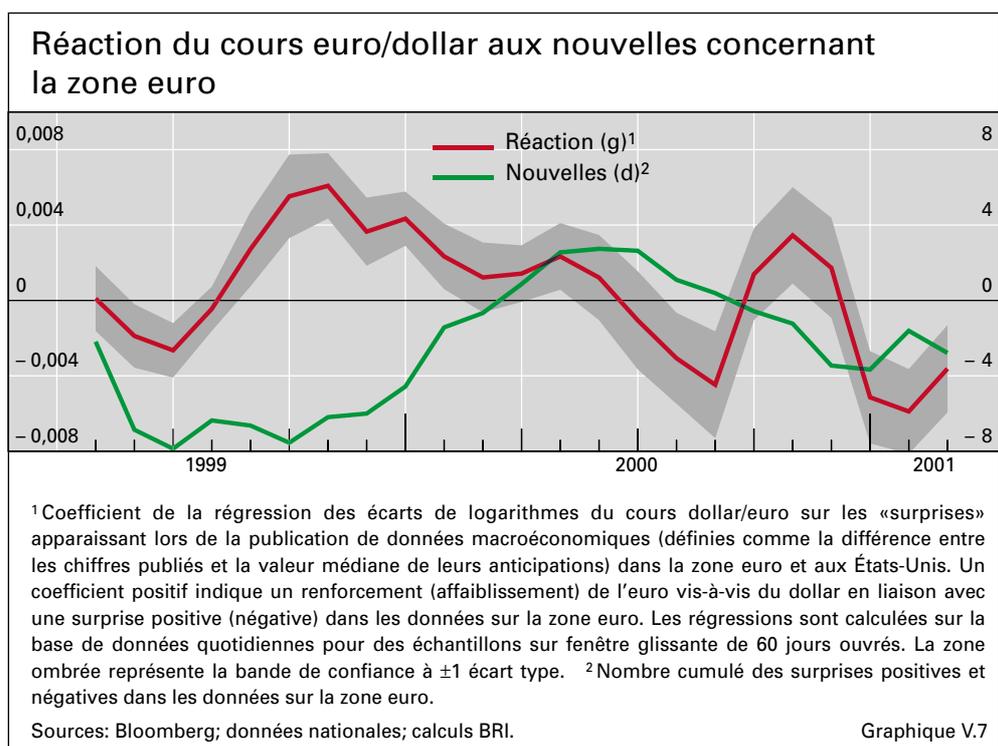
Des questions  
sans réponse

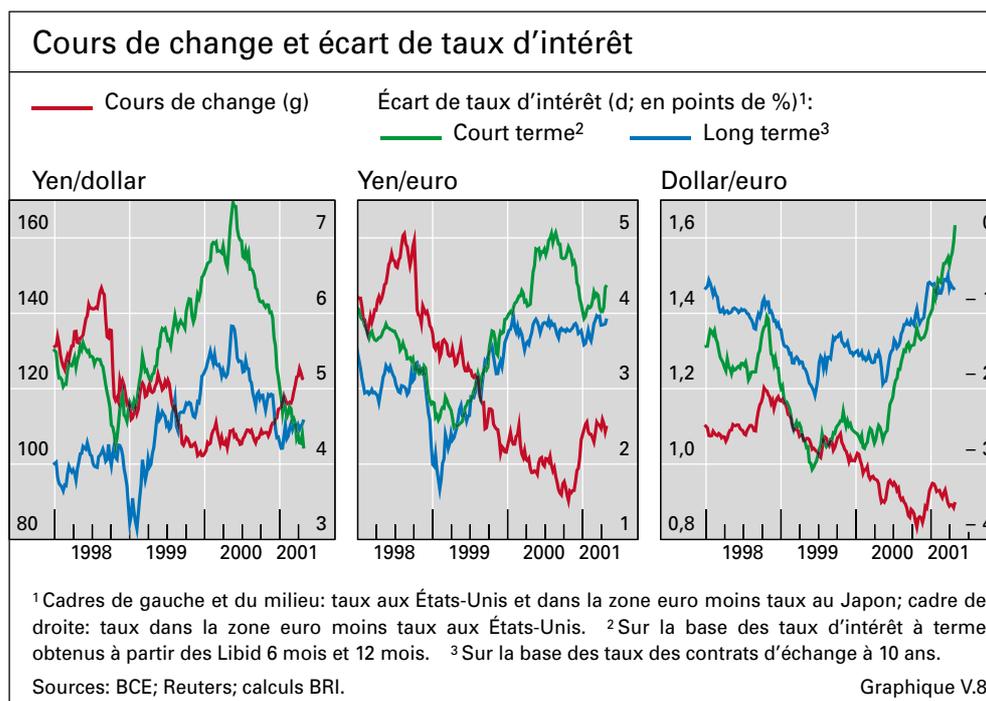
Les flux  
d'investissement  
de portefeuille et  
d'IDE ont favorisé  
le dollar par  
rapport à l'euro



\$110 milliards, contre seulement \$16 milliards pour les obligations. Les flux se sont quelque peu ralentis vers la fin de l'année, mais sont restés positifs.

Peut-être encore plus révélateur est le fait que ces mêmes anticipations ont apparemment continué de favoriser d'importants mouvements d'IDE, générés le plus souvent par des fusions et acquisitions outre-Atlantique tout au long de 2000, même si ces entrées se sont ralenties par rapport à 1999 (graphique V.6). Certes, il est difficile de tirer des conclusions sur la relation de cause à effet entre regroupements d'entreprises et variations de change, en l'absence d'informations précises sur le financement de ces transactions et sur le calendrier des flux correspondants. Néanmoins, il est statistiquement avéré que le dollar s'est apprécié en moyenne vis-à-vis de l'euro, les jours où les





grosses acquisitions de sociétés américaines par des entreprises de la zone euro étaient annoncées. De plus, la tendance suivie par ces fusions et acquisitions a correspondu étroitement avec l'évolution du cours de change et pourrait être une indication de l'attrait à moyen terme, en général, des actifs libellés en dollars. Dans un tel contexte, cependant, la persistance des flux de portefeuille et d'IDE du Japon vers la zone euro souligne le caractère anormal de la vigueur relative du yen sur l'essentiel de la période concernée.

Réaction asymétrique de l'euro aux nouvelles

La réaction asymétrique de l'euro à la diffusion de «nouvelles» concernant les indicateurs macroéconomiques dans la zone euro depuis sa création peut aussi donner une idée de l'importance des perspectives de croissance à moyen terme associées à des perceptions bien ancrées de schémas économiques. Cette asymétrie est mise en évidence par une régression, sur fenêtre glissante, des variations quotidiennes (en %) du cours euro/dollar sur les «surprises» apparaissant lors de la publication de données essentielles dans la zone euro, au sujet de l'indice IFO, par exemple, ou des chiffres de la production industrielle en Allemagne. Pendant la majeure partie de 1999, les résultats plutôt décevants pour la zone euro ont affaibli la monnaie unique (graphique V.7); en revanche, lorsque la situation est devenue plus favorable fin 1999 et début 2000, elle n'a pas réagi en sens inverse. Cette asymétrie semble traduire la persistance d'un sentiment négatif envers la devise européenne. Les intervenants ont tenté d'y trouver une explication rationnelle dans des retards d'ajustement structurel en Europe continentale, malgré les progrès accomplis dans ce domaine (chapitre II).

Découplage des taux d'intérêt et des cours de change

L'explication de l'évolution des cours de change par les perspectives de croissance permet aussi de mettre en évidence une relation qui, autrement, apparaîtrait surprenante entre les écarts de taux d'intérêt à court terme et les cours de change. En 2000 et au début de 2001, un rétrécissement marqué des écarts de taux courts en faveur des États-Unis, par rapport à la zone euro, a

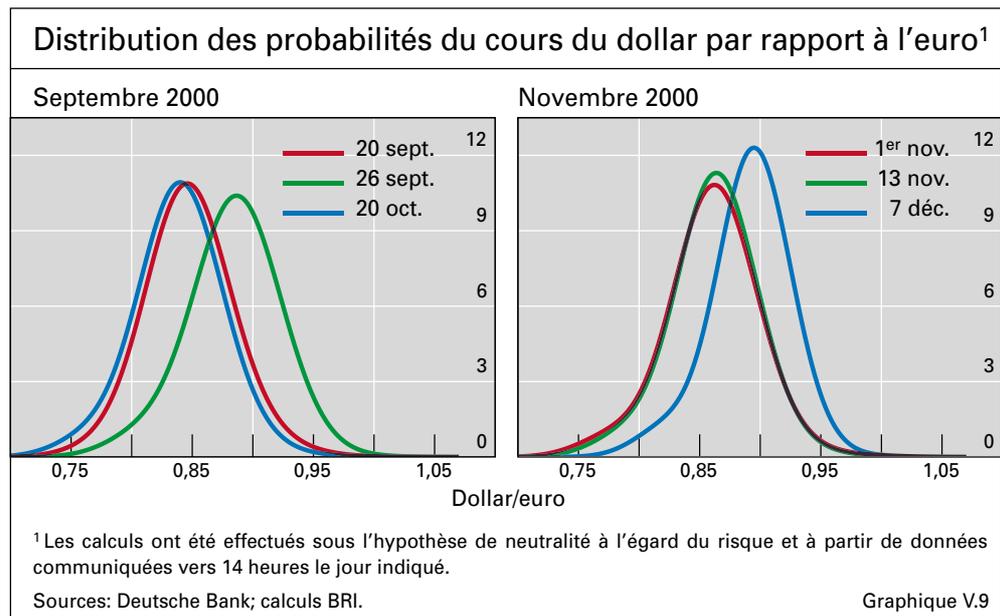
coïncidé avec une dépréciation de l'euro (graphique V.8). Dans la mesure où les marchés considèrent que l'inflation est maîtrisée, un tel rétrécissement tendrait à être corrélé positivement avec les perspectives de croissance et, partant, les rendements d'investissements autres qu'en obligations d'État ou instruments du marché monétaire. Dans l'ensemble, les opérateurs ont peut-être considéré que l'orientation monétaire de l'Eurosystème était trop restrictive, en ce sens qu'elle a pu influencer négativement les perspectives de croissance. Les divergences entre écarts de taux longs et variations de change confortent l'idée que les marchés étaient persuadés que l'inflation était sous contrôle (chapitre IV). De même, l'importance croissante des transactions transfrontières sur actions, dans le cadre de flux de portefeuille ou d'IDE, par comparaison aux investissements en obligations, accrédite cette interprétation générale des événements.

#### *Interventions sur le marché euro/dollar*

Au second semestre 2000, dans le contexte du fléchissement prolongé de l'euro face au dollar et de ses conséquences pour l'inflation à moyen terme, la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème sont intervenues plusieurs fois sur les marchés des changes. Le 22 septembre, elles ont agi de concert avec d'autres autorités monétaires du G 7. Les 3, 6 et 9 novembre, la BCE annonçait de nouveau qu'elle était intervenue conjointement avec les banques centrales nationales du système pour acheter des euros.

La première phase d'interventions illustre les difficultés que les banques centrales peuvent rencontrer lorsqu'elles tentent d'influencer un cours de change en net repli, alors que les marchés privilégient davantage l'hypothèse d'une baisse importante que le contraire. Les informations fournies par les prix des options donnent à penser que, suite aux interventions de septembre, les opérateurs n'ont révisé que temporairement leurs anticipations sur l'euro et qu'ils n'ont pas varié dans leur évaluation des risques respectifs d'un euro beaucoup plus fort ou beaucoup plus faible (graphique V.9). Très logiquement, l'euro a alors repris son mouvement de repli à l'égard du dollar.

Les interventions de septembre ont eu moins d'impact ...



... que celles de novembre

En revanche, la seconde série d'interventions paraît avoir donné, dans l'ensemble, de meilleurs résultats. L'euro s'étant redressé par rapport à ses niveaux les plus bas, à la suite des trois interventions de début novembre, les opérateurs craignaient d'être devenus plus exposés à un raffermissement sensible qu'à une évolution inverse. Même si, comme le prouve la trajectoire hésitante de l'euro après ces interventions, il a fallu plusieurs jours pour que cette modification du sentiment se concrétise, il apparaît que l'action de l'Eurosystème lui a apporté un certain soutien.

## Autres marchés des changes

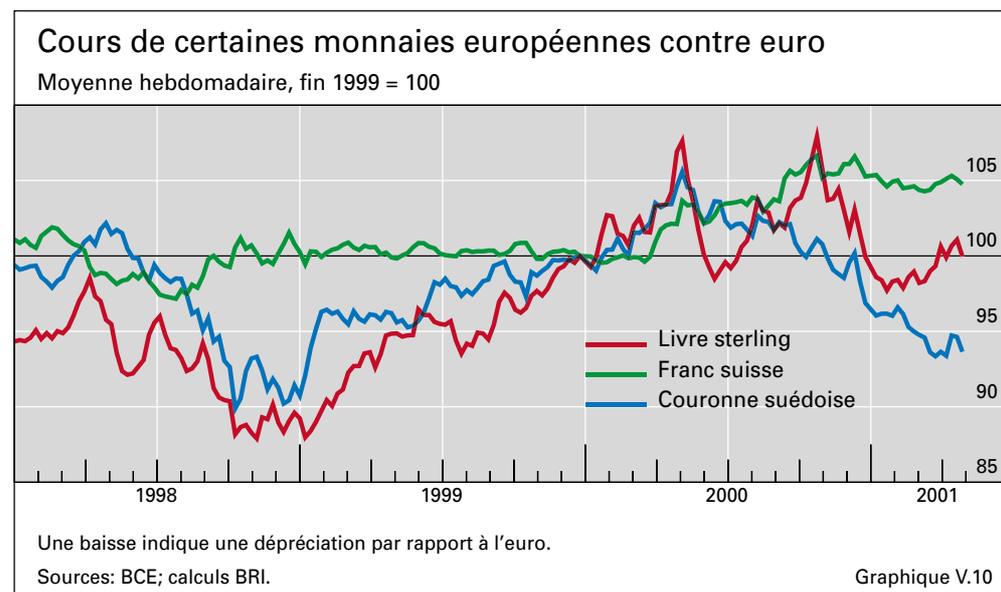
### *Monnaies européennes*

Les écarts de croissance attendus ont influé sur la livre sterling

La livre sterling a continué de suivre une trajectoire intermédiaire entre le dollar et l'euro. Alors qu'elle s'était montrée relativement stable en 1999 face à la monnaie américaine, elle s'est dépréciée d'environ 15% entre janvier et mi-septembre 2000 mais s'est légèrement redressée par la suite. Vis-à-vis de l'euro, son raffermissement de 1999 a pris fin en avril 2000, pour faire place à d'amples fluctuations (graphique V.10). Ses variations par rapport au dollar et à l'euro ont été généralement en phase, durant la majeure partie de 2000, avec les révisions des prévisions de marché sur les écarts de croissance, mais cette concordance est devenue moins évidente au début de 2001. De même que les trois principales monnaies, la livre n'a pas été influencée de manière significative par l'évolution des différentiels des taux courts ou longs.

Les résultats du secteur haute technologie ont pesé sur la couronne

Jusqu'en mai 2000, la couronne suédoise a suivi la livre sterling dans son appréciation vis-à-vis de l'euro. Elle a alors baissé régulièrement jusqu'à la mi-avril 2001, perdant environ 12% face à l'euro, bien que l'économie suédoise ait été plus performante que celle de la zone euro. La faiblesse de la couronne a été essentiellement attribuée à la chute concomitante du Nasdaq. Les opérateurs se sont référés, en particulier, au poids du secteur haute technologie en Suède, dont la première société d'électronique représente 15% du total des



exportations et ½ point de pourcentage du taux de croissance actuel du pays. Depuis 1999, la variation quotidienne en pourcentage du cours effectif nominal de la monnaie a atteint en moyenne pratiquement la moitié de celle du Nasdaq.

Fin mars 2000, le franc suisse a commencé à se renforcer par rapport à l'euro, abandonnant l'étroite fourchette de fluctuation qui prévalait depuis le début de 1999. En outre, il paraît évoluer depuis selon un schéma nouveau, qui contraste nettement avec son attitude antérieure face au mark allemand: il se raffermir (fléchit) à l'égard de l'euro lorsque celui-ci baisse (monte) vis-à-vis du dollar, alors qu'il avait tendance à fléchir (se raffermir) lorsque le mark se dépréciait (s'appréciait) contre dollar. Ce changement d'évolution n'est pas associé à un synchronisme conjoncturel moins marqué entre la zone euro et la Suisse. Il aurait plutôt son origine dans la perception, par les opérateurs, que les autorités helvétiques préféraient les effets déflationnistes d'un franc plus fort, au vu du resserrement opéré par la Banque nationale suisse le 23 mars 2000, qui traduisait alors ses préoccupations face à la faiblesse du franc par rapport au dollar.

Modification de la relation entre franc suisse et euro

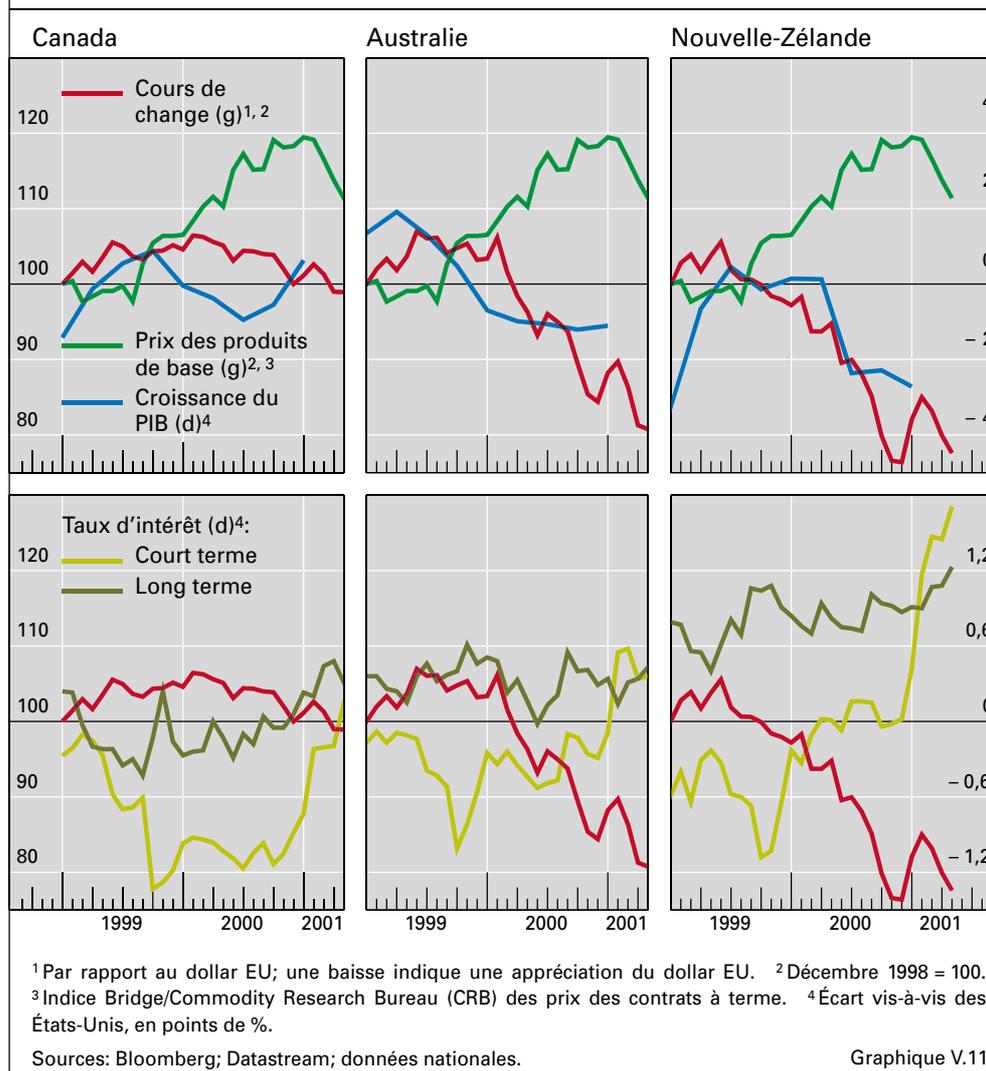
#### *Monnaies des autres pays industriels*

Dans certains autres pays industriels, les variations de change ont été d'une ampleur exceptionnelle durant la période sous revue et s'expliquent difficilement, là encore, par les données fondamentales. La dépréciation des monnaies traditionnelles du bloc dollar, qui ont touché (ou avoisiné) des creux historiques, retient l'attention. De janvier 2000 à fin mars 2001, le dollar canadien a fléchi au total de 8% face au dollar américain, à \$0,64, non loin de son minimum absolu de 1998. Le dollar australien a cédé environ 23%, se situant ainsi, fin mars 2000, à un plus bas proche de \$0,48, alors que le dollar néo-zélandais perdait pratiquement 25%, pour tomber à un plancher de \$0,39 à la mi-octobre 2000. La rapidité de la baisse des monnaies australienne et néo-zélandaise est quasiment sans précédent. La chute du dollar canadien a également été plus brutale qu'en moyenne, sans être toutefois aussi radicale.

Dépréciation marquée des monnaies du bloc dollar

Il est vrai que l'élargissement des écarts de croissance par rapport aux États-Unis et l'ampleur des déficits des paiements courants ont pesé sur les monnaies des économies plus petites et plus ouvertes que sont l'Australie et la Nouvelle-Zélande (graphique V.11). En outre, même si, en Australie, les gains de productivité ont dépassé ceux des États-Unis en 2000 (chapitre II), les marchés ont de ce pays l'image d'une «vieille économie», dans laquelle le secteur des technologies de l'information occupe une place relativement restreinte, ce qui pourrait expliquer la faiblesse de la monnaie et du marché des actions. Celle du dollar canadien est toutefois plus difficile à analyser, compte tenu de l'excédent des paiements courants du pays et du rétrécissement de l'écart de croissance avec les États-Unis. Les prix des produits de base, longtemps considérés comme un facteur important de l'évolution du dollar canadien et, davantage encore, des dollars australien et néo-zélandais, ont le plus souvent augmenté en 1999 et 2000, sans parvenir cependant à soutenir ces monnaies.

## Prix des produits de base, différentiels de croissance et de taux d'intérêt et cours de change



### Monnaies des économies émergentes

Durant la période sous revue, les marchés des changes des économies émergentes ont été essentiellement marqués par deux développements. D'une part, après une relative stabilité en 1999, plusieurs de ces monnaies ont commencé à fléchir courant 2000. De l'autre, malgré ces exemples de faiblesse et des tensions sporadiques, le calme a prévalu dans l'ensemble.

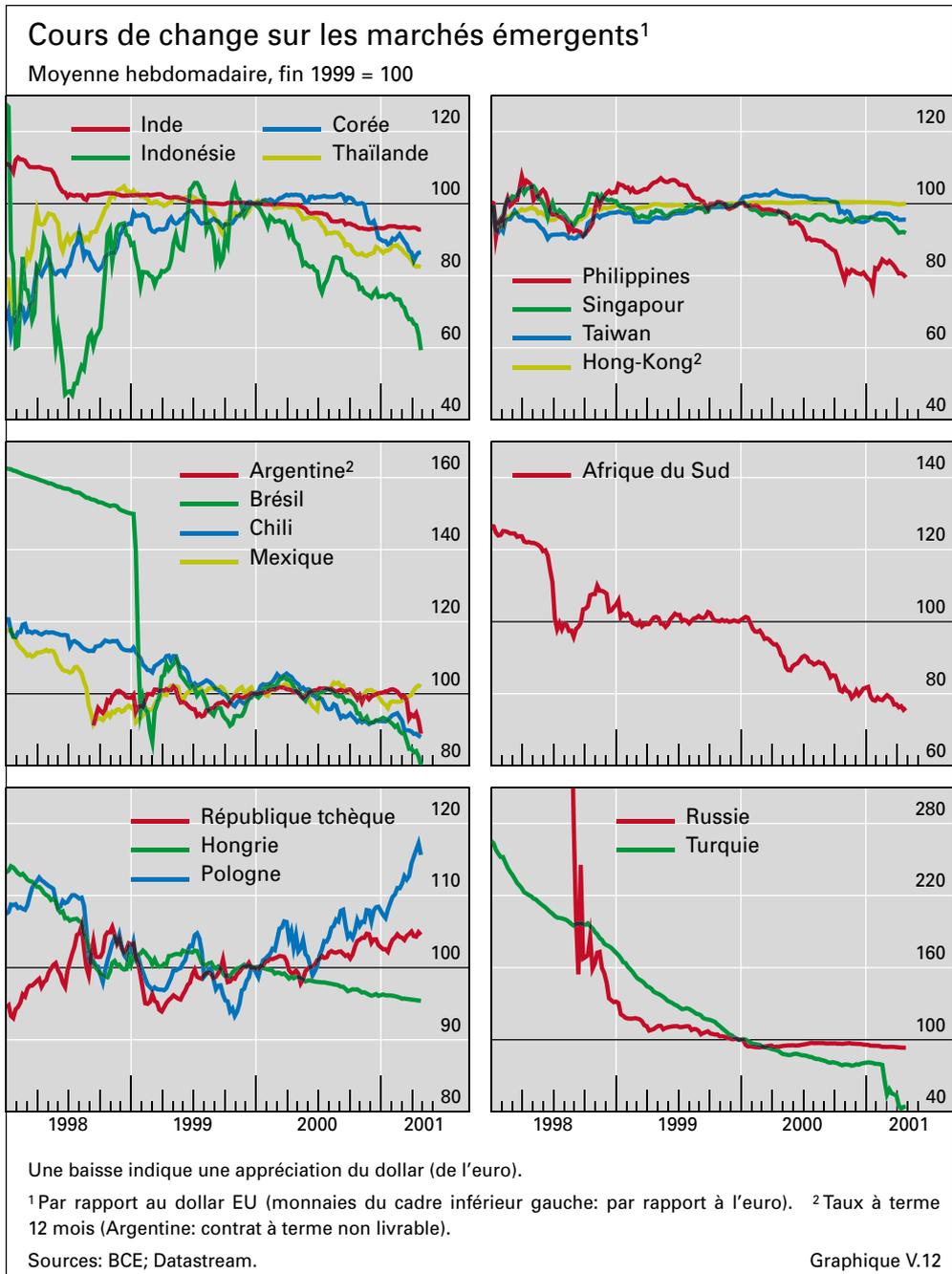
En 2000, plusieurs monnaies asiatiques se sont dépréciées vis-à-vis du dollar EU (graphique V.12) et, dans une moindre mesure, en termes effectifs réels. La rupiah, le baht et le peso philippin ont sensiblement baissé par rapport au dollar tout au long de l'année, alors que le won et le nouveau dollar de Taiwan sont restés généralement fermes, avant de fléchir, à des degrés divers, en fin d'année. En Amérique latine, le real et le peso chilien ont perdu progressivement du terrain face au dollar EU à un rythme identique, puis le repli du real s'est fait plus rapide début 2001. En Afrique, la relative stabilité du rand à l'égard du dollar en 1999 a fait place à un recul, contre l'euro également, en 2000 et début 2001.

Fléchissement  
des monnaies  
par rapport  
au dollar EU

La plupart des monnaies d'Europe centrale et orientale se sont relativement bien tenues par rapport à l'euro. La couronne tchèque s'est renforcée, alors que le forint s'est modestement déprécié dans le cadre de son régime à parité glissante. Malgré une très forte baisse après sa mise en flottement en avril 2000, le zloty s'est globalement apprécié face à l'euro et au dollar de janvier 2000 à avril 2001. À la différence de 1999, où il avait fléchi vis-à-vis du dollar et de l'euro, le rouble russe a été remarquablement stable à l'égard du dollar en 2000 et s'est raffermi contre l'euro.

Outre des facteurs internes – analysés au chapitre III –, un certain nombre d'éléments externes assez généraux ont affecté les monnaies des économies émergentes. Alors que ceux-ci les avaient soutenues l'année précédente, ils

Rôle des éléments  
externes



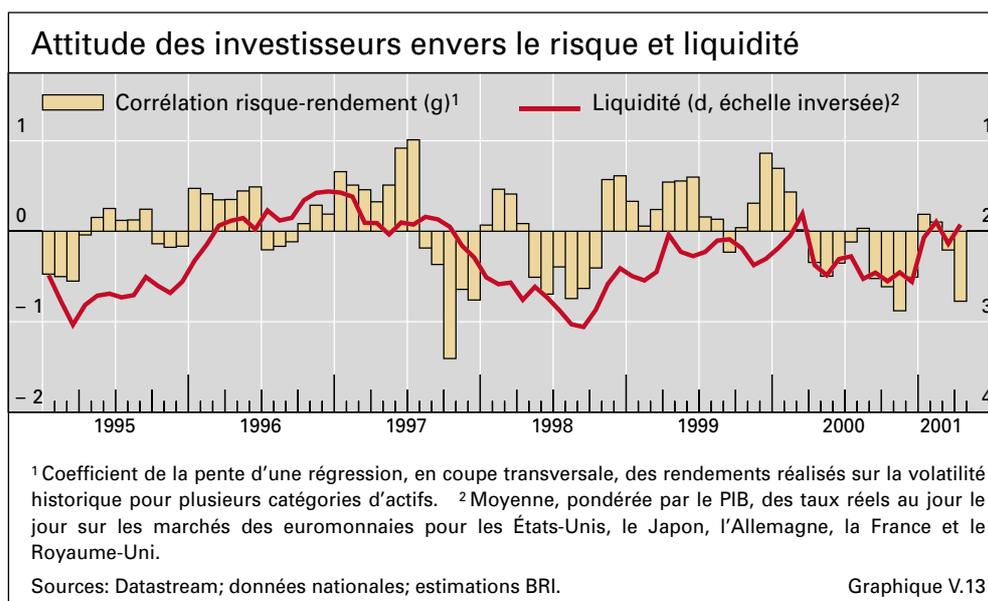
ont été moins favorables en 2000. Le ralentissement de la demande mondiale l'an passé, aggravé dans plusieurs pays par les tensions inflationnistes résultant de l'augmentation des prix du pétrole, a eu dans l'ensemble une incidence négative sur la croissance interne et les paiements courants et, par là même, sur les monnaies locales. Les cours de change ont également souffert, à des degrés divers, du lien entre des monnaies et marchés nationaux des actions et les marchés boursiers américains (tableau V.2). Le repli des actions américaines en 2000, et plus précisément la chute du Nasdaq, a manifestement grevé certaines monnaies, notamment le won, le peso chilien et le real. Il n'apparaît pas cependant que la corrélation entre les variations des cours de change vis-à-vis du dollar et les rendements sur le Nasdaq ait été liée à la part de la haute technologie dans la production intérieure. Les changements dans l'attitude des investisseurs à l'égard du risque et dans les possibilités de recourir à l'effet de levier au cours de 2000 ont pu aussi être préjudiciables aux monnaies des économies émergentes (graphique V.13). Les sorties nettes au titre d'investissements de portefeuille semblent avoir nui à des devises asiatiques, en particulier le won, vers la fin de 2000 (chapitre III).

Malgré la dépréciation de certaines monnaies, les marchés sont restés généralement calmes durant la période sous revue, comme pendant la majeure partie de 1999. La volatilité à court terme a encore été faible dans l'ensemble et le volume des transactions a quelque peu augmenté (graphique V.14). L'activité a repris sur des marchés où, comme en Russie, elle s'était interrompue après la crise de 1998. Une autre crise, soudaine et

Des marchés  
généralement  
calmes

Économies émergentes: marchés des actions, cours de change et exportations de produits de haute technologie			
	Indices boursiers <sup>1,2</sup>	Cours de change du dollar EU <sup>1</sup>	Exportations <sup>3</sup>
	variation hebdomadaire, en %		en %
Amérique latine <sup>4</sup>	0,42	0,15	19
Argentine	0,34	-0,10	0,4
Brésil	0,52	0,38	3
Chili	0,34	0,21	0,1
Mexique	0,47	0,11	29
Asie <sup>4</sup>	0,38	0,10	41
Corée	0,51	0,37	41
Hong-Kong	0,54	0,03	30
Inde	0,37	-0,02	3
Indonésie	0,32	0,11	9
Philippines	0,18	0,04	60
Singapour	0,34	0,08	77
Taiwan	0,39	0,08	50
Thaïlande	0,39	0,07	34

<sup>1</sup>Corrélation avec le Nasdaq sur la période janvier 2000/mi-avril 2001. <sup>2</sup>En termes de dollars EU.  
<sup>3</sup>En % du total des exportations (vers les pays OCDE uniquement). <sup>4</sup>Corrélation moyenne et moyenne pondérée des exportations des économies indiquées.  
Sources: Datastream; OCDE; Société financière internationale; données nationales. Tableau V.2



violente, a toutefois frappé la Turquie en février 2001. Lorsqu'il est devenu impossible de maintenir le système à parité glissante de la livre turque, la monnaie a chuté de plus de 40% par rapport au dollar et à l'euro (chapitre III). Cet épisode demeurait cependant localisé au moment de l'impression du présent chapitre.

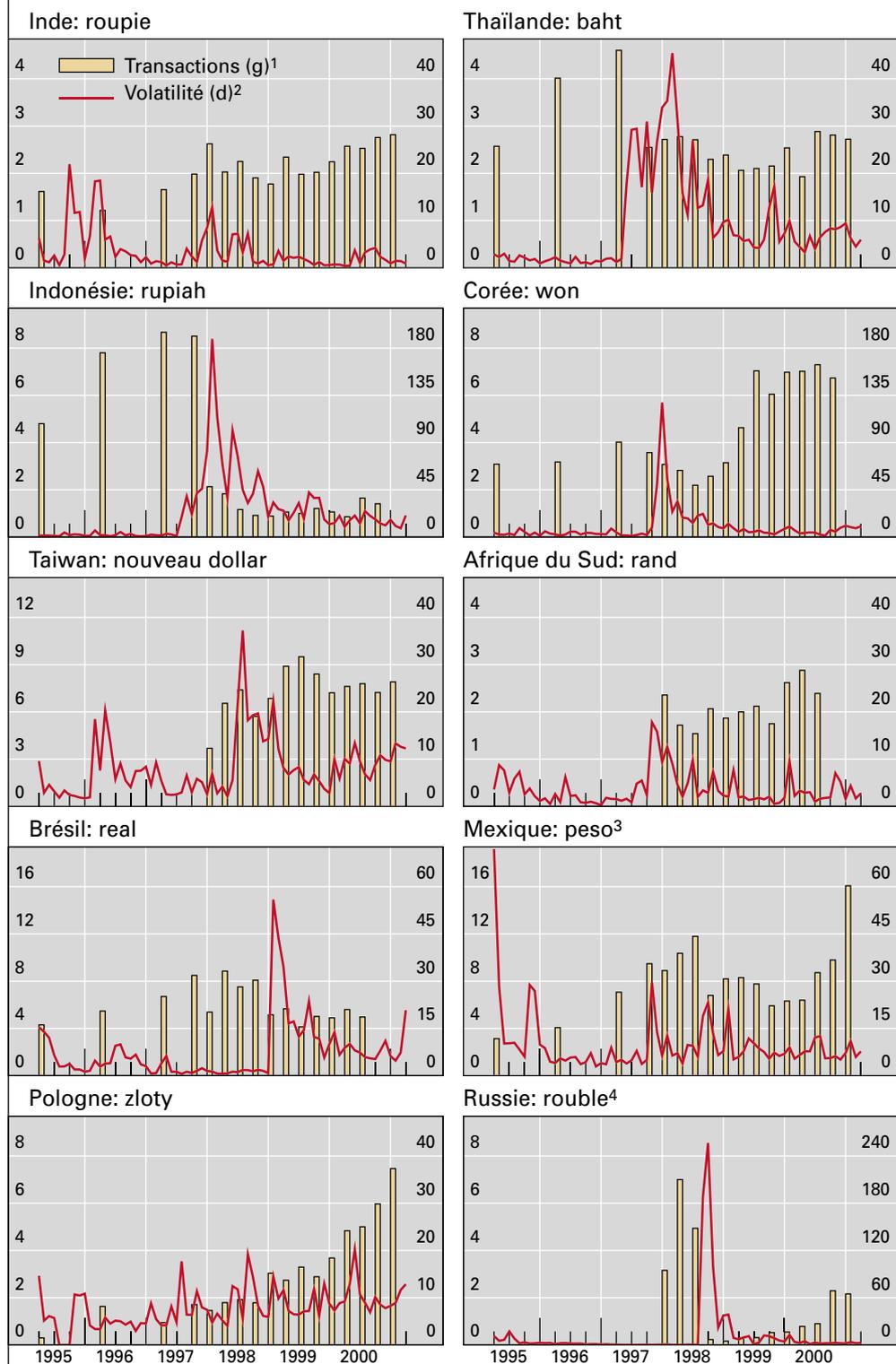
Le fait que la crise turque ne s'est pas étendue tient sans doute à deux facteurs. Premièrement, la réduction, durant la période sous revue, des positions ouvertes sur les changes et la capacité apparemment accrue des marchés financiers internationaux à hiérarchiser les qualités de crédit peuvent avoir limité l'extension des turbulences (chapitre VI). Deuxièmement, la résistance des marchés peut avoir été renforcée ces dernières années, étant donné que les politiques de change ont été nettement assouplies, les économies émergentes ayant tendance à faire flotter plus librement les monnaies et à s'appuyer davantage sur de nouveaux dispositifs monétaires pour ancrer l'inflation (chapitre III).

Deux éléments statistiques démontrent que les cours de change sont plus souples qu'avant la crise asiatique. Tout d'abord, leur volatilité à l'égard de leur principale monnaie de référence est généralement un peu plus élevée en valeur absolue, mais aussi par comparaison avec celle des taux internes à court terme (tableau V.3). Deuxièmement, même si la volatilité des monnaies des économies émergentes est demeurée moindre vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux, elle a augmenté plus rapidement pour les cours bilatéraux contre dollar que pour les cours effectifs nominaux. Par conséquent, si le dollar a continué de jouer un rôle important pour les monnaies des économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie, son influence apparaît maintenant s'être un peu atténuée et celle des cours effectifs renforcée par rapport à la période antérieure à la crise asiatique.

Néanmoins, même si elle est appliquée plus librement que par le passé, la gestion du cours de change ne paraît pas avoir été totalement abandonnée. En 2000 et au début de 2001, la volatilité du change est restée faible non

Rôle d'ancrage du cours de change

## Transactions et volatilité sur certains marchés émergents



<sup>1</sup> Volume des transactions locales en monnaie nationale, par jour ouvré pour le mois représenté, corrigé des doubles comptages (estimation de la banque centrale, en milliards de dollars EU); Afrique du Sud, Brésil et Mexique: monnaie nationale plus devises; Indonésie et Pologne: chiffres bruts et, pour 1995 et 1996, moyenne annuelle; Thaïlande: moyenne sur le second semestre pour 1995 et sur l'année pour 1996; Russie: depuis 1999, transactions interbancaires uniquement. <sup>2</sup>Écart type, calculé sur un mois, des variations quotidiennes annualisées (en %) du cours de change par rapport au dollar EU. <sup>3</sup>Depuis octobre 2000, le volume de transactions comprend des contrats d'échange de faible montant. <sup>4</sup>Rupture dans les séries, due à l'augmentation des courtiers déclarants depuis octobre 2000.

Sources: banques centrales; Datastream; calculs BRI.

Graphique V.14

Économies émergentes: volatilité de cours de change et de taux d'intérêt <sup>1</sup>								
	Volatilité de cours de change				Volatilité de taux d'intérêt <sup>2</sup>		Ratio de volatilité <sup>3</sup>	
	janv. 1995–déc. 1996		juil. 1999–mars 2001		janv. 1995– déc. 1996	juil. 1999– mars 2001	janv. 1995– déc. 1996	juil. 1999– mars 2001
	bilatéral <sup>4</sup>	effectif <sup>5</sup>	bilatéral <sup>4</sup>	effectif <sup>5</sup>				
Corée	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Hong-Kong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonésie	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Philippines	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Singapour	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Thaïlande	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Argentine	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brésil	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Chili	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
Mexique	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Hongrie	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Pologne	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
République tchèque	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Afrique du Sud	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

<sup>1</sup>Écart type, calculé par mois civil, des variations hebdomadaires annualisées. <sup>2</sup>Taux à trois mois (Brésil: jour le jour).  
<sup>3</sup>Volatilité du cours de change bilatéral/volatilité du taux d'intérêt. <sup>4</sup>Par rapport au dollar EU (Hongrie, Pologne et République tchèque: par rapport à l'euro). <sup>5</sup>Pondéré en fonction des échanges commerciaux.

Sources: données nationales; calculs BRI. Tableau V.3

seulement en termes absolus, mais aussi par rapport à celle des couples dollar/yen et euro/dollar.

## Liquidité des marchés

La question d'une éventuelle diminution de la liquidité sur les marchés des changes et, en ce cas, des conséquences qui pourraient en découler est restée d'actualité. D'une manière générale, un marché est considéré liquide s'il est possible d'y effectuer d'importantes transactions sans grande incidence sur les prix. Toutefois, il n'existe pas de données permettant de mesurer directement la liquidité ainsi définie. Faute de quoi, on s'en remet traditionnellement à d'autres variables, qui montrent indirectement si un marché est liquide ou non: les volumes de transactions, les écarts cours acheteur-vendeur et la volatilité, qui déterminent respectivement la profondeur du marché, son étroitesse et le niveau du risque.

Une analyse préliminaire de ces mesures indirectes de la liquidité en donne une image mitigée. En 2000 et au début de 2001, le volume des transactions de change dans le monde est demeuré bien inférieur aux niveaux atteints avant les turbulences financières de l'automne 1998 (tableau V.4). Ce serait le premier retournement de ce type depuis l'enquête globale initiale réalisée en 1989 sur l'activité des marchés des changes. En outre, la volatilité a augmenté sur certains segments. Ces deux évolutions pourraient indiquer

Activité sur les marchés des changes							
	Transactions journalières, en milliards de dollars EU					Variation annuelle moyenne, en %	
	1989	1992	1995	1998	2000 e	1989– 98	1998– 2000
Total	590	820	1 190	1 500	1 100	11	–14
Comptant	350	400	520	600	450	6	–13
Terme/contrats d'échange	240	420	670	900	650	16	–15

Sources: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (pour 2000); BRI. Tableau V.4

que la liquidité de marché a diminué; or, cela semble exclu par les écarts acheteur-vendeur, qui sont restés étroits.

Pour avoir une idée plus précise de la liquidité, il convient d'analyser ces évolutions par rapport à trois grands changements structurels qui ont marqué ces dernières années: l'avènement de l'UEM, l'expansion rapide du courtage électronique sur les marchés interbancaires et le mouvement de concentration dans le secteur bancaire.

#### *Changements structurels*

Impact de l'UEM

L'avènement de l'UEM a essentiellement exercé une incidence sur les volumes de transactions. Le 1<sup>er</sup> janvier 1999, le regroupement des onze monnaies constituant l'euro a éliminé d'un seul coup environ 8% des transactions mondiales, contraction qui n'a pas été contrebalancée ensuite par une progression dans le compartiment de l'euro. En 2000, la part de l'activité en euros vis-à-vis du dollar a été inférieure à celles des monnaies antérieures à Londres et Zurich, mais plus élevée à Francfort et Tokyo (tableau V.5). Contre yen, le négoce de l'euro est demeuré tout aussi faible que celui du mark allemand en 1998. Les transactions dollar/livre sterling semblent avoir augmenté, ces dernières années, aux dépens du couple euro/livre.

S'agissant de l'étrécissement des écarts de cours acheteur-vendeur, rien n'indique que l'instauration de l'euro ait changé les conditions de marché de manière significative. En 2000, pour la paire euro/dollar, ils correspondaient dans l'ensemble à ceux du couple dollar/mark en 1998. Il en a été de même des transactions faisant intervenir le yen ou le franc suisse. Le négoce en livres sterling fait exception, les écarts sur la paire euro/livre durant la période sous revue ayant été sensiblement plus larges que sur le couple livre/mark en 1998. Aucun élément ne donne à penser non plus que les schémas de volatilité à court terme des cours de l'euro aient été nettement différents de ceux du mark avant 1999 (tableau V.6).

Rôle croissant  
du courtage  
électronique

Le deuxième grand changement structurel concerne la part croissante du courtage électronique sur le marché interbancaire, au détriment de la négociation directe et du courtage par téléphone. En 2000, 85–95% du négoce interbancaire dans les principales devises ont été traités électroniquement, contre environ 50% en 1998 et 20–30% en 1995. Ce segment est actuellement dominé par deux courtiers, EBS et Reuters. Le premier couvre essentiellement

Transactions de change: composition par monnaie <sup>1</sup>								
	Royaume-Uni		Japon		Allemagne		Suisse	
	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	2000 T2	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	Juillet 2000
	Part (en %) dans le volume total local							
Euro <sup>2</sup> /dollar	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollar/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollar/livre	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro <sup>2</sup> /livre	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro <sup>2</sup> /yen	2	1	4	3	2	4	2	1

2000: estimations officieuses.  
<sup>1</sup> Comptant, terme et contrats d'échange. <sup>2</sup> Avril 1998: mark allemand.  
Source: BRI. Tableau V.5

le négoce en dollars, euros, yens et francs suisses, le second les transactions en livres sterling. Alors que, avec les méthodes traditionnelles, les intervenants devaient généralement effectuer plusieurs opérations pour obtenir des informations sur les cotations, le courtage électronique leur procure automatiquement les meilleures conditions de marché, en fonction de leurs limites de crédit et de celles de leurs contreparties. Par voie de conséquence, ils ont tendance à conclure moins de transactions et les volumes baissent. Dans le même temps, l'expansion du courtage électronique, plus avantageux financièrement que les méthodes traditionnelles, a entraîné une réduction sensible des écarts de cours acheteur-vendeur sur l'interbancaire.

La troisième évolution structurelle concerne le renforcement de la concentration dans le secteur bancaire. Ce mouvement a eu une influence directe sur le volume des transactions, en limitant nettement le nombre d'intervenants. De plus, conjugués à l'expansion du courtage électronique, les regroupements d'établissements ont sensiblement réduit le nombre des banques proposant des cotations acheteur-vendeur sur un large éventail de paires de monnaies: actuellement, elles ne sont pas plus de vingt à pouvoir fournir de tels services au niveau mondial, ce qui constitue une baisse marquée par rapport au milieu des années 90. L'incidence de la concentration sur les volumes de transactions a été amplifiée, ces dernières années, par les

Concentration dans le secteur bancaire

Volatilité des principaux marchés des changes <sup>1</sup>			
	Dollar/yen	Euro <sup>2</sup> /yen	Euro <sup>2</sup> /dollar
1980–1989	10,2	7,3	10,9
1990–1999	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000–2001 T1	9,6	16,7	13,4

<sup>1</sup> Écart type, calculé par mois civil, des variations quotidiennes annualisées. <sup>2</sup> Avant 1999: mark allemand.  
Sources: BCE; calculs BRI. Tableau V.6

désengagements dans les activités de contrepartie ou pour compte propre et par la diminution du nombre des intervenants, notamment des fonds spéculatifs, et de leurs transactions. Il est toutefois difficile de discerner un impact de ces changements sur les cours acheteur-vendeur ou sur la volatilité de change.

Aucun changement notable de la liquidité à ce jour

Évaluer l'incidence globale, à ce jour, de ces mutations structurelles sur la liquidité n'est pas chose facile. Les données relatives aux transactions, aux cours acheteur-vendeur et à la volatilité, ainsi que les analyses de marché, suggèrent que l'avènement de l'euro n'a pas entraîné de changement sensible pour la liquidité. La part croissante du courtage électronique a assurément réduit les volumes de transactions et rétréci les écarts de cours, mais son influence sur la liquidité apparaît moins nette. Difficile, par ailleurs, de voir dans ce domaine une quelconque incidence notable de la concentration bancaire. Toutefois, les deux dernières tendances semblent bien avoir eu une double conséquence. D'un côté, l'interbancaire paraît fonctionner plus efficacement aujourd'hui qu'au milieu des années 90. D'autre part, la réduction des écarts de cours, et donc des possibilités de gains, a occasionné une contraction des ressources affectées à la tenue de marché. Ces évolutions laissent penser que ces changements structurels pourraient, en fait, avoir amélioré la liquidité dans des conditions normales, comme celles de la période sous revue. Néanmoins, il s'agit de voir si elles ont également accentué l'incapacité ou la réticence des intervenants à fournir des liquidités en présence de tensions.

Évolution future

Pour l'avenir, l'extension du courtage électronique et la consolidation sur l'interbancaire conduisent à une réorientation de l'activité vers les opérations de clientèle. Cette évolution se traduit notamment par l'utilisation croissante de plateformes de négociation automatisée entre banques et clients, ce qui peut être considéré comme une manière d'élargir les avantages du courtage électronique à ce type d'activité. Deux sociétés, Cognotec et Currenex, offrent actuellement de tels services et deux autres devraient faire leur entrée: Atriax, soutenue par Reuters et trois des plus grosses banques commerciales, et FXall, appuyée par un autre groupe de grandes banques. Il reste encore à déterminer comment ces changements pourront influencer la liquidité de marché.