

V. Marchés des changes

Faits saillants

Sur les marchés des changes, l'année 2001 et le début de 2002 ont été marqués par la fermeté persistante du dollar EU et la faiblesse du yen. L'euro a généralement fluctué dans une fourchette relativement étroite vis-à-vis du dollar, son cours effectif nominal restant stable dans l'ensemble. En avril et mai 2002, la monnaie américaine s'est toutefois sensiblement repliée face à l'euro et au yen.

Comme les années précédentes, les fluctuations entre les principales devises paraissent avoir été essentiellement guidées par les perspectives comparées de résultats dans les grandes zones économiques, qui ont orienté les flux de portefeuille et d'investissement direct étranger (IDE). Même si les décisions de politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt ont aussi semblé influencer sur le change, cette incidence s'est surtout exercée par le biais des anticipations de croissance. Ce schéma contraste fortement avec celui des années 80 et de la majeure partie de la dernière décennie, où le dollar avait tendance à s'apprécier quand les écarts de taux d'intérêt se creusaient à l'avantage des États-Unis. Le yen s'est affaibli, le secteur financier japonais apparaissant plus vulnérable et les autorités monétaires luttant pour relancer la demande intérieure avec des taux directeurs déjà à zéro.

Sur les autres marchés des changes, la livre sterling et le franc suisse ont continué de se raffermir, causant quelques préoccupations aux responsables de la politique monétaire, illustrées par la décision de la Banque nationale suisse de réduire son taux officiel en mai 2002. La couronne suédoise a notablement fléchi jusqu'en octobre 2001, pour remonter ensuite vis-à-vis de l'euro et du dollar. Le dollar canadien a inscrit de nouveaux creux historiques puis s'est légèrement repris, alors que les dollars australien et néo-zélandais se sont redressés en présence d'une forte croissance intérieure.

Un certain nombre de monnaies d'économies émergentes n'ont cessé de se déprécier par rapport au dollar, dans un contexte de contraction de la demande mondiale. La plupart des marchés des changes sont toutefois restés relativement stables. Bien que le real brésilien et le rand sud-africain aient été affectés, courant 2001, par la profonde dégradation de la situation en Argentine, les répercussions ont finalement été limitées, après l'éclatement de la crise en décembre. L'explication tient au fait que, ces dernières années, diverses économies émergentes ont opté pour une plus grande flexibilité de change, incluant souvent l'adoption d'un objectif d'inflation comme élément central de leur stratégie. S'il se peut que le rôle du change en tant qu'objectif explicite ait perdu tout ou partie de son importance, les considérations de

change n'en continuent pas moins d'occuper une place significative dans la formulation de la politique.

Dollar, yen et euro

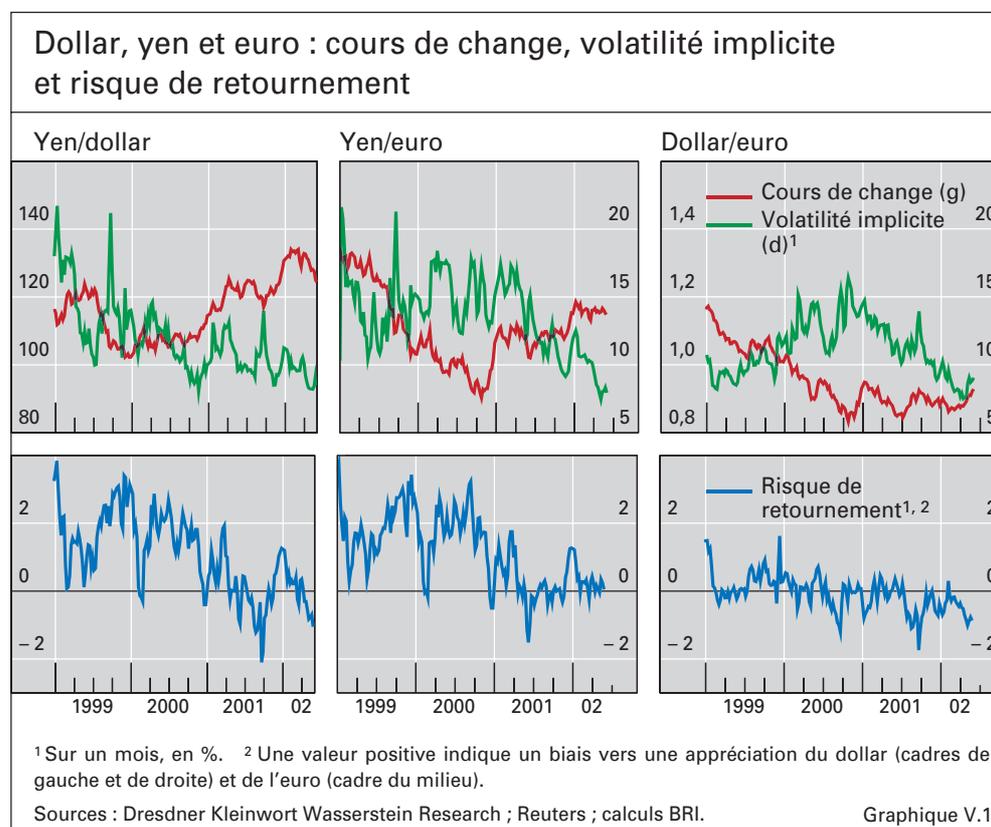
Principaux développements

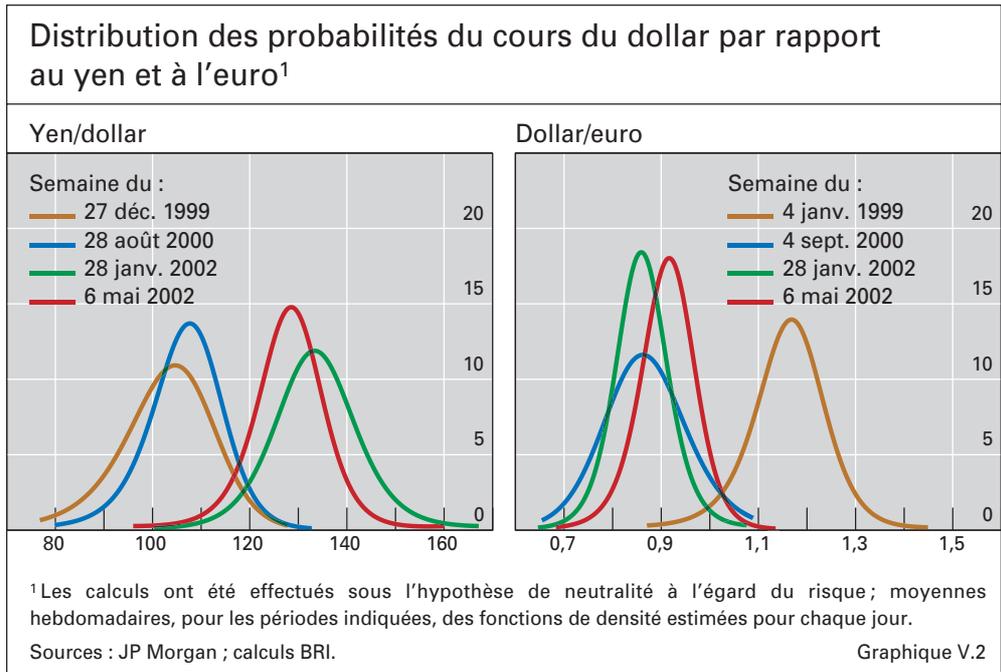
Vigueur du dollar ...

Durant la majeure partie de la période considérée, la vigueur persistante du dollar a constitué l'un des éléments dominants. Entre janvier 2001 et mars 2002, il a gagné 8 % en termes effectifs nominaux, atteignant son plus haut niveau depuis l'automne 1985. Les pressions à la baisse provoquées par les événements du 11 septembre n'ont été que très temporaires. En avril et mai 2002, il a cependant montré des signes d'affaiblissement.

... faiblesse du yen ...

Contrairement aux années antérieures, la faiblesse du yen a constitué un autre fait marquant. Son cours effectif nominal a perdu environ 8 % entre janvier 2001 et mars 2002. Alors qu'il s'était renforcé en 1999 et s'inscrivait le plus souvent en 2000 dans la fourchette ¥105–110 à l'égard du dollar, il a chuté en 2001 et début 2002 à des niveaux proches de ¥135 (graphique V.1). Il s'est également déprécié face à l'euro, revenant de ¥108 à ¥118. Les informations fournies par les options à un mois yen/dollar mettent en évidence une rupture significative, entre 2000 et 2001, dans la nature des anticipations de marché vis-à-vis du yen. Courant 2000, les attentes des opérateurs sur le cours yen/dollar à un mois étaient globalement stables (graphique V.2) et les risques entre un fort redressement ou un fort recul de la monnaie japonaise leur paraissaient équilibrés. En mars 2002, la moyenne des





cours futurs anticipés yen/dollar était sensiblement remontée et l'opinion des intervenants sur l'évolution des risques penchait pour un fort recul. En avril et mai 2002, le yen a toutefois regagné du terrain ; les prix des options indiquaient, en outre, qu'il apparaissait moins enclin à s'affaiblir.

L'euro s'est aussi comporté différemment en 2001, son cours effectif nominal gagnant environ 6 %. Pendant ses deux premières années d'existence, la monnaie européenne s'était régulièrement dépréciée face au dollar et au yen ainsi qu'en termes effectifs nominaux. En 2001 et début 2002, en revanche, elle est restée relativement stable vis-à-vis du dollar, se négociant le plus souvent entre \$0,93 et \$0,86, et s'est raffermie de quelque 5 % par rapport au yen. Les informations fournies par les prix des options indiquent que les anticipations des intervenants sur le couple dollar/euro à court terme sont relativement constantes depuis 2000 et qu'en outre sa variance a diminué.

... et stabilité de l'euro

Perspectives à court et à long terme

Sur le court terme, dès que la croissance s'est accélérée aux États-Unis au quatrième trimestre 2001, la fermeté du dollar s'est avérée bénéfique, en contribuant à redistribuer la demande mondiale vers les économies connaissant une expansion plus lente. L'affaiblissement du yen, en particulier, a soutenu la demande extérieure de produits japonais, gonflé les bénéfices des sociétés et augmenté la valeur en yens des actifs étrangers. Cette incidence nette sur la demande pourrait être, somme toute, relativement minime à ce stade, étant donné l'ampleur modeste de la dépréciation et la part limitée des échanges commerciaux dans l'économie nipponne. Alors que, d'une manière générale, les monnaies des économies émergentes ont suivi moins étroitement qu'auparavant les variations du dollar vis-à-vis du yen et de l'euro, l'appréciation de la devise américaine continuait à susciter des préoccupations dans de nombreux pays.

Effets à court terme bénéfiques d'un dollar fort

Les États-Unis sont sortis du récent ralentissement économique avec un déficit des paiements courants de l'ordre de 4 % du PIB. La nouvelle augmentation des passifs extérieurs du pays qui en est résultée a relancé la question de la viabilité à long terme des niveaux de change courants ; elle est encore devenue plus actuelle l'an dernier pour deux autres raisons. Premièrement, si les paiements nets au titre des investissements internationaux des États-Unis restent extrêmement faibles par rapport à la production américaine, ils s'accroissent régulièrement en pourcentage des exportations du pays, passant de 0,5 % en 1998 à près de 2 % en 2001 (chapitre II). Deuxièmement, si les apports extérieurs ont largement couvert le déficit des paiements courants américain, leur composition s'est modifiée

Réserves officielles en devises					
	1998	1999	2000	2001	Encours à fin 2001
en milliards de dollars EU					
Variation, à cours de change courants					
Total	27,0	140,0	149,5	100,4	2 021,5
Pays industriels	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
États-Unis	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Zone euro	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Japon	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asie	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
Chine	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Corée	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Hong-Kong RASS	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
Inde	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonésie	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Philippines	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Singapour	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Taiwan, Chine	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
Thaïlande	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
Amérique latine ¹	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentine	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brésil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Chili	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
Mexique	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Europe centrale et orientale ²	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Autres pays	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
Variation, à cours de change constants ³					
Total	23,2	180,9	185,9	131,8	2 021,5
En dollars	51,3	146,4	111,7	79,1	1 517,1
En autres monnaies	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

¹ Pays indiqués plus Colombie, Pérou et Venezuela. ² Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. ³ Chiffres en partie estimés ; cours de change de fin d'année.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau V.1

d'une manière qui pourrait avoir rendu le dollar plus vulnérable à des revirements soudains du sentiment des investisseurs : entre 2000 et 2001, la part des flux de portefeuille s'est accrue, tandis que celle des flux d'IDE (liés généralement à des fusions et acquisitions transatlantiques) a fortement régressé. La proportion du déficit américain financée par les réserves officielles en dollars, orientées de plus en plus vers les agences paragouvernementales, est demeurée à peu près constante (tableau V.1).

Cela étant, il reste difficile d'analyser les niveaux de change actuels en fonction des valeurs d'équilibre à long terme. L'une des méthodes d'évaluation de ces valeurs s'intéresse surtout aux différences de prix des biens et services entre pays, mesurées par des estimations des parités de pouvoir d'achat (PPA). Une autre détermine les cours de change d'équilibre fondamentaux à long terme, qui correspondent aux niveaux compatibles avec l'équilibre interne (épargne/investissement) et extérieur (paiements courants). Les indications obtenues par ces deux méthodes laissent supposer qu'à leurs niveaux actuels le dollar et l'euro sont respectivement au-dessus et au-dessous des valeurs d'équilibre à long terme. Il convient de noter, toutefois, que l'amplitude de ces écarts estimés varie sensiblement (de 5 à 40 %) selon les études empiriques.

Facteurs des variations de change

Comme ces dernières années, les perspectives à moyen terme dans les principales zones économiques paraissent avoir constitué un élément déterminant des fluctuations globales des grandes devises. La vigueur soutenue du dollar laisse penser que, pour les intervenants, les perspectives comparées de croissance à moyen terme pour les États-Unis résisteraient au ralentissement de l'économie pendant les trois premiers trimestres 2001. À cet égard, deux développements sont à noter par rapport aux années antérieures.

Rôle des perspectives de croissance à moyen terme

En premier lieu, la réaction du yen semble s'être modifiée alors que l'économie du Japon restait déprimée. Entre les derniers mois de 1998 et fin 2000, la monnaie s'est appréciée ou stabilisée face au dollar tandis que la situation conjoncturelle du pays se détériorait. Par la suite, en revanche, la faiblesse du yen a reflété plus clairement la morosité persistante des perspectives économiques. Sa dépréciation pourrait être liée à l'assouplissement énergique de la politique monétaire par la Banque du Japon en 2001 (chapitre IV) ; elle correspondait aussi à la montée des préoccupations sur l'état du système financier et à la déception des acteurs du marché au sujet de la lenteur des progrès des réformes structurelles (chapitre VI). Leur perception des changements d'attitude des autorités nippones vis-à-vis de la valeur du yen peut également avoir eu une influence passagère sur la monnaie, notamment à la fin de l'année dernière.

Réaction du yen face, de nouveau, à des facteurs conjoncturels

Deuxièmement, le lien entre les perspectives de croissance à moyen terme et les fluctuations globales des monnaies a perduré pour le couple dollar/euro, même lorsque la situation économique fondamentale a changé. Contrairement à 1999 et 2000, où l'on s'attendait à ce que la croissance à moyen terme aux États-Unis dépasse celle de la zone euro, les acteurs du marché ont considéré, en 2001, que les évolutions dans les deux zones

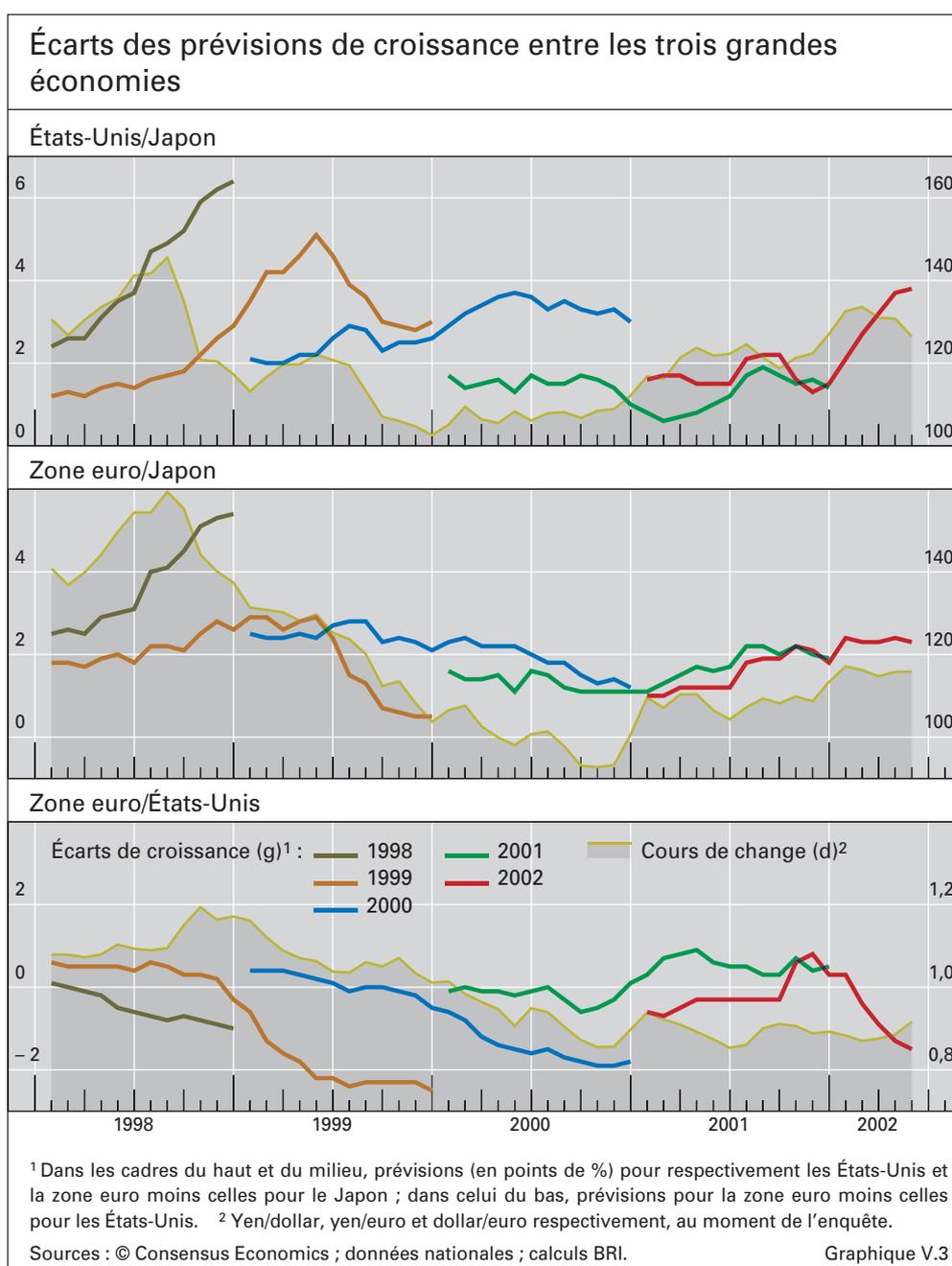
Stabilité de l'euro reflétant une plus grande similarité d'évolution

économiques présentait davantage de similarité. En toute logique, le cours dollar/euro a alors fluctué dans une fourchette relativement étroite.

La relation entre les variations de change et les perspectives de croissance à moyen terme ressort également du comportement des prévisions de croissance à un ou deux ans, des flux de portefeuille et d'IDE ainsi que des écarts de taux d'intérêt.

La dépréciation du yen vis-à-vis du dollar ainsi que de l'euro, durant la majeure partie de 2001, a correspondu aux révisions des projections à un ou deux ans établies par les opérateurs sur les écarts de croissance, lesquels favorisaient nettement les États-Unis et la zone euro (graphique V.3). La relative stabilité du cours dollar/euro paraît avoir été étayée par la réduction de ces écarts attendus dans ces deux zones monétaires.

Les révisions des prévisions de croissance ont étayé les variations de change



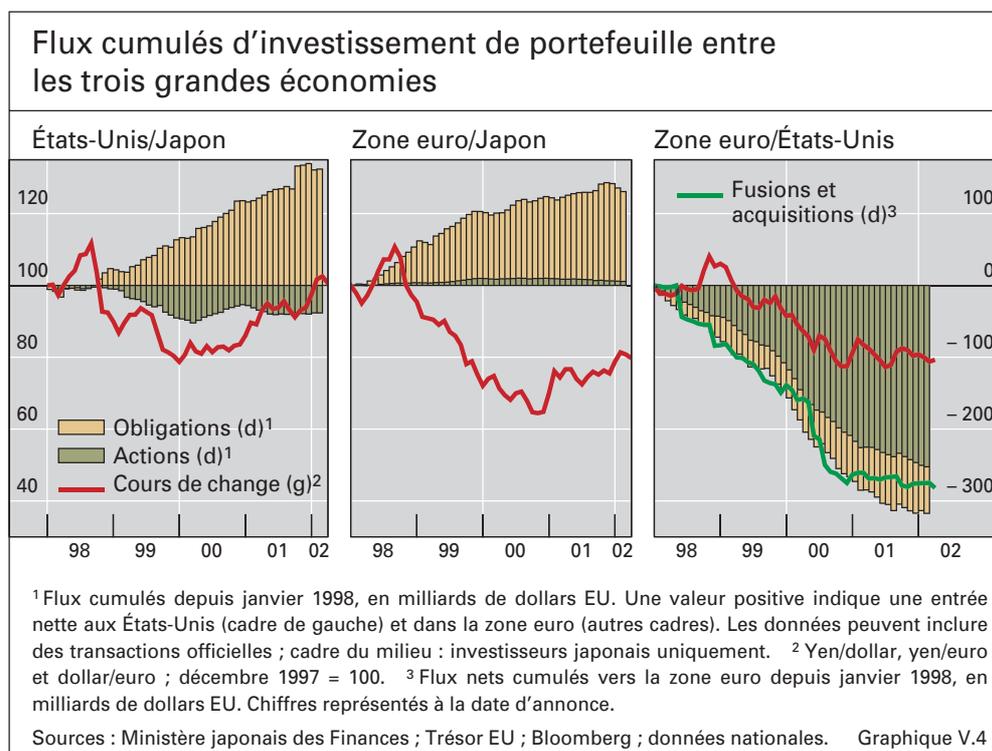
Les perspectives de croissance à moyen terme se sont aussi reflétées dans la dynamique des flux de portefeuille et d'IDE. Ceux-ci ont été le plus souvent générés par les opérations transfrontières de fusions et acquisitions, qui sont restées liées aux grandes tendances de change. En 2001, les flux de portefeuille, obligataires en particulier, ont de nouveau privilégié les États-Unis et la zone euro, au détriment du Japon (graphique V.4). Parallèlement, le rythme des flux nets de portefeuille de la zone euro vers les États-Unis s'est sensiblement ralenti en cours d'année. Cette évolution a concouru avec la stabilisation de l'euro vis-à-vis du dollar, après sa tendance négative.

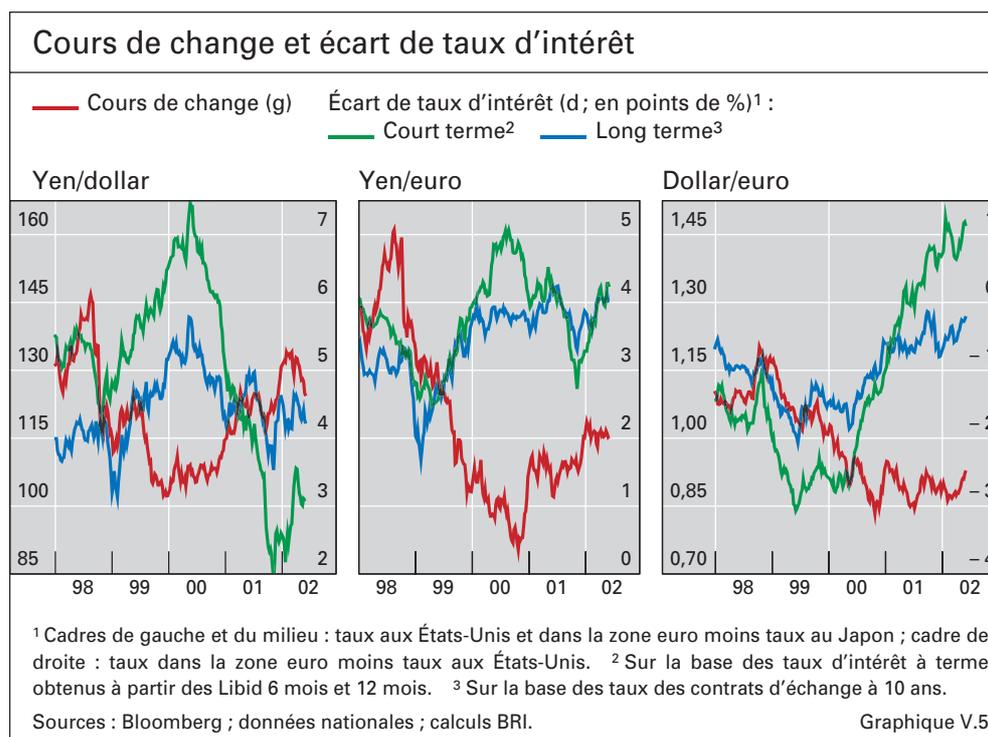
Rôle des flux de portefeuille ...

De même, les opérations transfrontières de fusions et acquisitions, qui, en termes nets, avaient bénéficié aux États-Unis en 1999 et 2000, se sont rééquilibrées en 2001 et début 2002 (graphique V.4). Les tests statistiques sur l'incidence des transactions transatlantiques sur le cours dollar/euro laissent à penser que les intervenants ont réagi aux annonces de fusions et acquisitions, sans doute parce qu'elles étaient perçues comme un indicateur de la vigueur relative des perspectives de croissance dans les deux économies. Dans le même temps, le rééquilibrage en 2001 des flux transatlantiques liés à ces opérations suggère une autre interprétation : il se peut que les entrées massives aux États-Unis, les années précédentes, reflétaient une correction ponctuelle des stocks de capital associés à l'Union monétaire européenne et le souhait, de la part de grandes sociétés européennes, d'acquiescer une dimension mondiale.

... et des flux liés aux fusions et acquisitions

Selon le même schéma qu'en 1999 et 2000, mais à la différence marquée des années 80 et de la majeure partie de la dernière décennie, il apparaît que les décisions de politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt





Persistance du découplage des taux d'intérêt et cours de change

ont influé sur le change, notamment par leur incidence sur les anticipations de croissance. Ainsi, conformément à une perception de croissance plus vigoureuse aux États-Unis qu'au Japon et dans la zone euro, comme on l'a vu précédemment, le dollar est resté ferme, malgré le rétrécissement substantiel des écarts de taux à court terme en faveur des États-Unis vis-à-vis du Japon et le fléchissement des taux américains, pour la première fois depuis le milieu des années 90, au-dessous de ceux de la zone euro (graphique V.5). Des schémas similaires ont été observés pour les écarts de taux à long terme et les cours de change.

Autres marchés des changes

Monnaies européennes

Fermeté de la livre sterling et du franc suisse préoccupante pour les décideurs

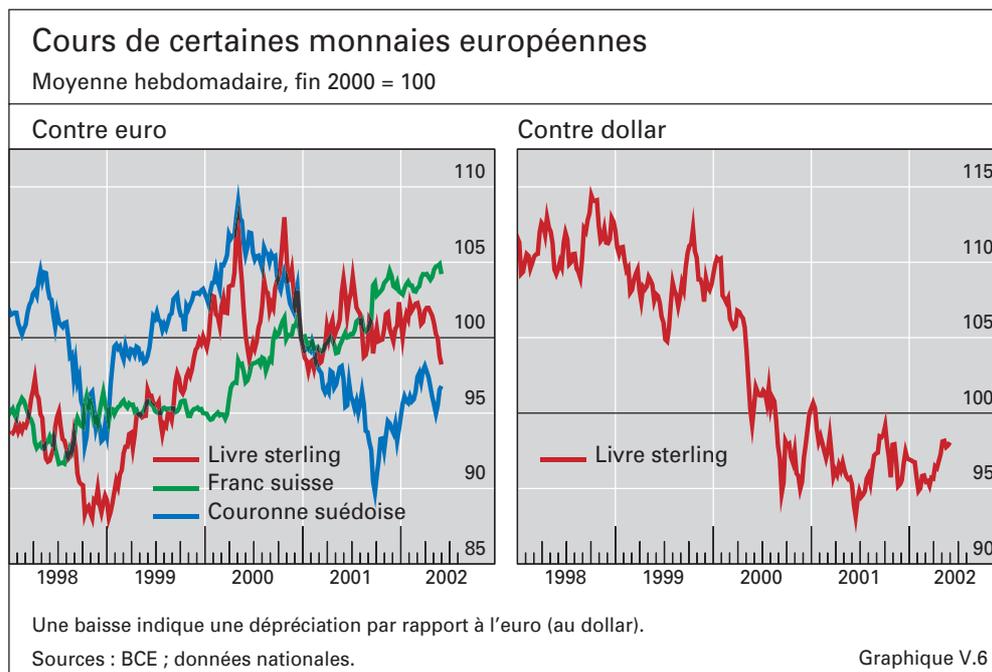
Au cours de la période considérée, la livre sterling s'est légèrement raffermie dans l'ensemble face à l'euro, tandis qu'elle s'est inscrite entre £0,67 et £0,71 par rapport au dollar (graphique V.6). Son évolution globale a paru concorder avec les prévisions de croissance et les écarts de gains de productivité entre le Royaume-Uni, d'une part, et les États-Unis et la zone euro, de l'autre. Les discussions sur l'adhésion du Royaume-Uni à l'UEM dans un proche avenir ne semblent pas avoir pesé sur la livre. Sa vigueur continue a toutefois contribué au déséquilibre entre les secteurs soumis à la concurrence internationale et les autres, ce qui a posé des difficultés aux décideurs britanniques lorsque la situation extérieure s'est dégradée courant 2001 (chapitre IV).

Le franc suisse s'est généralement apprécié vis-à-vis de l'euro, rompant ainsi avec le schéma qui avait prévalu lors des dix-huit premiers mois

d'existence de l'UEM, au cours desquels la fourchette de fluctuation était restée très étroite ; cette hausse diffère également de l'évolution observée avant l'avènement de l'UEM, lorsque le franc avait tendance à fléchir à l'égard du mark allemand quand celui-ci se dépréciait face au dollar. Début 2002, la monnaie helvétique a toutefois semblé revenir à son comportement antérieur. Par ailleurs, elle a bénéficié parfois de flux liés à son statut de valeur refuge. Tout comme au Royaume-Uni, la vigueur de la monnaie a constitué une source de préoccupations pour les autorités monétaires (chapitre IV).

Le comportement de la couronne suédoise s'est nettement modifié en cours de période, sous l'effet de plusieurs facteurs. Jusqu'en septembre 2001, la monnaie a continué de faiblir fortement vis-à-vis de l'euro et du dollar. Cette faiblesse pouvait être attribuée au retournement du Nasdaq – du fait de l'importance accordée par les intervenants au secteur, dominant en Suède, des biens de haute technologie – et, plus généralement, aux incertitudes accrues sur les marchés financiers mondiaux. Autre facteur probable de ce fléchissement, les achats substantiels d'actifs étrangers par les résidents, à la suite de l'assouplissement de la réglementation sur les fonds de pension, en 2000, concernant les restrictions sur les expositions de change. L'enquête triennale 2001 des banques centrales sur l'activité des marchés des changes et des produits dérivés, menée par 48 banques centrales et autorités monétaires, confirme indirectement cette hypothèse ; elle montre que, pour la Suède, contrairement à la plupart des autres pays, le volume des transactions sur les marchés des changes a sensiblement augmenté entre avril 1998 et avril 2001. L'accélération de la baisse de la couronne suédoise a incité la Riksbank à intervenir, en juin 2001, pour soutenir la monnaie. En octobre, celle-ci s'est redressée en raison du retour de la confiance sur les marchés financiers mondiaux

Les fluctuations de la couronne suédoise reflètent divers facteurs

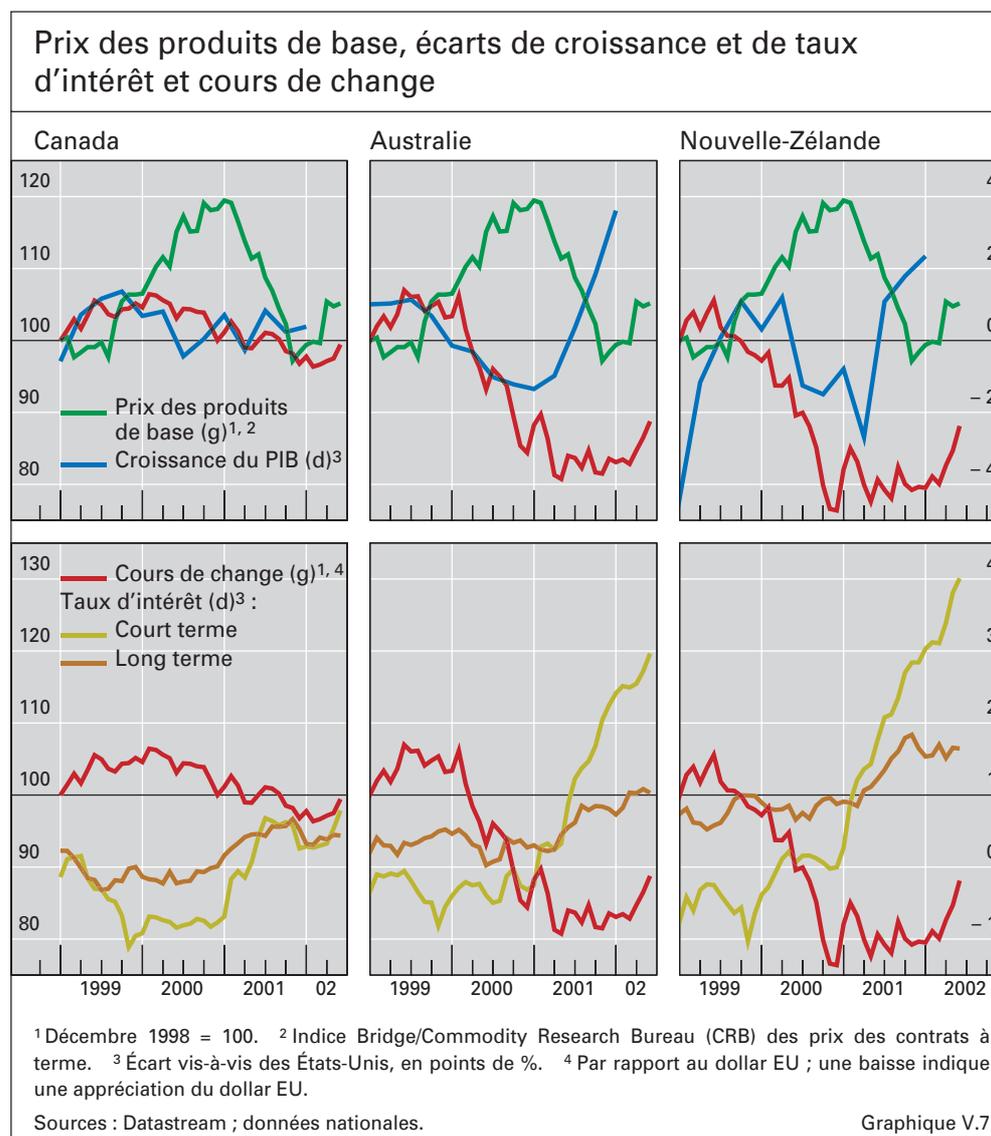


et de l'amélioration de la conjoncture économique en Suède. En avril 2002, elle s'était appréciée de près de 10 % à l'égard de l'euro.

Monnaies des autres pays industriels

Évolutions
différentes

Sous l'effet de la forte reprise de la demande intérieure en Australie et Nouvelle-Zélande, et d'écart de taux d'intérêt plus favorables, les monnaies de ces deux pays ont interrompu leur tendance baissière face au dollar EU (graphique V.7). Le dollar canadien, en revanche, a continué de faiblir pendant la majeure partie de la période considérée, touchant des plus bas historiques aux alentours de \$Can 1,62 pour un dollar EU, en janvier 2002. Cette divergence de la monnaie canadienne par rapport aux monnaies australienne et néo-zélandaise peut résulter, entre autres, de la croissance plus modérée au Canada. La dépréciation face au dollar EU pourrait aussi refléter la diversification croissante, à l'échelle internationale, des gestionnaires d'actifs canadiens, à la suite de l'assouplissement des restrictions en matière de placements. Comme en Suède, cette évolution explique en partie



l'augmentation, d'un caractère inhabituel, du volume des transactions de change dans le pays entre 1998 et 2001, également mise en évidence par l'enquête triennale 2001.

Entre début 2000 et fin 2001, la corrélation traditionnellement positive entre les dollars australien, canadien et néo-zélandais, d'une part, et les cours des produits de base, de l'autre, ne s'est pas confirmée, en raison peut-être de l'importance accrue de la croissance intérieure pour les marchés des changes. En 2000, ces trois devises étaient tombées à des creux historiques (ou presque), alors que ces cours enregistraient pourtant des hausses substantielles. Aux trois premiers trimestres de 2001, leur chute, sur fond de ralentissement de la demande mondiale, n'a cependant pas affecté les dollars australien et néo-zélandais, alors que la monnaie canadienne a poursuivi son repli.

Monnaies des économies émergentes

Les marchés des changes des économies émergentes ont été marqués par trois éléments essentiels : l'effondrement du peso argentin vers la fin de l'année, l'absence de contagion significative de la crise argentine sur les autres marchés de devises et les fluctuations sensibles de monnaies comme le real brésilien, le peso chilien, le rand sud-africain et la livre turque.

Trois éléments
essentiels

La crise argentine avait été annoncée par une période prolongée de difficultés affectant le peso et le système financier national ; elle a éclaté violemment fin décembre 2001 (chapitre III). La parité peso/dollar, vieille d'une dizaine d'années, a été abandonnée le 6 janvier 2002, en présence d'une grave crise politico-économique. Le peso a été mis en flottement le 11 février ; fin mai, il se négociait aux alentours de 3,50 pesos pour un dollar EU et avait donc perdu plus de 70 % par rapport à son niveau d'avant la dévaluation (graphique V.8).

Des répercussions épisodiques ont affecté d'autres marchés des changes, mais elles ont été d'une ampleur et d'une durée limitées. Suite à l'échec de l'adjudication de la dette gouvernementale argentine en juillet 2001, le peso chilien, le rand, le real et la livre turque ont subi des pressions à la vente. Le real et le peso chilien se sont dépréciés durant la majeure partie de 2001 et sont tombés à des creux historiques, contraignant les banques centrales à intervenir à plusieurs reprises. Les deux monnaies se sont cependant redressées en fin d'année, pour ne fléchir à nouveau que pendant quelques jours, après l'effondrement du peso argentin. Le peso mexicain a montré très brièvement des signes de faiblesse début 2001 mais s'est, par ailleurs, le plus souvent bien comporté. En raison surtout de facteurs internes et des préoccupations des investisseurs internationaux concernant l'instabilité politique du pays voisin, le Zimbabwe, la chute du rand sud-africain s'est amplifiée lorsque la situation en Argentine s'est détériorée en juillet. La monnaie est toutefois remontée des creux historiques enregistrés en fin d'année, au moment même où la crise argentine s'est aggravée. L'Asie n'a subi aucune contagion notable.

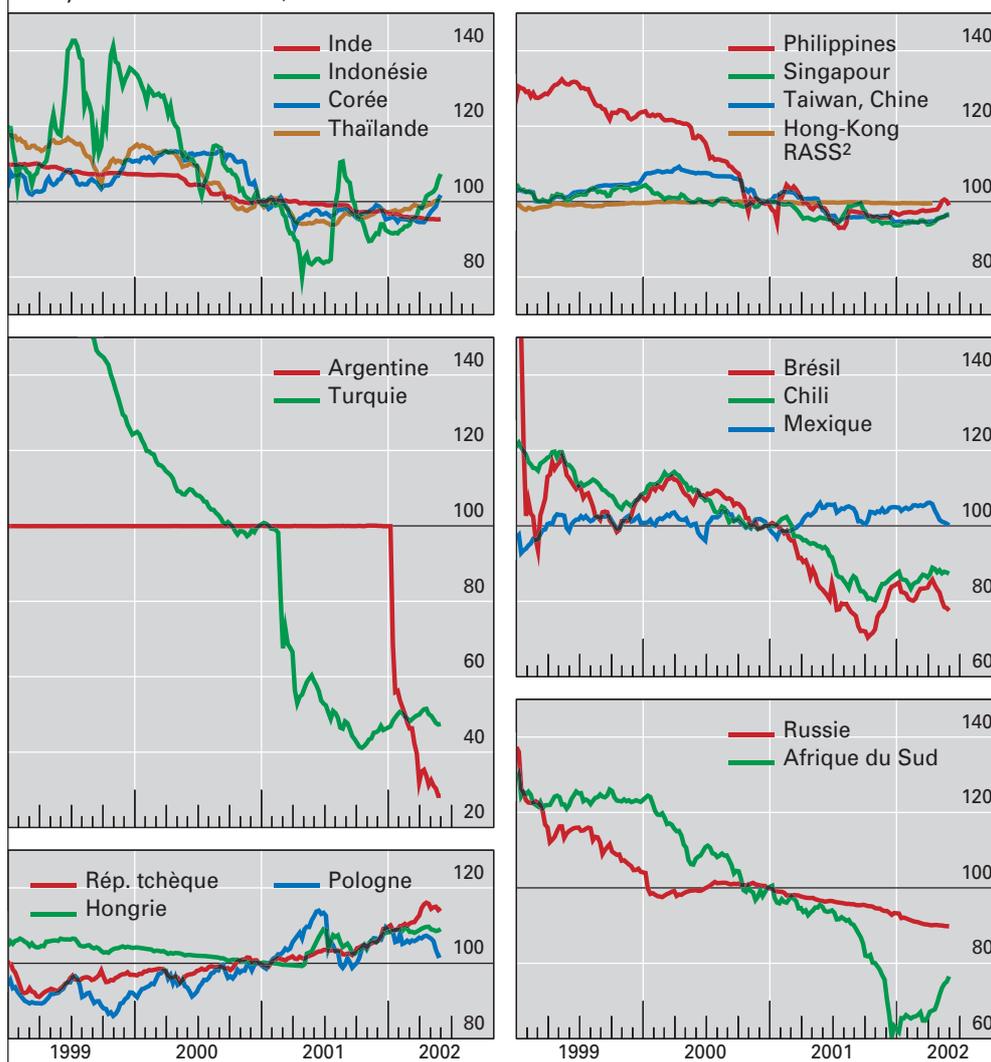
Répercussions
limitées de la
crise argentine ...

Plusieurs raisons peuvent expliquer la portée restreinte des répercussions immédiates de la dévaluation en Argentine sur les autres économies émergentes. Premièrement, ces dernières années, ces pays se

... avec plusieurs
explications
possibles

Cours de change sur les marchés émergents¹

Moyenne hebdomadaire, fin 2000 = 100



Une baisse indique une appréciation du dollar (de l'euro).

¹ Par rapport au dollar EU (monnaies du cadre inférieur gauche : par rapport à l'euro). ² Taux à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.8

sont orientés dans l'ensemble vers des régimes de change plus souples (voir ci-après). Les monnaies ont généralement flotté plus librement et de nouveaux cadres de politique monétaire ont été adoptés pour ancrer l'inflation, ce qui peut avoir amélioré la résistance des marchés des changes. Deuxièmement, les intervenants avaient depuis longtemps anticipé la crise argentine. Troisièmement, la moindre tolérance à l'égard du risque, caractéristique des marchés des changes depuis 1998, a pu entraîner une contraction des positions spéculatives à effet de levier vis-à-vis des monnaies des économies émergentes. Le négoce pour compte propre des banques paraît plutôt en régression, et des opérateurs disposant d'un fort effet de levier, tels les fonds spéculatifs, semblent s'être pour la plupart retirés après les turbulences de 1998 ; c'est ce que suggère la baisse substantielle de l'activité sur les marchés des changes traditionnels entre avril 1998

et avril 2001, révélée par l'enquête triennale 2001. Quatrièmement, les investisseurs internationaux ont apparemment amélioré leur capacité d'opérer une différenciation entre les économies émergentes (chapitre VI).

Gestion du cours de change dans les économies émergentes

Ces dernières années, diverses économies émergentes ont évolué vers une plus grande souplesse, de sorte que le cours de change joue généralement un rôle moins important comme point d'ancrage de la politique monétaire. Cette mutation s'est accompagnée d'une tendance à l'adoption d'objectifs d'inflation plus explicites, un nombre croissant de pays recourant déjà, ou aspirant à recourir, à une véritable stratégie de cette nature. Avant la crise asiatique de 1997-98, trois économies émergentes, représentant moins de 1 % du PIB mondial, avaient opté pour un objectif d'inflation ; en mai 2002, elles

D'avantage de souplesse, mais le change reste important

Volatilité de cours de change et de taux d'intérêt ¹								
	Volatilité de cours de change				Volatilité de taux d'intérêt ²		Ratio de volatilité ³	
	bilatéral ⁴		effectif ⁵		1995-96	juil. 1999-avril 2002	1995-96	juil. 1999-avril 2002
	1995-96	juil. 1999-avril 2002	1995-96	juil. 1999-avril 2002				
Corée	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Hong-Kong RASS	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonésie	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Philippines	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Singapour	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Taiwan, Chine	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Thaïlande	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Argentine	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brésil	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Chili	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
Mexique	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Hongrie	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Pologne	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
République tchèque	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Afrique du Sud	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
États-Unis	-	-	4,5	4,3	5,8	19,3	-	-
Japon	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Zone euro	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Royaume-Uni	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Canada	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Suède	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Suisse	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Nouvelle-Zélande	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

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

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Tableau V.2

étaient douze, comptant pour 8 % du PIB mondial. Si le change en tant que point d'ancrage nominal ou d'objectif *explicite* a perdu tout ou partie de son importance, il n'en reste pas moins un élément très utile pour l'action des autorités. La partie suivante analyse à cet égard l'évolution de la gestion du cours de change ces dernières années.

Évolution de la gestion du cours de change

Deux indicateurs semblent montrer que, depuis la crise asiatique, les économies émergentes ont généralement assoupli leur politique de change. Premièrement, la volatilité du cours de change vis-à-vis de leur principale monnaie de référence (dollar EU pour la plupart) a eu tendance à augmenter légèrement en valeur absolue et par rapport à la volatilité des taux d'intérêt internes à court terme (tableau V.2) ; c'est le cas notamment du peso philippin, du baht thaïlandais et du real brésilien. Deuxièmement, la volatilité des cours bilatéraux à l'égard du dollar s'est accrue plus rapidement que celle des cours effectifs nominaux ; cela révèle que, si le rôle du dollar en Amérique latine et en Asie et celui de l'euro en Europe centrale restent importants, les autorités mettent peut-être davantage l'accent à présent sur les cours de change effectifs que sur les cours bilatéraux.

Cela étant, même si les cours de change sont devenus plus volatils, ils continuent d'occuper une place prépondérante dans les économies émergentes. Ce constat est attesté par le niveau toujours faible de cette volatilité, ces dernières années, non seulement en termes absolus mais par rapport également à celle des principaux couples de devises (tableau V.2).

Importance du cours de change

Le cours de change peut être un sujet de préoccupation pour les autorités à différents titres, notamment dans les économies émergentes. Si son incidence sur les prix, à travers le commerce et les anticipations, est peut-être le souci majeur, ses effets sur la compétitivité internationale, la stabilité financière et le fonctionnement du marché des changes ne sont pas négligeables.

Le change peut agir sur l'inflation à travers les prix des produits finis échangés et des biens intermédiaires importés ainsi que par le biais des anticipations. Par rapport aux pays industrialisés, les économies émergentes apparaissent plus vulnérables à l'incidence des fluctuations de change sur l'inflation, dans la mesure où elles sont plus ouvertes et présentent des antécédents de forte inflation.

Les disparités peuvent même être notables d'une économie à l'autre. Certaines indications montrent que, par le passé, la perméabilité aux fluctuations de change a été généralement plus grande en Amérique latine qu'en Asie (tableau V.3). Si de nombreux facteurs, notamment les structures sociales, économiques et politiques d'un pays, influent manifestement sur la corrélation des variations de la hausse des prix et du change, les antécédents d'inflation méritent toutefois une attention particulière. Les mouvements de change ont tendance à agir davantage sur les prix dans les pays d'Amérique latine à forte tradition d'inflation et sensibles aux anticipations. En revanche, les pays de l'Est

Les quatre principales raisons de la vulnérabilité des économies émergentes

Les fluctuations de change peuvent agir sur l'inflation

asiatique ont plutôt un passé de faible inflation et sont relativement peu perméables.

Il apparaît cependant que, ces dernières années, la perméabilité aux fluctuations de change a diminué dans les pays industriels comme dans les économies émergentes ; on en veut pour preuve l'augmentation modeste de l'inflation au Brésil après la dévaluation du real, début 1999. Plusieurs explications peuvent être avancées : anticipations modérées en matière de salaires et de prix résultant de politiques de stabilité crédibles, amélioration de la compétitivité interne due aux réformes structurelles entreprises et meilleure intégration des pays émergents dans l'économie mondiale. Ces développements corroborent le fait que les antécédents d'inflation semblent moins compter depuis quelques années. Malgré tout, cette baisse de la perméabilité un peu partout ne saurait inciter à une attitude complaisante, les mouvements de change demeurant un élément important des influences exercées sur les prix. Ainsi, le repli marqué du rand et du real en 2001 s'est accompagné d'une poussée notable d'inflation. En outre, en Turquie et en Argentine, l'inflation est montée en flèche, à la suite de l'effondrement de la monnaie.

La perméabilité diminue ...

... mais reste un sujet de préoccupation

Une évolution défavorable du cours de change pourrait aussi affecter la compétitivité internationale, nuisant ainsi à la balance des paiements, à la croissance et, à plus long terme, freinant l'investissement. Ce problème revêt

Ouverture, perméabilité, inflation et avoirs extérieurs de la banque centrale						
	Ouverture ¹	Perméabilité ²		Inflation ³	Avoirs extérieurs de la banque centrale ⁴	
		sur un trimestre	sur une année		en % du total des avoirs	en % de la base monétaire
Brésil	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Chili	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
Mexique	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Corée	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Indonésie	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Thaïlande	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Hongrie	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Pologne	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
République tchèque	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Afrique du Sud	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Israël	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Australie	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Canada	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Nouvelle-Zélande	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Royaume-Uni	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2
Suède	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5

¹ Échanges commerciaux, en % du PIB ; moyenne 1990-99. ² 1979-2000. ³ Variation annuelle moyenne (en %) des prix à la consommation sur 1990-99. ⁴ À fin décembre 2001 (Mexique et Israël : fin novembre 2001).

Sources : E. U. Choudhri et D. S. Hakura, « Exchange rate pass-through to domestic prices : does the inflationary environment matter ? », *IMF Working Paper 01/194*, décembre 2001 ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.3

L'évolution de la compétitivité internationale constitue également un problème ...

... comme l'instabilité financière ...

une importance toute particulière pour les économies émergentes, dans la mesure où elles sont en général relativement ouvertes. La dépréciation rapide du yen fin 2000 et 2001, par exemple, a suscité des préoccupations majeures au sujet de la compétitivité de la Corée, dont les exportations ont un profil sectoriel semblable à celles du Japon.

L'expérience montre à l'évidence que des périodes prolongées d'appréciation/de surévaluation en termes réels peuvent également peser sur la stabilité financière, en particulier dans les économies émergentes. Le change peut agir de différentes façons. Premièrement, le renchérissement de la monnaie nationale en termes réels peut s'accompagner de fortes entrées de capitaux, d'une vive expansion du crédit et d'augmentations insoutenables des prix des actifs. Le développement excessif du système financier national qui en résulte peut rendre l'économie très vulnérable à un ralentissement ou à une inversion de ces flux. Deuxièmement, un régime de change trop rigide peut contribuer à une faiblesse prolongée de l'économie ainsi qu'à une accumulation d'endettement extérieur et de fragilités financières, plus généralement, surtout en présence d'influences extérieures négatives telles que des évolutions défavorables des termes de l'échange. Enfin, et plus important encore, dans un cas comme dans l'autre, des asymétries dans les positions en devises peuvent accentuer considérablement la fragilité de l'économie, si des ajustements marqués des cours de change nominaux viennent à se produire, et augmenter la probabilité de crise. Si le système bancaire présente une situation déséquilibrée, la solvabilité des banques se trouve alors clairement mise en péril. Mais les risques sont tout aussi grands quand des déséquilibres existent dans les bilans des clients des banques eux-mêmes. De tels risques peuvent être aggravés par des déficiences plus générales de l'infrastructure financière, comme un système prudentiel précaire, une gestion des risques inadéquate et des fonds propres insuffisants. Plusieurs de ces éléments se retrouvent dans toutes les crises financières des économies émergentes survenues ces dernières années, de l'Est asiatique à l'Argentine.

... ainsi que le fonctionnement et le développement du marché des changes

Dans les économies émergentes dotées d'un marché des changes peu développé, une volatilité de change élevée peut induire des turbulences et une pénurie de liquidités, caractérisées par des sauts de cotation et d'amples écarts cours acheteur/vendeur. Un marché des changes peu liquide peut également pâtir de l'absence de symétrie du risque. Par voie de conséquence, les anticipations peuvent générer une dynamique de marché ayant tendance à amplifier les variations de change. À long terme, de telles turbulences peuvent entraver le développement du marché.

Deux éléments donnent à penser que la plupart des économies émergentes sont dotées de marchés des changes généralement moins liquides que ceux des pays industriels. Premièrement, si leurs marchés se sont rapidement développés dans les années 90, ils restent dans l'ensemble relativement modestes (tableau V.4). L'Afrique du Sud constitue une exception notable à cet égard, avec un volume de transactions par rapport au PIB comparable à celui des pays industriels. Deuxièmement, les

Liquidité sur les marchés des changes		
	Volume ¹ /PIB	Écart cours acheteur/vendeur en % du cours moyen
	2001 T1	Avril 2001
Brésil	2,0	0,045
Chili	8,2	0,034
Mexique	3,8	0,052
Corée	4,7	0,125
Indonésie	1,0	0,407
Thaïlande	3,2	0,067
Hongrie	0,9	0,060
Pologne	8,0	0,149
République tchèque	6,7	0,058
Afrique du Sud	17,1	0,069
Israël	1,7	0,094
Australie	19,1	0,048
Canada	9,2	0,024
Nouvelle-Zélande	14,4	0,085
Royaume-Uni	22,2	0,037
Suède	16,7	0,026

¹ Volume moyen de transactions par jour, pour avril 2001, en monnaie locale contre ensemble des autres monnaies, en termes nets des doubles comptages entre courtiers locaux.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; BRI. Tableau V.4

fourchettes acheteur-vendeur dans les économies émergentes sont plus disparates et souvent plus larges que dans les économies industrielles, signe d'une sensibilité plus grande à un retrait soudain de liquidités.

Réactions des autorités dans les économies émergentes

S'agissant du choix des réactions à une évolution de change défavorable, des conflits peuvent opposer les différents objectifs officiels. Ce risque peut se poser avec une grande acuité dans le cas d'un régime ciblé sur l'inflation, pour la bonne raison que l'un des objectifs, à savoir l'inflation, est clairement défini et que l'instrument de politique monétaire est spécifiquement chargé de le réaliser. Généralement, en plus de la politique monétaire, les autorités disposent d'autres moyens d'action : les interventions officielles constituent une réponse aux problèmes de change et, dans des circonstances particulières, le contrôle des capitaux est considéré comme une solution viable, en dépit de ses coûts et limites.

Ces deux dernières années, l'expérience de plusieurs pays recourant déjà, ou aspirant à recourir, à une véritable stratégie à objectif d'inflation montre que, en modulant les moyens d'action, il est possible de contrer les effets des variations de change tout en poursuivant la réalisation de l'objectif d'inflation. Cependant, il peut être parfois difficile de situer la limite entre la réaction au cours de change dans le cadre de l'objectif d'inflation et la gestion du change en tant qu'objectif à part entière. C'est aux

Les problèmes de cours de change peuvent placer les autorités devant des choix difficiles

autorités qu'il incombe de préciser au public la différence éventuelle entre les deux types d'actions et de justifier leurs décisions.

Politique monétaire

Réaction de la politique monétaire aux préoccupations inflationnistes ...

Modifier l'orientation monétaire constitue généralement la principale manière de réagir aux craintes inflationnistes suscitées par les fluctuations de change. Ainsi, lorsque, aux alentours de mars 2001, l'inflation au Brésil a commencé à dépasser l'objectif, parallèlement à une accélération de la dépréciation de la monnaie et à un accroissement de la volatilité, la banque centrale est revenue sur sa politique de détente : elle a résolument relevé les taux d'intérêt et maintenu ce resserrement jusqu'au début de 2002 (graphique V.9). Des réactions ont également été observées, face aux menaces inflationnistes liées à des accès de faiblesse de la monnaie, en Afrique du Sud fin 2000 et début 2002, en Israël début 2002 et en Indonésie en 2000. En Pologne, la tendance haussière du zloty a coïncidé avec un repli de l'inflation en deçà de sa fourchette pour 2001, ce qui a conduit la banque centrale à desserrer sa politique durant la majeure partie de l'année.

... et, parfois, non inflationnistes liées au change

La politique monétaire a parfois été modifiée, même lorsque l'objectif d'inflation n'était pas immédiatement menacé par l'évolution de la monnaie, d'autres considérations de change semblant intervenir. La Banque nationale tchèque, par exemple, a continué de prendre des mesures d'assouplissement début 2001, dans un contexte caractérisé par un ralentissement de la croissance, une fermeté persistante de la couronne et un important déficit commercial et ce, bien que l'inflation fût déjà remontée dans sa fourchette-objectif. En Thaïlande, après un regain de vigueur du baht au second semestre 2001, la banque centrale a commencé à réduire les taux d'intérêt en fin d'année, devant les préoccupations suscitées par l'atonie de la demande d'exportations et de la croissance. Début 2002, la politique monétaire a été de nouveau assouplie dans le but, entre autres, de faciliter des ajustements de change ne pénalisant pas les exportateurs. Dans ces deux cas, les autorités ont fait part au public de l'attention qu'elles accordaient à des facteurs autres que l'inflation, notamment par des déclarations officielles accompagnant chacune de leurs décisions, la diffusion des comptes rendus des réunions de politique monétaire ou un rapport sur l'inflation.

Le choix du taux directeur peut limiter la marge de manœuvre

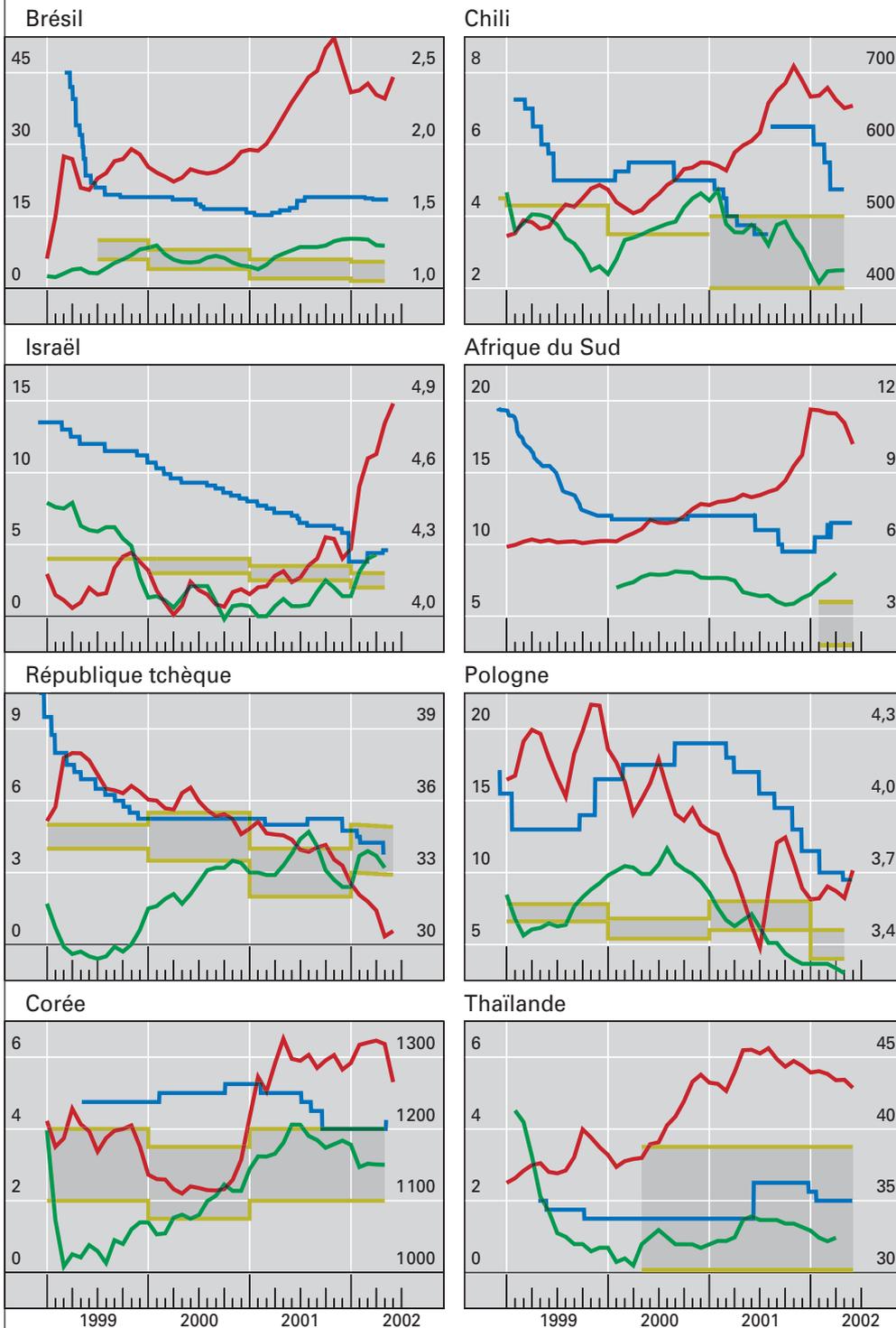
Le cadre opérationnel de la politique monétaire comporte des implications pour la marge de manœuvre de la banque centrale face aux mouvements défavorables du cours de change. Si le principal taux directeur est un taux long du marché monétaire (comme en Pologne, République tchèque et Thaïlande), il est davantage possible de laisser fluctuer le loyer de l'argent au jour le jour pour calmer les pressions de change spéculatives à court terme. Par contre, s'il s'agit d'un taux au jour le jour (Brésil, Chili et Corée notamment), il peut s'avérer difficile de laisser le taux du marché s'écarter longtemps du taux directeur, sans que cela soit perçu comme une déviation par rapport à l'orientation annoncée.

Interventions sur le marché des changes

Les interventions officielles peuvent servir à renforcer l'action entreprise ou à s'y substituer lorsqu'un changement immédiat de la politique monétaire est

Objectif d'inflation, taux directeur et cours de change

— Inflation (g)¹ — Taux directeur (g)²
— Objectif d'inflation (g) — Cours de change (d)³



¹ Afrique du Sud : IPC-X (IPC hors coût d'intérêt hypothécaire) ; République tchèque : inflation affichée (avant 2002 : en termes nets) ; Corée : IPC sous-jacent (avant 2000 : IPC affiché) ; Thaïlande : IPC sous-jacent ; autres pays : IPC affiché. ² Brésil : taux-objectif Selic ; Chili : jour le jour, en termes nominaux (avant août 2001 : taux réel) ; Israël : taux de base ; Afrique du Sud : pensions ; République tchèque : pensions à 2 semaines ; Pologne : pensions à 28 jours ; Corée : jour le jour ; Thaïlande : pensions à 14 jours. ³ Monnaie nationale contre dollar EU ; République tchèque et Pologne : contre euro ; moyenne mensuelle.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Graphique V.9

Autres moyens
d'action tels que ...

jugé injustifié. Elles permettent de répondre directement aux préoccupations de change et de signaler le sentiment des autorités sur l'origine du problème. Déclarations verbales et interventions stérilisées ont été beaucoup utilisées, ces dernières années, par les économies émergentes dotées d'un objectif d'inflation et par des pays industrialisés tels que l'Australie et la Suède. Ces approches étaient censées compléter leur stratégie de ciblage de l'inflation ou résoudre des problèmes spécifiques. Bien que la possibilité d'interventions non stérilisées existe également, elle revient à mettre en œuvre un changement d'orientation monétaire ; elle n'élargit donc pas la marge de manœuvre des banques centrales.

... déclarations
verbales ...

Les déclarations verbales peuvent être utilisées par les autorités pour communiquer leur évaluation de la situation et signaler leurs intentions. Par exemple, en présence de la vigueur persistante de la couronne ces dernières années, la banque centrale tchèque a fait savoir publiquement qu'elle n'excluait pas de recourir à des interventions. Les annonces préalables de telles opérations au Brésil et au Chili en 2001 peuvent être aussi considérées comme des formes d'interventions verbales.

... et interventions
stérilisées ...

Les interventions stérilisées, qu'elles soient connues ou pressenties, peuvent, de la même façon, donner des indications sur le sentiment des autorités au sujet de l'orientation monétaire actuelle et future. Ainsi, comme l'inflation apparaissait relativement conforme à l'objectif fixé, les autorités tchèques ont préféré intervenir ouvertement en 2000 plutôt que d'agir sur les taux d'intérêt pour enrayer l'appréciation de la couronne. En 2001, le Chili a fait de même face à la baisse rapide du peso. Dans les deux cas, les interventions ont eu pour effet de réaffirmer le caractère jugé approprié de l'orientation monétaire et de mettre l'accent sur les préoccupations liées au cours de change. En revanche, les ventes successives de dollars opérées en 2001 au Brésil ont contribué à éviter un resserrement excessif de la politique monétaire, alors que le ralentissement de la croissance et la menace d'un alourdissement du service de la dette rendaient inopportun un nouveau relèvement des taux d'intérêt. En Thaïlande, le moment choisi par les pouvoirs publics pour effectuer des achats de dollars, fin 2001, a paru annoncer les réductions de taux qui ont suivi.

Il est permis de penser que certains des canaux par lesquels agissent les interventions stérilisées peuvent être plus efficaces dans les économies émergentes que pour les monnaies les plus échangées. Les interventions peuvent influencer directement sur le change, car elles modifient l'offre relative d'actifs en monnaie nationale et en devises. Cet *effet de portefeuille* pourrait s'avérer comparativement plus important dans les économies émergentes, de l'Est asiatique tout spécialement, où les réserves en devises des banques centrales sont élevées par rapport au volume d'activité sur le marché des changes local et à la masse monétaire (tableau V.3). En outre, en intervenant en qualité de teneur de marché, la banque centrale peut contribuer à freiner une dynamique de marché qui se renforce d'elle-même et à rétablir une impression de symétrie du risque. Cet *effet de liquidité* peut revêtir une importance particulière dans les économies émergentes où le volume d'échanges est faible. Il convient de noter à cet égard les efforts déployés

en 2001 par les banques centrales brésilienne et chilienne pour offrir des obligations en dollars, ainsi que des liquidités, en vue de favoriser le fonctionnement du marché.

Ces dernières années, le segment spécifique sur lequel s'opèrent les interventions officielles paraît avoir changé. Auparavant, certaines banques centrales recouraient pour cela au marché à terme et aux instruments de hors-bilan. En dépit de l'avantage offert, pour leur ampleur, par l'absence de contraintes de bilan préalables, ces opérations à terme semblent moins fréquentes. Cela est dû en partie aux pertes substantielles subies sur des positions à terme durant les crises monétaires des années 90 et à l'importance accrue accordée récemment aux questions de responsabilité et de transparence. Les efforts actuels de l'Afrique du Sud pour dénouer ses positions à terme en sont l'illustration.

... mais moins d'interventions sur le marché à terme

En dépit de l'utilité que présente cet autre moyen d'action de la politique monétaire, les avantages offerts par les interventions doivent être rapportés à leurs limites et coûts possibles ; c'est ainsi qu'elles ne sont pas toujours efficaces pour agir sur le cours de change. En outre, l'un de leurs inconvénients est qu'une réduction excessive de la volatilité risque de freiner l'extension des capacités de tenue de marché du secteur privé. C'est ce qui se passe aussi sur le marché interbancaire national, où une présence moindre des banques centrales pour le lissage des taux est considérée comme favorable à son développement. Un autre inconvénient réside dans le fait que, dans la mesure où les interventions apparaissent révélatrices des objectifs et préférences des autorités, le message qu'elles transmettent risque d'être mal interprété, ce qui peut nuire à leur action. Un effort d'information auprès du public au sujet de l'attitude et de l'approche des responsables monétaires à l'égard des interventions pourrait être bénéfique. Ainsi, forte de son expérience avec ses interventions en 2001, la banque centrale suédoise a publié, début 2002, un document officiel précisant ses procédures dans ce domaine.

Peser le pour et le contre

Contrôle des capitaux

Souvent écartés dans les discussions sur les régimes de change et monétaires, les contrôles sur les mouvements de capitaux, qu'il s'agisse de leur mise en œuvre ou de leur renforcement, restent considérés par diverses économies émergentes comme une option viable. L'histoire récente montre que, dans certains cas, s'ils sont correctement conçus et appliqués, ils peuvent permettre de soutenir les autres politiques ou de protéger l'économie des aspects déstabilisants des flux de capitaux.

Le contrôle des mouvements de capitaux reste une option possible dans certains cas ...

Au Chili, l'imposition, dans les années 90, de réserves obligatoires non rémunérées sur les entrées de capitaux en est un exemple. En atténuant l'incidence sur le change d'une politique monétaire rigoureuse, elle a permis de concilier les besoins de l'économie interne et les objectifs extérieurs. La volatilité de change a pu être ainsi freinée en décourageant les afflux à court terme en faveur d'investissements à long terme. Cette mesure aurait contribué de manière positive au processus de transition vers un régime de change souple et une libéralisation totale des mouvements de capitaux.

En Malaysia, l'imposition de contrôles sur les sorties de capitaux, en 1998, s'est assortie d'un ancrage de la monnaie. Toutefois, de tels contrôles avaient déjà été utilisés ailleurs dans un régime de change souple, en présence d'évolutions de change défavorables. L'Indonésie et la Thaïlande, par exemple, outre le recours aux interventions (et, dans le premier cas, à des relèvements de taux d'intérêt), ont cherché à freiner les ventes à découvert en limitant l'accès des capitaux étrangers à leur monnaie respective, dans un contexte de pressions sur le change en 2000. La Thaïlande a ensuite opéré un certain assouplissement début 2002, en raison du redressement du baht.

Des contrôles ont également été mis en place en dernier ressort, lorsque, par exemple, des contraintes entravent le recours à la politique monétaire de même qu'aux interventions. Ainsi, en réponse à une accélération de la dépréciation du rand, les autorités sud-africaines ont renforcé les contrôles des changes fin 2001. À l'époque, les tensions inflationnistes ne semblaient pas encore suffisamment fortes pour justifier un resserrement monétaire, et une intervention était exclue à cause du niveau peu élevé des réserves de change et de la volonté de réduire les positions à terme.

... mais qui a aussi ses limites

Comme dans le cas des interventions, le recours aux contrôles sur les mouvements de capitaux a son prix et ses limites. Une mise en œuvre efficace s'accompagne généralement d'un coût administratif élevé. Les restrictions ne différencient pas toujours les flux d'investissements désirables et les autres, et le sentiment négatif des investisseurs à leur égard peut encore restreindre l'accès d'une économie aux financements internationaux. Des mesures trop directes peuvent gêner l'expansion des marchés financiers et ne sauraient en aucun cas se substituer à des réformes sur les plans macro et microéconomiques.

Le cours de change restera une préoccupation ...

En conclusion, la plupart des économies émergentes considérées en sont encore à des stades relativement précoces de leur ajustement à un environnement de change plus souple. Leurs caractéristiques structurelles et la nécessité, pour certaines, de se remettre des crises récentes les rendent généralement plus vulnérables que les pays industrialisés aux répercussions des fluctuations de change sur l'inflation, la croissance et la solidité de leur système financier. Par conséquent, dans le court terme tout au moins, les variations de change demeureront sans doute un facteur relativement plus important que d'autres pour l'élaboration de la politique. Si elles veulent assurer la crédibilité de leurs stratégies, les autorités devront impérativement pratiquer une communication efficace pour faire connaître leurs intentions au sujet du rôle du change. À terme, cependant, les efforts déployés pour réduire certaines faiblesses intrinsèques, telles que des marchés des changes insuffisamment développés, devraient atténuer les préoccupations liées aux fluctuations de change.

... qui pourrait cependant être atténuée en s'attaquant aux faiblesses intrinsèques