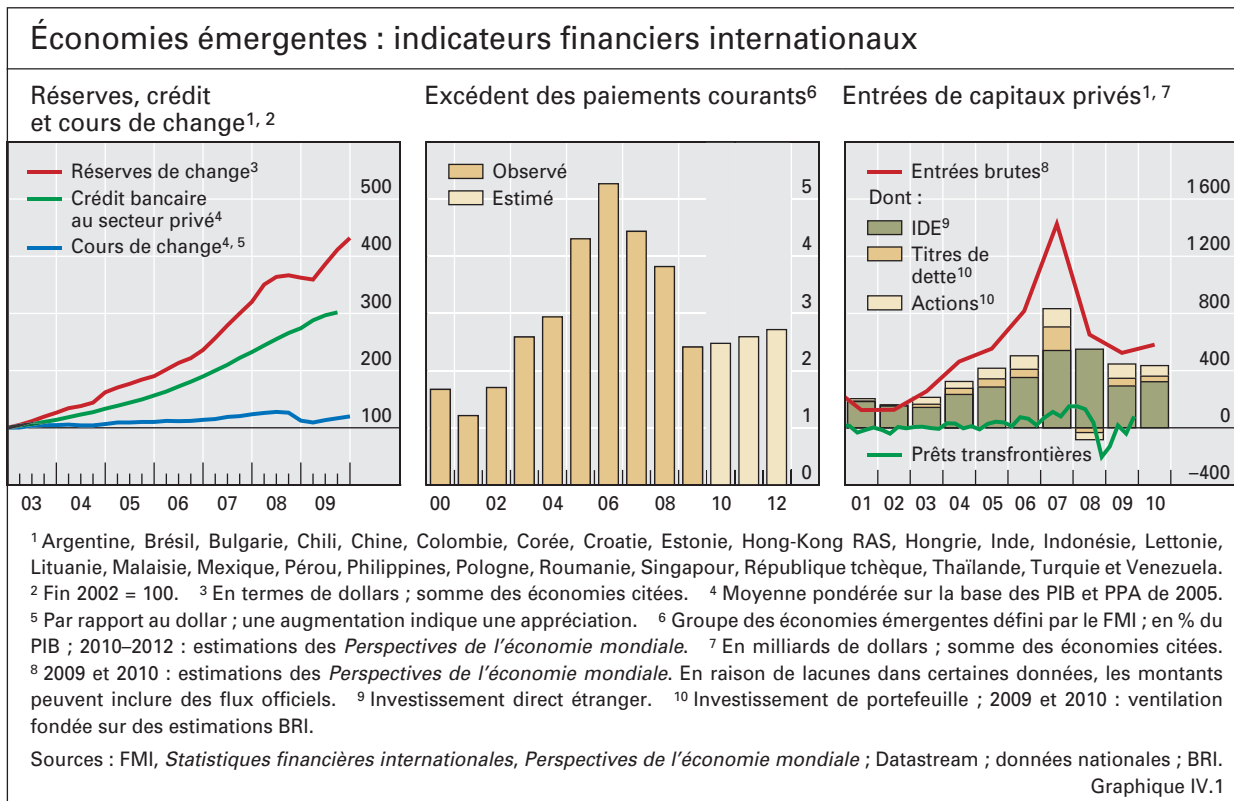


## IV. Économies émergentes : des choix difficiles pour l'après-crise

Dans les économies émergentes (ÉcÉm), la demande redémarre énergiquement. L'inflation IPC a augmenté dans la majeure partie de l'Asie émergente, dans plusieurs pays d'Amérique latine (dont l'Argentine, le Brésil et le Mexique) et en Turquie. L'inflation sous-jacente a enregistré une nette accélération en Inde. La croissance dans les secteurs industriels gros consommateurs de ressources, en particulier en Chine et en Inde, a fait grimper les prix des produits de base. Dans plusieurs pays, le crédit bancaire au secteur privé a affiché une expansion rapide, parfois associée à un renchérissement marqué de l'immobilier résidentiel.

Malgré ces évolutions, les conditions monétaires continuent d'être bien souvent accommodantes, notamment en Asie. Un retour à des interventions massives pour contrer l'appréciation du change a donné lieu à une rapide accumulation de réserves (graphique IV.1, cadre de gauche). Dans ces circonstances, certaines banques centrales doivent resserrer leur politique monétaire, surtout là où les tensions inflationnistes se renforcent. Certes, compte tenu de la faiblesse persistante des taux d'intérêt dans les économies avancées, un durcissement monétaire favorise à court terme les entrées de



capitaux. Mais résister aux tensions sur le change associées à ces afflux stimulerait la croissance du crédit et accentuerait le risque d'une flambée des prix des actifs.

Aussi le regain d'intérêt pour des contrôles discrétionnaires afin de remédier aux afflux massifs de capitaux n'est-il pas surprenant. Le plus souvent, toutefois, ces contrôles ne peuvent apporter qu'une accalmie temporaire. De plus, pour autant qu'ils soient efficaces, ils limitent la concurrence au sein du système financier, faussent l'allocation des capitaux et freinent la croissance économique. Par contre, des mesures macroprudentielles peuvent contribuer à réduire la vulnérabilité du système financier face à l'instabilité des flux de capitaux et à résoudre plus facilement les dilemmes concernant les stratégies à adopter.

Dans ces conditions, relever les taux d'intérêt, assouplir le change et réduire le recours aux interventions sur les changes sont peut-être les seules solutions envisageables, voire indispensables pour parvenir à un ajustement macroéconomique ordonné à moyen terme et, en définitive, à une croissance mondiale équilibrée.

Parallèlement, les ÉcÉm et les économies avancées doivent continuer de collaborer pour renforcer les accords monétaires internationaux afin de s'assurer que, en cas de nouvelle crise, il existera une offre suffisante de monnaie internationale, rôle qui reste dévolu au dollar pour un certain temps encore, fort probablement.

## Déséquilibres extérieurs et flux de capitaux : un retour à des tendances préoccupantes ?

Les déséquilibres des balances des paiements courants devraient s'accroître dans les ÉcÉm. En proportion de leur PIB agrégé, l'excédent combiné de leurs paiements courants s'est fortement contracté de 2006 à 2009, mais devrait augmenter en 2010–2012 (graphique IV.1, cadre du milieu). D'ailleurs, les exportations de bon nombre d'ÉcÉm, stimulées par la grande sensibilité des flux commerciaux à toute modification de la conjoncture, par la forte demande chinoise et par la hausse des prix des produits de base, ont enregistré une progression notable en début d'année.

Persistance des déséquilibres des paiements courants

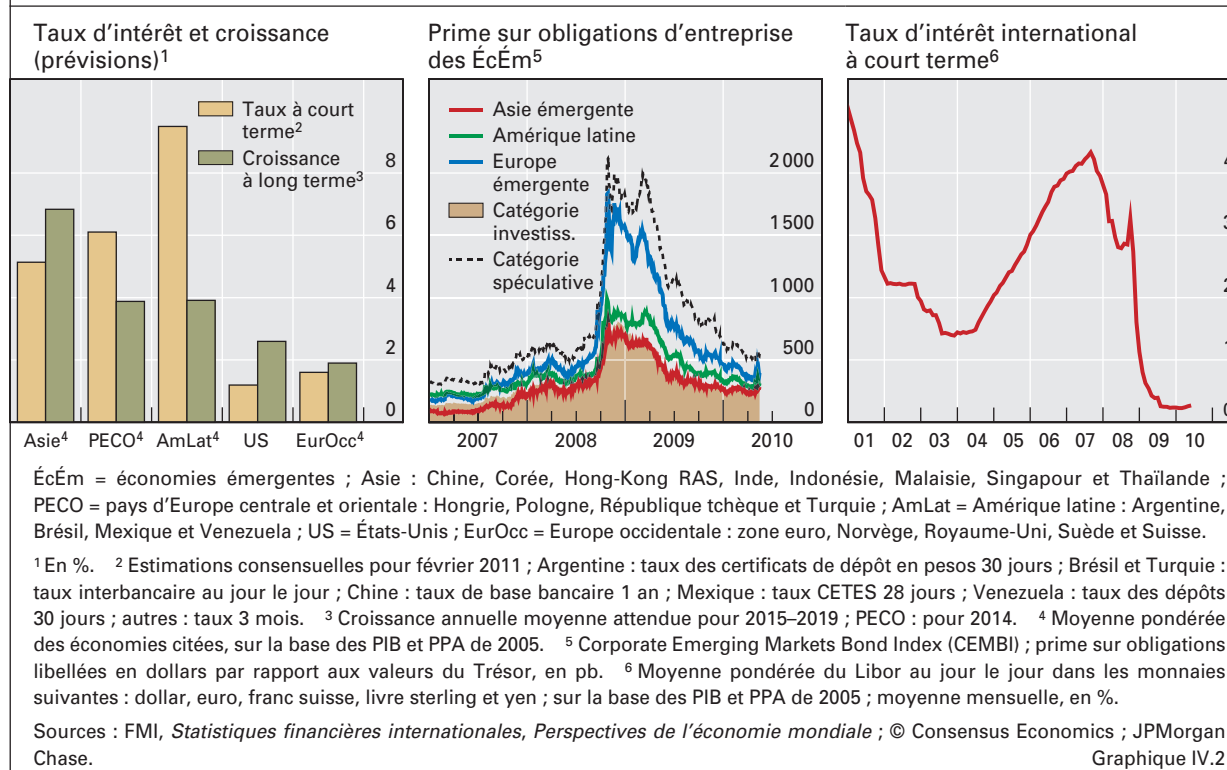
Les capitaux ont continué d'affluer vers les ÉcÉm. L'investissement direct étranger est resté relativement dynamique durant la crise et continue de constituer la principale forme d'entrées. Le redressement des autres entrées de capitaux privés depuis mi-2009 (graphique IV.1, cadre de droite) correspond à une augmentation des investissements de portefeuille en actions. Les placements en titres de dette ont aussi connu une reprise, mais à un rythme plus lent. Seuls les flux bancaires transfrontières sont restés faibles en 2009, malgré une légère hausse au quatrième trimestre.

Retour des flux de capitaux vers les ÉcÉm...

Plusieurs facteurs internes et externes permettent d'anticiper, pour l'avenir, des entrées de capitaux plus importantes encore. Premièrement, les écarts de taux courts nominaux devraient se creuser en faveur des ÉcÉm les plus avancées sur la voie de la reprise, leurs taux directs revenant plus rapidement à la normale que dans les économies avancées (graphique IV.2, cadre de gauche).

...attirés par des taux d'intérêt plus élevés...

## Économies émergentes : facteurs favorisant les entrées de capitaux



...une attente de hausse du change...

Deuxièmement, les anticipations d'une appréciation du change favoriseront de nouveaux afflux de capitaux. Comme avant la crise, les monnaies de plusieurs ÉcÉm vont donc vraisemblablement devenir la cible d'opérations de portage (*carry trades*) et être confrontées à une plus forte volatilité du change.

...des perspectives de forte croissance...

Troisièmement, l'activité devrait croître nettement plus vite dans les ÉcÉm que dans les économies avancées ces dix prochaines années (graphique IV.2, cadre de gauche). Cette perspective favorise les entrées de capitaux.

...et des conditions de financement externe favorables

Enfin, la reprise plus énergique dans les ÉcÉm a non seulement contribué à creuser l'écart des rendements réels, mais a aussi amené les investisseurs à percevoir un recul du risque. Cela s'est traduit par une baisse des primes de risque pour les emprunts obligataires (graphique IV.2, cadre du milieu) et par la révision en hausse de la notation d'un certain nombre d'ÉcÉm en 2009–2010, notamment du Brésil, de la Corée, de l'Indonésie, du Pérou, des Philippines et de la Turquie. Ces conditions de financement plus favorables ont suscité un regain d'intérêt des investisseurs internationaux pour diverses catégories d'actifs. Les émissions obligataires des ÉcÉm sur les marchés internationaux et locaux ont vigoureusement redémarré, tandis que les primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) sur les signatures des ÉcÉm se sont considérablement réduites par rapport aux sommets de fin 2008. En effet, les obligations des sociétés des ÉcÉm relèvent, de plus en plus, de la catégorie investissement (graphique IV.2, cadre du milieu). Jusqu'à présent, cependant, la demande des investisseurs a surtout profité aux emprunteurs de meilleure qualité, notamment ceux des économies d'Asie et d'Amérique latine où les finances publiques et les bilans des sociétés sont restés sains.

De plus, le bas niveau des taux directeurs (graphique IV.2, cadre de droite) et la forte expansion des bilans des banques centrales dans les grandes économies avancées favorisent une reprise significative des investissements de portefeuille et des flux bancaires. Les investisseurs internationaux, qui détiennent encore d'importants avoirs très liquides, tels que parts de fonds de placement monétaires, peuvent les déployer facilement vers les actifs à plus haut rendement et moins liquides des ÉcÉm en fonction des conditions. En outre, les banques internationales, s'adaptant au nouvel environnement bancaire de l'après-crise, renforcent leur bilan et leurs sources de financements intérieurs (chapitre VI).

L'intégration financière internationale présente de grands avantages : les entrées de capitaux stimulent le développement du secteur financier et constituent souvent un moteur essentiel de la croissance économique à moyen terme. Certaines formes d'entrées de capitaux peuvent être déstabilisantes, cependant. Particulièrement préoccupants sont les investissements de portefeuille – surtout en titres de dette – et les prêts bancaires transfrontières, gérants de fonds et investisseurs à effet de levier jouant à cet égard un rôle majeur. Ces préoccupations mettent en évidence l'importance d'un suivi non seulement des types de flux mais aussi des investisseurs finals.

#### *Stratégies envisageables*

Les perspectives d'importants afflux de capitaux posent plusieurs problèmes immédiats aux ÉcÉm quant à la politique à mener. Une souplesse accrue du change présente de nombreux avantages. Elle peut dissuader le secteur privé d'accumuler des expositions imprudentes en devises. Elle peut aussi être particulièrement utile pour décourager les entrées de capitaux à court terme associées à des stratégies de portage. Mais, avec une plus grande souplesse, le cours de change peut monter temporairement à des niveaux intenable, avant de se replier. Une telle dynamique est cependant plus préoccupante pour des économies dont les marchés des capitaux ou des changes sont étroits, et ont tendance à surréagir, au risque de submerger le système financier. Par ailleurs, les industries exportatrices ont joué un rôle moteur pour la croissance des ÉcÉm ces dix dernières années ; beaucoup d'observateurs craignent qu'une appréciation de la monnaie soit préjudiciable à la compétitivité de ces industries et impose par là même des ajustements structurels potentiellement coûteux. Cela étant, l'appréciation du change permet généralement de réorienter la demande vers des sources intérieures.

L'appréciation du change, qui favorise l'ajustement, n'est pas sans risque

Une des solutions pour contrer le risque d'appréciation lié aux entrées de capitaux a été de maintenir les taux directeurs à un bas niveau, même en présence d'une accentuation des tensions inflationnistes. Les taux directeurs bas sont de nature à limiter les tensions sur le change tout en favorisant l'investissement et en stimulant plus généralement la demande intérieure. Mais la persistance de taux d'intérêt trop bas accentue les risques de surchauffe, d'inflation, d'expansion excessive du crédit et d'envolée des prix des actifs.

La faiblesse des taux directeurs comporte aussi des risques

Une autre solution pour gérer les tensions sur la monnaie dans un contexte d'afflux de capitaux consiste à intervenir sur les changes tout en relevant le

taux directeur pour contrer leur incidence sur l'inflation, l'expansion du crédit et les prix des actifs. Toutefois, procéder uniquement à des interventions est source de distorsions : l'accumulation de réserves qui en découle entraîne un gonflement des bilans des banques et une accentuation des tensions inflationnistes. De même, relever les taux directeurs pour restreindre la demande intérieure en n'autorisant qu'une appréciation limitée ou graduelle peut, en fin de compte, favoriser les opérations de portage et un plus grand afflux de capitaux, ce qui ne peut qu'accroître les tensions sur le change. De plus, des interventions massives rendent plus difficile le dosage de la politique monétaire et peuvent accroître les risques pour la stabilité financière.

D'autres stratégies pourraient s'avérer nécessaires

Dans ces circonstances, les autorités se sont tournées vers des stratégies sans lien avec les taux d'intérêt, tant pour limiter l'ampleur des flux de capitaux que pour rendre l'économie et le système financier moins sensibles à la volatilité de ces flux. Le chapitre décrit maintenant les risques et avantages d'interventions prolongées sur les changes, puis il examine les contrôles des capitaux et les mesures prudentielles destinés à faire face aux risques financiers liés à une augmentation massive des entrées de capitaux.

## Interventions de change : une cause du problème ou un élément de la solution ?

Les interventions constituent un outil habituel des ÉcÉm

Les variations d'encours des réserves de change avant, pendant et après la crise montrent que les interventions constituent un outil majeur pour les banques centrales des ÉcÉm. Cependant, pratiquées à grande échelle et durablement, elles peuvent comporter à la fois des coûts et des risques.

Avant la crise, les autorités des ÉcÉm ont accumulé d'importantes réserves de change (graphique IV.3, cadre de gauche). Dans certaines de ces économies (comme la Corée), constituer un volant de réserves considéré adéquat par les marchés est un objectif stratégique en soi. Les agences de notation ont également exercé une influence, puisqu'elles font de la taille des réserves un des critères de la solvabilité d'un pays. Dans d'autres économies, toutefois, surtout dans celles ayant un fort excédent courant, l'accumulation de réserves est une des conséquences de la politique de change.

Pendant la crise, les réserves de change se sont révélées utiles...

Pendant la crise, ces grandes quantités de réserves se sont révélées utiles. Dans un premier temps, elles ont contribué à rassurer les investisseurs étrangers quant à la capacité des pays à se protéger contre les chocs externes. Par la suite, après mi-2008, les banques centrales les ont utilisées non seulement pour soutenir leur cours de change face à d'importantes sorties de portefeuille (en Corée et au Mexique, par exemple), mais aussi pour répondre à la pénurie de liquidité en dollars dans les établissements financiers locaux (au Brésil et en Corée, notamment ; graphique IV.3, cadre du milieu). Cette offre de financements en devises aux banques domestiques a conforté l'opinion d'avant la crise selon laquelle il est souhaitable de disposer d'importantes réserves. En fin de compte, il a quand même fallu y ajouter des lignes de swap accordées, notamment, par la Réserve fédérale américaine. La pénurie de financements à court terme en dollars a également encouragé la recherche d'un cadre de coopération internationale renforcé.

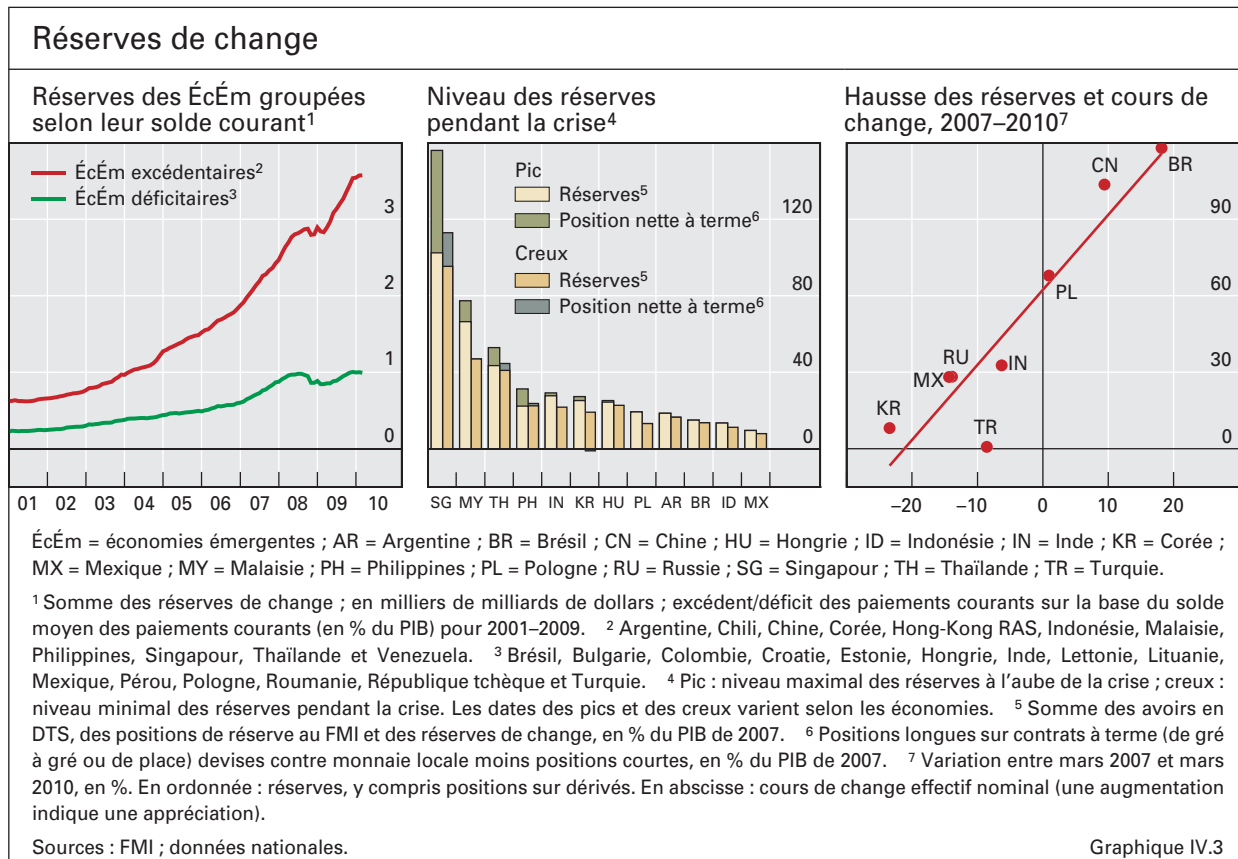
Une autre méthode d'intervention pendant la crise a consisté à recourir aux swaps cambistes et aux contrats à terme sur devises. Ainsi, en Malaisie, aux Philippines et à Singapour, les autorités ont utilisé les positions à terme comme première ligne de défense pour protéger leurs réserves de change et limiter les effets sur la liquidité interne (graphique IV.3, cadre du milieu). De la sorte, elles ont pu fournir de la liquidité en devises au secteur privé, et surtout aux banques. Depuis le milieu des années 1990, les ÉcÉm ont de plus en plus employé les dérivés pour gérer leurs réserves. Le Mexique, par exemple, a recouru aux options après la crise de 1994 pour faciliter l'ajustement de change qui a suivi. Ces dernières années, les contrats à terme et les swaps sont devenus les principaux types de dérivés utilisés par les banques centrales.

...de même que les positions sur dérivés

Durant la récente reprise, de nombreuses banques centrales des ÉcÉm ont recommencé à lutter contre l'appréciation de leur monnaie et à accumuler des réserves à grande échelle. Certaines (comme la banque centrale de Chine) n'avaient d'ailleurs jamais cessé de le faire, tandis que d'autres, qui avaient le plus puisé dans leur stock, l'ont reconstitué. Ainsi, les réserves de la Corée avaient diminué de \$64 milliards pendant la crise, mais elles sont revenues à leur niveau initial. Ces exemples confirment le lien positif qui existe plus généralement entre accumulation de réserves et tension sur le change dans les ÉcÉm (graphique IV.3, cadre de droite).

Interventions et accumulation de réserves ont recommencé

Des interventions massives et prolongées ont des conséquences non négligeables sur l'économie et le système financier internes. Tout d'abord,

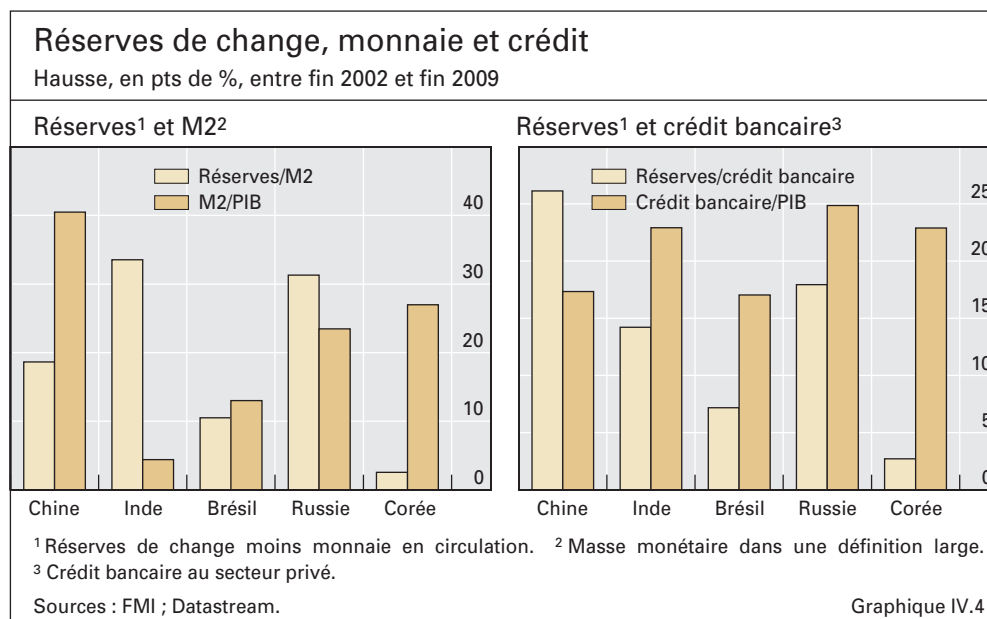


Les interventions peuvent provoquer un relâchement monétaire et financier

Une stérilisation prolongée des interventions peut être coûteuse et entraîne des risques pour la stabilité financière

l'accumulation de réserves, lorsqu'elle provoque une détente des conditions monétaires et une expansion rapide du crédit, peut renforcer les tensions inflationnistes ou créer des risques pour le système financier<sup>1</sup>. Ces dernières années, les réserves de change sont montées à des niveaux désormais élevés par rapport à la taille des systèmes financiers concernés (graphique IV.4).

Ensuite, même si des mesures de stérilisation annulent les effets inflationnistes indésirables d'une accumulation de réserves, interventions et stérilisation sont presque toujours coûteuses. Par nature, la stérilisation conduit la banque centrale à échanger des actifs locaux, à rendement élevé, contre des réserves faiblement rémunérées<sup>2</sup>. Une telle stérilisation entraîne aussi une expansion du bilan du système bancaire et accroît la fragilité du système financier de deux façons au moins<sup>3</sup>. Premièrement, lorsque les autorités échangent des actifs en devises détenus par le secteur privé contre des actifs en monnaie nationale émis par le secteur public, il se produit en réalité un transfert du risque de change inhérent aux flux de capitaux du secteur privé vers le secteur public. Deuxièmement, si l'échéance des bons émis par la banque centrale venait à être notablement allongée, comme cela a été le cas au début de la décennie, les banques du secteur privé (qui, dans les ÉcÉm, détiennent normalement les titres de stérilisation) se retrouveraient de plus en plus exposées au risque de taux.



<sup>1</sup> Voir, par exemple, J. Amato, A. Filardo, G. Galati, G. von Peter et F. Zhu, *Research on exchange rates and monetary policy: an overview*, BIS Working Papers, n° 178, juin 2005.

<sup>2</sup> Selon la nature des relations statutaires entre banque centrale et gouvernement, ces coûts peuvent être suffisamment élevés pour qu'on s'interroge sur l'indépendance budgétaire de la banque centrale. Pour une estimation du coût de ces opérations en Corée et en Inde, au début des années 2000, voir H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park et A. Persaud, *Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future*, Geneva Reports on the World Economy, n° 7, septembre 2005.

<sup>3</sup> M. S. Mohanty et P. Turner, « Accumulation des réserves de change dans les ÉcÉm : conséquences au plan intérieur », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2006.



Les conséquences indésirables d'une stérilisation totale d'interventions massives ont conduit à recourir à des instruments qui ne font pas appel au marché, comme les réserves obligatoires. Ainsi, certaines banques centrales (comme celles d'Argentine, de Chine, de Corée, de Croatie, d'Inde, de Pologne et de Roumanie) ont activement utilisé cet outil pour stériliser de façon efficace la liquidité injectée dans le système bancaire. Cette solution est, pour la banque centrale, moins coûteuse que l'émission de bons à court terme, car les réserves sont normalement rémunérées à un taux inférieur à celui du marché. Mais, en pratique, elle présente des inconvénients. Un niveau élevé de réserves obligatoires, surtout dans les économies disposant d'un système financier assez développé, tend à transférer l'intermédiation du système bancaire réglementé vers des entités moins réglementées. En outre, si un relèvement du coefficient de réserves obligatoires peut servir à limiter l'expansion du crédit en phase d'essor économique associée à des entrées de capitaux, en revanche, sa réduction risque d'être moins efficace, pour stimuler l'expansion du crédit, que l'abaissement des taux d'intérêt sur les bons de la banque centrale. De plus, des variations fréquentes des coefficients de réserves peuvent compliquer inutilement la gestion de la liquidité des banques, difficulté qui n'existe pas avec des instruments reposant sur les taux d'intérêt.

En résumé, des interventions de change massives et prolongées créent des vulnérabilités notables dans le système financier et compliquent les choix stratégiques des autorités. Ces inconvénients, inhérents à ce type d'opérations, expliquent en partie le regain d'intérêt pour les instruments à caractère réglementaire, comme les contrôles sur les mouvements de capitaux et les mesures prudentielles.

### Contrôles des capitaux et mesures prudentielles : quel rôle peuvent-ils jouer ?

Les questions que soulève une gestion active des flux de capitaux font l'objet d'une grande attention<sup>4</sup>. Diverses formes de contrôle ont été utilisées dans le passé, mais elles se sont révélées incapables de contrer un afflux massif de capitaux. Certaines mesures ont néanmoins aidé pendant quelque temps à maintenir les taux d'intérêt internes au-dessus des niveaux internationaux. Les dispositifs prudentiels sont, quant à eux, susceptibles d'améliorer la capacité du système financier intérieur à absorber les flux financiers transfrontières et à résister à la volatilité du change.

La réduction généralisée des obstacles juridiques aux mouvements transfrontières de capitaux, ces vingt-cinq dernières années, a favorisé l'accélération de la globalisation financière. La plus grande intégration financière comporte de nombreux avantages, mais aussi des risques qu'il convient de gérer. L'attitude des États vis-à-vis des contrôles varie selon

Gestion des flux  
de capitaux

<sup>4</sup> Comité sur le système financier mondial, *Capital flows and emerging market economies*, CGFS Papers, n° 33, janvier 2009.



les régions : les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) démantèlent progressivement les leurs depuis le début des années 1990, dans le cadre de leur intégration à l'Union européenne ; les économies d'Asie du Sud-Est en renforcent certains ; celles d'Amérique latine se situent entre ces deux extrêmes, avec une légère réduction des contrôles explicites.

Certains des avantages attendus des contrôles de capitaux...

L'intérêt pour les contrôles sur les mouvements de capitaux tient à plusieurs raisons. Premièrement, ces contrôles accroissent l'efficacité de la politique monétaire nationale en instituant un cloisonnement entre marchés financiers local et étrangers. Deuxièmement, s'ils parviennent à réduire le volume des entrées de capitaux, ils tempèrent les tensions à l'appréciation de la monnaie (mais au prix d'une distorsion de l'allocation internationale des fonds).

...ne se sont pas concrétisés

Des études empiriques suggèrent toutefois que ces contrôles ont des limites. Ils ne semblent pas avoir d'effet durable sur le volume des flux. Ils peuvent, en revanche, en modifier la composition (par exemple, au détriment du court terme) d'une façon qui atténue la volatilité du change. En outre, il existe peu de raisons de croire que les contrôles des capitaux rendent l'économie moins sujette aux crises ou qu'ils en réduisent le coût réel<sup>5</sup>. Enfin, les contrôles des capitaux créent des distorsions microéconomiques.

Les économies dont le système financier est encore en phase de développement reconnaissent aujourd'hui que l'assouplissement des contrôles sur les flux internationaux de capitaux doit être planifié avec soin. Toutefois, à mesure que ces économies deviennent matures et que leurs marchés financiers se développent, l'efficacité et la raison d'être des contrôles ont tendance à s'estomper. Une méthode plus prometteuse et plus viable pour remédier à la volatilité des entrées de capitaux consisterait à renforcer la capacité de résistance du système financier et de l'économie à leur égard. Les outils prudentiels, par ailleurs préconisés pour limiter les risques financiers systémiques (chapitre VII), pourraient jouer un rôle utile dans ce domaine.

Les outils macroprudentiels...

Si les ÉcÉm emploient depuis longtemps les outils prudentiels pour accroître leur résistance financière, ils ont, plus récemment, adapté nombre d'entre eux pour gérer les afflux de capitaux. Ainsi, à Hong-Kong RAS, où de fortes entrées de capitaux avaient fait monter les prix de l'immobilier, les autorités, en octobre 2009, ont abaissé le ratio maximum prêt/valeur pour certains types d'hypothèques, afin de réduire les risques associés à ce renchérissement. Des mesures semblables ont été appliquées en Corée. Un plafonnement du ratio dette/revenu a également été mis en place (en Corée, par exemple) pour contenir une vive expansion du crédit. Plusieurs banques centrales des PECO (notamment celles de Bulgarie, Croatie, Estonie et Pologne) ont pris des décisions similaires face au boum du crédit avant la crise, afin d'atténuer les asymétries de positions en devises et de modérer la création excessive de crédit due aux entrées de capitaux.

<sup>5</sup> R. Glick, X. Guo et M. Hutchison, « Currency crises, capital-account liberalization, and selection bias », *Review of Economics and Statistics*, vol. 88, n° 4, novembre 2006, pp. 698-714 ; R. Cardarelli, S. Elekdag et M. Kose, *Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses*, IMF Working Papers, n° WP/09/40, mars 2009.

Les ÉcÉm ont également arrêté d'autres mesures pour assurer la résilience de leur système financier : consolidation du cadre réglementaire régissant les asymétries d'échéances dans les bilans des établissements financiers ; soutien au développement de marchés obligataires en monnaie nationale et d'instruments de couverture des positions en devises ; limitation des emprunts à court terme en devises ; promotion des capacités et des pratiques de gestion des risques dans le secteur privé ; renforcement de la surveillance des expositions en devises.

...peuvent renforcer le système financier

## Monnaie internationale : l'avenir du dollar

Si, dans l'immédiat, les entrées de capitaux sont l'une des principales préoccupations pour les autorités des ÉcÉm, celles-ci ne négligent pas pour autant les réformes du système monétaire international pouvant revêtir une grande importance à plus long terme. Elles s'interrogent, notamment, sur le rôle du dollar comme principale monnaie internationale. Le dollar – en particulier dans son rôle de monnaie de libellé de la plupart des contrats dérivés – a été rendu en partie responsable de la contagion tant au plan financier que macroéconomique lors de la dernière crise. Il convient toutefois de noter que, si la crise s'est propagée des États-Unis vers les économies avancées d'Europe, ce n'est pas du fait du dollar, mais surtout parce que les banques de ces économies étaient fortement exposées aux actifs toxiques américains et qu'elles étaient tributaires de financements de gros à court terme en dollars. Et la crise a gagné l'Asie, l'Amérique latine et l'Europe émergente par le biais de liens commerciaux. Dans les ÉcÉm, quelques systèmes bancaires ont, effectivement, souffert d'une pénurie de financements à court terme en dollars, ce qui a aggravé la crise, mais, dans certains cas, la Réserve fédérale y a remédié au moyen de lignes de swap bilatérales.

Appels à une réforme du système monétaire international

Le dollar est la principale monnaie internationale

La principale préoccupation des autorités monétaires en période de crise est d'assurer la disponibilité de ressources suffisantes en monnaie internationale, quelle qu'elle soit. Actuellement, il s'agit du dollar et, dans une bien moindre mesure, de l'euro et du franc suisse (encadré). L'émergence d'une ou plusieurs autres monnaies – réelles ou virtuelles – dominantes ne changerait rien à la nature du problème.

L'accès à une monnaie internationale est nécessaire en temps de crise

Pour les ÉcÉm, cette question est cruciale. La capacité d'une banque centrale à fournir de la liquidité en devises est limitée, étant donné que les avoirs en devises sont eux-mêmes en quantité limitée. En outre, on ne peut pas attendre une fourniture inconditionnelle de liquidité de la part du pays émetteur. Le recours à une monnaie internationale comme le DTS, panier de monnaies nationales, ne saurait résoudre le problème de fond, et risquerait même de le compliquer encore : les autorités des pays dont les monnaies constituent le panier auraient tendance à ne pas faire de différence entre émission inconditionnelle de l'unité composite et émission inconditionnelle de leur monnaie.

Mais l'émetteur d'une monnaie internationale risque de ne pas fournir suffisamment de liquidité

La recherche d'un filet de sécurité financier à l'échelle mondiale se poursuit, par conséquent, et plusieurs propositions sont à l'étude. En l'absence d'accords à grande échelle sur des lignes de swap avec les principales

Les ÉcÉm sont à la recherche d'autres solutions

banques centrales pour la défense des cours de change, cet aspect revêt une importance particulière. On pourrait, par exemple, modifier la ligne de crédit modulable mise en place par le FMI pour rendre ses critères d'éligibilité plus prévisibles et pour allonger sa durée. On pourrait aussi créer un mécanisme d'assurance de liquidité en devises reposant sur le versement de primes et l'ouverture de lignes de crédit prédéterminées auprès des principales banques centrales. Sont également possibles des solutions régionales à l'image de la multilatéralisation de l'initiative Chiang Mai et des swaps bilatéraux de monnaies autres que celles de réserve en cas de besoin. Si tous ces dispositifs méritent d'être approfondis, il reste deux questions importantes à résoudre : celle du risque subjectif (ou aléa moral) que de tels dispositifs peuvent engendrer ; et celle de savoir s'il est réaliste d'envisager un filet de sécurité financier mondial assez vaste pour parer à une crise majeure dont de nombreuses facettes nous échappent encore.

## Synthèse

La situation économique des ÉcÉm s'est nettement améliorée, sans pour autant résoudre le dilemme des choix stratégiques. Avec le retour de la croissance et des capitaux, les autorités de ces économies sont confrontées aux mêmes difficultés qu'avant la crise : inflation, expansion rapide du crédit, appréciation de la monnaie et envolée des prix des actifs. Si les entrées de capitaux s'intensifient, les déséquilibres macroéconomiques pourraient s'accroître. Contrer ces entrées de fonds en recourant à nouveau à des interventions de change massives n'est pas sans risque pour le système financier. Alternativement, des mesures macroprudentielles peuvent contribuer à limiter les expositions en devises ou les asymétries d'échéances nées de ces afflux et atténuer les conséquences néfastes de l'expansion du crédit. Elles ne sauraient cependant se substituer aux actions propres à promouvoir un processus ordonné et durable d'ajustements internes et externes : resserrement de la politique monétaire et accroissement de la flexibilité du change. Parallèlement, des efforts sont encore nécessaires pour améliorer la résilience du système monétaire international.

## Rôle international du dollar : les leçons de la crise

Fin 2008, les turbulences sur les marchés monétaires mondiaux ont ébranlé la quasi hégémonie du dollar dans les opérations à terme sur deux monnaies périphériques de la zone euro : le forint hongrois et le zloty polonais. Ce test grandeur nature de la résilience du dollar, qui s'est soldé par un rapide retour à la situation antérieure, suggère que la prédominance du dollar comme moyen d'échange international est plus forte qu'on ne l'estime généralement.

### Contexte

Pendant la crise financière mondiale, les tensions sur les marchés des financements en dollars se sont brutalement propagées aux autres marchés monétaires, ce qui s'explique en partie par la prééminence de la monnaie américaine dans les swaps cambistes (échanges temporaires de fonds en dollars contre des fonds libellés dans une autre monnaie). En avril 2007, la paire dollar/euro était la plus échangée et représentait 28 % des swaps. Pour les autres monnaies, les échanges contre dollar représentaient 64 % de l'ensemble des transactions et les échanges contre euro seulement 6 %. Ce ratio de 10 pour 1 était observable même en Europe centrale où les opérations au comptant en monnaie locale se font par contre essentiellement contre l'euro. En bref, le dollar était de loin la monnaie dominante comme moyen d'échange sur le marché des swaps.

Le dollar n'a pas un rôle aussi prééminent dans les autres utilisations internationales. Sur l'obligataire, sa fonction de réserve de valeur est plus proche en importance de celle de l'euro : 45 % et 32 % respectivement fin 2008, selon des données de la BRI et de la BCE. Cette situation contrastée est en partie due à l'inertie du moyen d'échange, la liquidité étant concentrée sur certaines paires de monnaies. Ainsi, ce n'est que bien après que les monnaies des pays d'Europe centrale sont devenues comparativement plus stables contre l'euro qu'elles ont commencé à s'échanger essentiellement contre celui-ci sur le marché au comptant.

Au delà de cette explication fondée sur l'inertie, des externalités au système influencent le choix d'un moyen d'échange. En particulier, si le dollar s'échange plus facilement contre d'autres devises, alors il est préférable d'échanger la monnaie locale contre des dollars. Dans ce cas, la prééminence des swaps en dollars peut se rétablir même après une forte perturbation incitant les marchés à lui préférer, pendant un temps, l'euro.

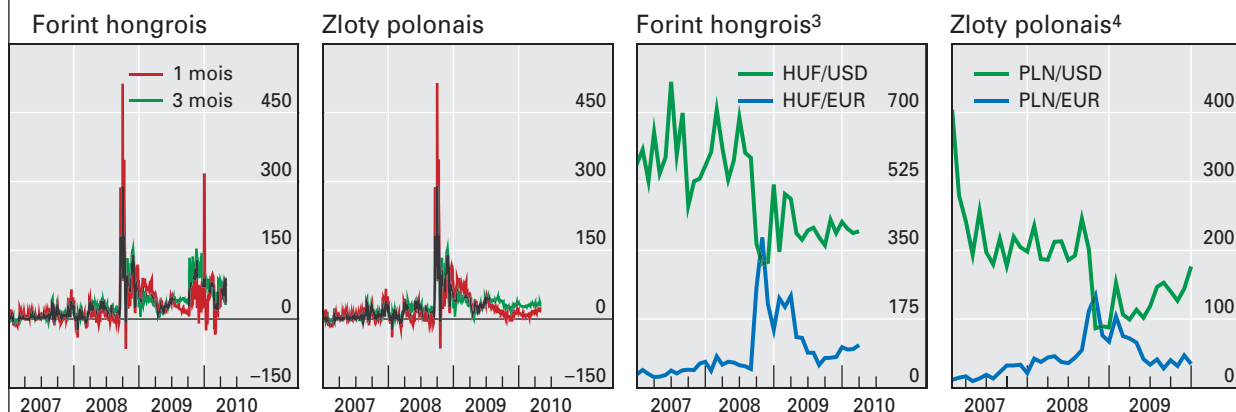
### Test grandeur nature

En avril 2007, seules quelques monnaies, parmi lesquelles le forint hongrois et le zloty polonais, bénéficiaient d'un marché des swaps bien développé contre le dollar et l'euro. Fort heureusement, les banques centrales

## Tarification et négoce des swaps : forint et zloty contre dollar et euro

Tarification des swaps<sup>1</sup>

Négoce des swaps<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Écart, pour la monnaie et l'échéance indiquées, entre, d'une part, la prime du taux du dollar implicite dans les swaps cambistes par rapport au Libor dollar et, d'autre part, la prime du taux de l'euro implicite dans les swaps cambistes par rapport au Libor euro ; en pb.

<sup>2</sup> Volume des swaps cambistes contre dollar et euro. <sup>3</sup> Volume journalier moyen des swaps, communiqué par les établissements de crédit résidents, sur le marché hongrois des changes ; en milliards de forints. <sup>4</sup> Volume mensuel total des opérations sur le marché polonais des changes ; en milliards de zlotys.

Sources : Banque centrale de Hongrie ; Banque nationale de Pologne ; Reuters.

Graphique IV.A

de Hongrie et de Pologne collectent des données mensuelles, qui permettent de mieux appréhender la dynamique des marchés après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Avant la crise, la monnaie de prédilection des swaps sur les deux marchés était toujours le dollar. À mesure que la pénurie de dollars est devenue plus alarmante en septembre et octobre 2008, les taux d'intérêt en dollars implicites dans la tarification des swaps en dollars ont dépassé leurs équivalents en euros. Les cambistes hongrois et polonais ont alors décidé de ne plus échanger leur monnaie nationale contre des dollars, mais majoritairement contre des euros. Lorsque des swaps massifs de la Réserve fédérale ont permis d'approvisionner en dollars les banques européennes, la prime sur la monnaie américaine a diminué et, un an plus tard, les cambistes échangeaient à nouveau massivement les monnaies locales contre le dollar (graphique IV.A).

La structure du marché du franc suisse permettrait d'expliquer le retour vers le dollar des marchés hongrois et polonais des swaps. Une grande partie des prêts accordés en Hongrie et en Pologne étant libellés en francs suisses, les banques des deux pays doivent convertir les liquidités libellées en monnaie locale non pas en euros ou en dollars, mais en francs suisses. En avril 2007, sur le marché au comptant, la valeur des opérations franc suisse/euro approchait celle des transactions franc suisse/dollar (\$33 milliards contre \$49 milliards) ; mais sur le marché des swaps, elle était bien inférieure (\$15 milliards contre \$81 milliards). Si, en temps normal, le franc suisse s'échange plus facilement contre le dollar que contre l'euro, on conçoit sans peine qu'au sortir de la crise, les cambistes hongrois et polonais recommencent à échanger la monnaie locale contre le dollar.

Dans le débat sur l'avenir du dollar comme réserve de valeur, son retour sur le marché des swaps en Hongrie et en Pologne illustre sa résilience comme moyen d'échange, une résilience qui est le reflet de forces dépassant la simple inertie, ancrées dans les liens complexes qui existent entre les banques internationales, les prêts transfrontières et les opérations de liquidité en devises. Toute proposition de modification du système monétaire international devrait s'inspirer de ce test grandeur nature des pratiques de marché.