

Marchés à terme sur devises en Asie : enseignements tirés de l'expérience australienne¹

Les contrôles sur les mouvements de capitaux ont entraîné l'apparition de nombreux marchés extraterritoriaux de contrats à terme non livrables (non-deliverable forwards – NDF) pour les monnaies d'Asie. L'expérience de l'Australie dans les années 70 et au début de la décennie suivante montre qu'un marché NDF peut favoriser une transition harmonieuse vers une convertibilité totale de la monnaie.

JEL : F310, G150, G180, N250.

Ces dernières années, les marchés des contrats à terme non livrables (NDF) n'ont cessé de gagner en importance pour certaines monnaies dans la région Asie-Pacifique. La particularité de ces contrats réside dans le fait qu'en général ils sont réglés dans une devise, sans livraison de monnaie locale. Ces marchés se sont développés pour les monnaies à convertibilité limitée, et l'essentiel des transactions s'effectue dans des centres extraterritoriaux. Ces instruments ont permis de couvrir en partie les risques de change, même en présence de restrictions sur la monnaie.

Les autorités de certains pays d'Asie envisagent de libéraliser leur marché des changes. Cette orientation soulève une question importante : comment faciliter la transition d'un marché NDF extraterritorial vers un marché intérieur standardisé avec contrats à terme livrables ?

En Australie, les marchés NDF ont fait leur apparition au début des années 70 dans un contexte de restrictions de change. Les autorités ont aboli ces restrictions en 1983, lorsqu'elles ont laissé flotter le dollar. Nous analysons ici les leçons fournies par l'expérience australienne, avec le passage des NDF aux contrats livrables après la mise en flottement de la monnaie, en tenant compte des caractéristiques actuelles des marchés NDF d'Asie.

Dans la section suivante, nous revenons sur le contrôle des changes mis en place en Australie dans les années 70 et sur le développement de son marché NDF ou marché de « couverture ». Nous examinons ensuite les

¹ Les auteurs tiennent à remercier Mirza Baig, Claudio Borio, Michael Davies, Dan Fabbro, Robert McCauley, Frank Packer, Claudio Piron, Lee Chuan Teck et, tout particulièrement, Eli Remolona et Mike Sinclair pour leurs précieux commentaires et analyses. Les points de vue exprimés ici sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion de la BRI ou de la Banque de Réserve d'Australie.

marchés NDF asiatiques, en les comparant aux instruments australiens correspondants. Puis nous expliquons comment l'Australie est passée des NDF aux contrats à terme livrables et en tirons des enseignements pour les marchés d'Asie. La dernière partie présente nos conclusions.

L'expérience australienne

Avant de laisser flotter sa monnaie en décembre 1983, l'Australie était passée par une succession de régimes de change fixe ou administré², qui reposaient sur un système de contrôle total des changes. Toutes les transactions en devises étaient soumises à l'approbation préalable de la Banque de Réserve d'Australie (BRA). En règle générale, certains types d'opérations étaient approuvées sans problème, comme celles, par exemple, qui se rapportaient aux échanges commerciaux et aux entrées de capitaux privés. Cependant, pour dissuader la spéculation, la disponibilité des fonds était assujettie à des restrictions. Ainsi, entre 1972 et 1974, les résidents n'étaient pas autorisés à contracter des emprunts à l'étranger (sauf pour financer des échanges) remboursables à moins de deux ans. De plus, des conditions sévères limitaient les investissements des résidents à l'étranger ainsi que l'octroi de prêts aux non-résidents.

Dans les années 50 et 60, la couverture du risque de change n'était guère pratiquée en Australie. Les taux d'intérêt et le cours de change étaient généralement stables, avec un dollar australien arrimé à la livre sterling. Les contrats à terme ne se négociaient que dans le cadre d'échanges commerciaux et le paiement futur était assorti d'une échéance maximale de six mois. Ils ne pouvaient être utilisés pour les opérations en capital, qui se trouvaient donc exposées aux fluctuations de change. En vertu de ces dispositions en place depuis 1939, c'est la BRA qui couvrait le risque inhérent aux opérations à terme réalisées par les banques avec leur clientèle éligible, ce qui revenait à transférer le risque du secteur privé à la banque centrale. Chaque mois, les banques commerciales devaient acheter (vendre) à la BRA la contre-valeur en livres sterling de leurs paiements (encaissements) excédentaires en devises, à un coût correspondant à un pourcentage fixe du montant notionnel³. Elles étaient également tenues d'imputer ces frais aux clients et d'en remettre le montant à la BRA en contrepartie du risque de change endossé ; les banques étaient donc *de facto* des mandataires de la banque centrale⁴.

L'Australie était dotée d'un régime de change fixe ou administré jusqu'en 1983

Peu d'opérations de couverture avant les années 70

² Voir Debelle et Plumb (2006) pour une analyse plus détaillée.

³ Ces frais correspondaient en général à 25 cents pour £100, proportion ramenée à 10 cents de novembre 1967 à septembre 1971.

⁴ À partir de 1948, les contrats à terme libellés en dollars EU et en dollars canadiens étaient sans frais. Les banques négociaient pour leur compte des contrats à terme dans ces monnaies avec les clients, sur la base des cours du marché des changes de Londres. Elles devaient, chaque jour, couvrir les risques à terme (au-delà d'une faible limite) dans ces monnaies auprès de la banque centrale, entre elles ou sur des places étrangères.

Évolution du marché de couverture

La volatilité des taux d'intérêt et le flottement des grandes monnaies ont fait naître une demande de couverture

Au début des années 70, l'augmentation de la volatilité des taux d'intérêt et le flottement de plusieurs grandes monnaies ont conféré de plus en plus d'importance à la gestion du risque de change. Comme les possibilités offertes par le marché australien des contrats livrables étaient très limitées, les intervenants ont créé un marché de contrats à terme non livrables pour se prémunir contre le risque de change inhérent aux opérations ne pouvant bénéficier d'aucune autre couverture, d'où son appellation.

La modification du contrôle des capitaux a favorisé la création d'un marché de couverture...

La modification progressive du contrôle des changes, surtout pour les opérations à terme, durant la première moitié des années 70 a favorisé le développement de ce marché de couverture. Ainsi, fin 1971, les banques furent habilitées à négocier toutes les opérations de change (au comptant et à terme) avec la clientèle pour leur propre compte, et non comme mandataires de la BRA. Les établissements australiens purent alors réaliser des transactions entre eux ainsi qu'avec des banques extraterritoriales pour couvrir leurs positions en fin de journée, même si la BRA continuait de mettre à leur disposition des facilités pour compenser les positions au comptant et à terme. Par ailleurs, des restrictions furent imposées sur le déroulement des opérations en devises, avec notamment une obligation d'exécuter le contrat à terme dans les sept jours suivant la prise du risque de change. Cette « règle des sept jours » fut mise en œuvre en mai 1974, après plusieurs épisodes coûteux où la BRA fut submergée de demandes de couverture par des importateurs juste avant une dévaluation du dollar australien.

Le fonctionnement des marchés NDF est expliqué dans l'encadré 1. En Australie, le règlement des contrats s'effectuait en dollars australiens, sans échange de devises, de sorte que la couverture du risque de change ne contrevenait pas au contrôle des changes⁵. Le premier contrat de couverture du risque de change officialisé en Australie remonte à 1973 et n'a été que peu modifié jusqu'à la disparition du marché de couverture (Carew, 1985, p. 164).

...développé dans le pays, par le secteur privé, et qui a été accepté par les autorités

Il convient de noter que le marché de couverture australien a été ouvert localement par des banques et autres institutions financières du secteur privé, alors que la plupart des marchés NDF sont extraterritoriaux. Les autorités, qui ont suivi dès le départ son évolution, ont préféré l'accepter plutôt que de s'y opposer. L'un des arguments en sa faveur était que les transactions s'y déroulant n'influeraient pas sur le cours de change au comptant, les deux marchés n'étant pas liés directement. Cependant, si un marché changeait de direction, l'autre pouvait s'en ressentir. Par exemple, si les opérateurs du marché NDF anticipaient une réévaluation et provoquaient ainsi une appréciation du cours à terme, il y avait de fortes chances pour que les exportateurs et emprunteurs couvrent leurs paiements par anticipation sur le marché au comptant, exerçant ainsi des tensions à la hausse sur le change.

⁵ En règle générale, les contrats de plus de 12 mois n'étaient pas disponibles. Les écarts cours acheteur-vendeur des contrats à court terme étaient comparables à ceux affichés sur Reuters pour les marchés à terme européens.

Encadré 1 : Contrats à terme non livrables (NDF)

Un contrat de change à terme consiste en la livraison d'une devise contre une autre à une date future (la date de règlement) à un cours de change fixé à la date du contrat (date de transaction). Un contrat NDF porte sur une monnaie qui n'est pas livrable en raison de contrôles sur les mouvements de capitaux ; à l'échéance, la partie pour laquelle l'évolution du change a été favorable doit régler à l'autre la **différence** entre le cours du contrat et le cours au comptant (généralement cours de la devise non livrable sur son marché domestique). La somme à régler est proportionnelle au montant notionnel du contrat.

Sur un marché NDF **domestique**, les contrôles des changes exigent normalement le règlement en monnaie locale. À l'inverse, sur un marché NDF **extraterritorial**, les restrictions sur la convertibilité empêchent le règlement dans la monnaie du NDF : le règlement doit donc avoir lieu dans une autre devise ; c'est habituellement le dollar EU.

Prenons l'exemple d'un marché NDF extraterritorial du dollar australien (\$AUS). A doit payer \$AUS 1 000 dans un an ; pour se protéger contre une appréciation du dollar australien, A conclut un NDF par lequel il « achète » à B \$AUS 1 000 au cours de \$EU 0,7 à 1 an, soit la contre-valeur de \$EU 700. Si, au moment du règlement, le cours au comptant est de \$EU 0,6, le dollar australien s'est déprécié. A verse alors \$EU 100 à B. À l'inverse, si le cours de règlement est de \$EU 0,8, A reçoit \$EU 100 de B pour compenser l'appréciation. Le calcul est basé sur la formule suivante :

montant du règlement en \$EU = (cours à terme – cours de règlement) x montant notionnel en \$AUS

Notons que A doit acquérir le montant en \$AUS qu'il est tenu de payer. Cette transaction s'effectue sur le marché au comptant et n'a aucun lien avec le NDF. Naturellement, A choisit la date de cette acquisition au comptant pour que le cours lui soit aussi favorable que possible. Le risque de différence entre cours de règlement de la couverture NDF et cours de l'opération au comptant est appelé risque de base.

Les NDF présentent plusieurs avantages. D'abord, ils permettent aux opérateurs de protéger les positions que les contrôles des changes empêchent de couvrir, surtout si les NDF sont conclus entre non-résidents, qui échappent à ces contrôles. Ensuite, l'absence de livraison (règlement de la différence de cours) réduit le risque de contrepartie par rapport au contrat à terme livrable ; elle supprime, en outre, le coût de transaction, potentiellement élevé, sur les devises concernées.

Le marché de couverture a connu une expansion notable à la fin des années 70 et au début de la décennie suivante. Fin 1979, l'encours estimé des contrats de couverture avoisinait \$AUS 3 milliards, soit moins de la moitié de l'encours des contrats à terme livrables (autour de \$AUS 7 milliards). Cependant, d'après les estimations de la BRA, la part des contrats livrables dans le total a progressivement diminué, revenant de 60 %, en décembre 1980, à quelque 20 %, fin 1983. Les banques étaient fortement présentes sur les marchés de couverture, pour environ 40 % de leurs contrats à terme.

Si le marché de couverture australien était essentiellement local – les non-résidents n'y ayant pas accès en vertu de la réglementation – des opérations interbancaires de couverture de positions en dollars australiens étaient réalisées sur des places étrangères. Cependant, les banques du pays ont continué à jouer un rôle majeur. Ces centres extraterritoriaux étaient plus petits que les marchés de couverture locaux : le volume aux États-Unis était de l'ordre de \$AUS 2 à 3 milliards par an. C'est principalement par la monnaie de règlement qu'ils se différencient. Sur le plan local, les transactions étaient réglées en dollars australiens, car la couverture à terme des transactions en

Malgré l'expansion rapide du marché de couverture à la fin des années 70...

...et la création de marchés NDF interbancaires extraterritoriaux...

devises n'était pas autorisée. En revanche, elles s'effectuaient en dollars EU sur les marchés extraterritoriaux, en raison des restrictions applicables aux emprunts en dollars australiens contractés par des étrangers.

...des insuffisances subsistaient

Malgré l'existence du marché de couverture local, les marchés à terme apparaissaient présenter des insuffisances : les investisseurs en capital ne pouvaient pas conclure directement des contrats à terme livrables, et les marchés NDF manquaient de profondeur et d'ampleur, seules les petites transactions pouvant être exécutées dans certains cas. Cette situation était attribuable à deux facteurs : les restrictions sur la participation des non-résidents au marché NDF ainsi que sur les dépôts des banques à l'étranger.

Les marchés NDF d'Asie

Les marchés NDF d'Asie s'apparentent au marché de couverture australien

Abstraction faite de la trentaine d'années qui les sépare, les marchés NDF d'Asie présentent aujourd'hui des similitudes avec le marché de couverture australien des années 70 et du début de la décennie suivante. En Asie, leur création a visé également à répondre à des besoins de couverture supplémentaires, en particulier de la part des investisseurs étrangers ayant des passifs en monnaie locale ; cette demande s'est fait sentir en période de convertibilité limitée de la monnaie ou d'illiquidité du marché national. Les marchés NDF permettent également aux investisseurs de prendre des positions sur des monnaies non convertibles. En général, les résidents qui y ont recours sont des entreprises exportatrices et importatrices désireuses de se protéger contre le risque de change inhérent à leurs opérations de commerce international assujetties aux contrôles des capitaux.

Similitude du contrôle des capitaux

Les restrictions de change et le contrôle des capitaux actuellement en vigueur sur certains marchés asiatiques ressemblent tout à fait à ceux qui avaient été imposés en Australie⁶. En effet, sur les marchés à terme d'Asie, des dispositions visent à limiter les mouvements de capitaux à court terme hors commerce et investissement direct et à dissuader les intervenants de détenir des positions courtes ou longues pouvant influencer sur le cours de change au comptant. Elles revêtent des formes diverses. Premièrement, certains pays d'Asie appliquent un processus d'agrément officiel ou un mécanisme d'agrément des investisseurs pour réglementer la participation étrangère. Deuxièmement, la plupart des pays autorisent uniquement la couverture des transactions liées aux échanges commerciaux et à l'investissement direct étranger, souvent appelées « transactions réelles »⁷. Troisièmement, les non-résidents ne sont pas autorisés à emprunter ou à s'autofinancer sur le marché local, sauf s'il s'agit clairement d'opérations de caractère commercial. Quatrièmement, certains pays, contrairement à l'Australie, imposent également des restrictions aux contreparties des intervenants étrangers sur le marché des changes local.

⁶ Voir Giacomelli *et al.* (2006) ainsi que Citigroup (2006) pour un aperçu des restrictions de change en Asie.

⁷ Avant la déréglementation amorcée en 1984, le Japon avait mis en place des restrictions analogues sur les mouvements de capitaux. Voir Osugi (1990).

Ma *et al.* (2004) ont analysé les prix sur ces marchés, afin d'évaluer l'incidence du contrôle des capitaux. À l'instar de leur homologue australien au début des années 80, les marchés asiatiques sont dotés de pratiques de place bien établies et de teneurs de marché bien organisés (encadré 2). Il faut y voir notamment le fruit de la collaboration entre intervenants et autorités des pays d'implantation de ces marchés extraterritoriaux.

Similitude des structures

Encadré 2 : Taille et structure des marchés NDF d'Asie

Les contrats NDF sur monnaies d'Asie se négocient, sous forme extraterritoriale, principalement sur la place de Singapour, puis sur celles de Hong-Kong et, dans une moindre mesure, de Londres et Tokyo. Comme ils s'échangent de gré à gré, il est difficile d'en mesurer le volume et de savoir qui y a recours. Des entretiens avec certains utilisateurs font penser que la liquidité s'est améliorée grâce à une récente progression significative du négoce (Ma *et al.* (2004) analysent la taille et la liquidité du marché en 2003–04). Il est à noter qu'un marché pour le ringgit de Malaysia s'est développé ces dernières années.

Volume d'activité et liquidité des marchés NDF d'Asie

	Liquidité	Volume journalier ¹ , en millions de dollars EU	Transaction seuil ² , en millions de dollars EU	Écart cours acheteur-vendeur, en pb
Chine	Bonne jusqu'à 12 mois Limitée à 3–5 ans	700	10	3–5
Corée	Bonne jusqu'à 2 ans Limitée jusqu'à 5 ans	2 000	10	2
Inde	Bonne jusqu'à 12 mois Limitée jusqu'à 5 ans	500	5–10	3–5
Indonésie	Assez bonne jusqu'à 12 mois Mauvaise au-delà de 12 mois	250	3–5	10–20
Malaysia	Assez bonne jusqu'à 12 mois Mauvaise au-delà de 12 mois	450	5	10–12
Philippines	Assez bonne jusqu'à 12 mois Limitée à 3–5 ans	250	3–5	7–9
Taiwan (Chine)	Bonne jusqu'à 12 mois Limitée jusqu'à 5 ans	1 000	5–10	2–4

¹ Opérations entre courtiers. ² Volume de transaction possible sans incidence sur les prix durant une séance « normale ».

Source : estimations BRI, 2006 T2, sur la base d'entretiens avec Citigroup, Deutsche Bank et JPMorgan Chase.

En général, le cours à terme est basé sur la formule de parité de taux d'intérêt, qui détermine les rendements équivalents, sur une période donnée, des taux d'intérêt de deux devises en fonction du cours de change au comptant. Quand les investisseurs internationaux ont un accès limité aux marchés de taux domestiques d'un pays ou aux dépôts en monnaie locale, le prix des NDF est principalement basé sur le niveau futur anticipé du cours de change au comptant.

Les grandes institutions financières participent aux marchés NDF par leur tenue de marché : elles couvrent normalement les positions correspondantes au moyen d'opérations avec d'autres courtiers. Ces positions peuvent être ainsi transmises entre courtiers jusqu'à ce qu'une entreprise cliente soit prête à prendre une position opposée. En outre, les banques internationales acceptent, dans une certaine mesure, de couvrir les risques relatifs aux devises NDF pour lesquelles il existe des marchés domestiques (changes, dette et taux d'intérêt) relativement développés.

Comme sur le marché de couverture australien, une bonne partie des transactions sur NDF en Asie sont conclues entre opérateurs : plus des trois quarts du négoce⁸.

Recours généralisé
aux courtiers

Malgré le développement des marchés NDF d'Asie ces dernières années, les transactions s'effectuent essentiellement, comme sur le marché australien, par courtage téléphonique entre intermédiaires spécialisés. Sur la plupart des marchés NDF, la grande majorité, et parfois la quasi-totalité, des ordres des teneurs de marché professionnels sont exécutés via des courtiers au lieu d'être passés directement entre banques. Bien qu'elle soit moins efficace que le courtage électronique, cette pratique a probablement aidé les principaux marchés NDF à acquérir une profondeur et une liquidité suffisantes pour permettre aux teneurs de marché d'équilibrer rapidement leurs positions.

Mais différences
également...

Les marchés NDF d'Asie et le marché de couverture australien se différencient cependant par certains aspects. Premièrement, la monnaie de règlement n'est pas la même, les contrats asiatiques étant réglés en totalité dans une monnaie étrangère, principalement le dollar EU, alors qu'en Australie ils l'étaient dans la monnaie locale. Deuxièmement, les marchés asiatiques sont extraterritoriaux, tandis que le marché australien était local. Troisièmement, les intervenants du pays exerçaient une plus grande influence sur le marché australien, alors qu'actuellement les banques mondiales jouent un rôle plus important sur les marchés NDF d'Asie.

...qui ont plusieurs
origines

Ces différences ont plusieurs origines. Premièrement, selon des teneurs de marché d'Asie, l'extraterritorialité et l'utilisation du dollar EU dans les règlements viennent principalement du fait que les teneurs de marché, ne pouvant accéder au marché monétaire national, sont moins en mesure d'utiliser sur place des instruments de couverture, même lorsqu'un marché à terme local existe. Or, en Australie, cela n'était pas le cas, puisque les intervenants étaient des institutions locales qui avaient accès au marché monétaire national. Deuxièmement, les teneurs de marché ont tiré parti d'économies d'échelle en concentrant au même endroit, essentiellement à Singapour, les opérations sur NDF en différentes monnaies. Cette concentration géographique pourrait expliquer également le rôle prépondérant des acteurs mondiaux et des gros intervenants régionaux sur les marchés d'Asie, car ils disposent d'une plus grande capacité de tenue de marché sur un éventail de monnaies régionales. Troisièmement, la prédominance d'un marché extraterritorial indique aussi que le système financier mondial est plus intégré aujourd'hui que dans les années 70 et 80 et que l'informatisation du secteur financier a nettement progressé.

⁸ Cette situation contraste avec ce qui se passe sur les marchés des grandes devises. En 1995, près des deux tiers des transactions de change étaient effectuées directement entre opérateurs. En 2004, environ une transaction sur deux était réalisée sur l'interbancaire. Pour une analyse de cet aspect, voir Galati (2001) et BRI (2005).

Passage aux contrats à terme livrables en Australie

Lorsque les restrictions sur la négociation de contrats à terme livrables ont été levées en Australie en 1983, le marché de couverture s'est contracté d'année en année et a fait place aux actuels contrats livrables. Plusieurs éléments ont contribué à ce changement. Premièrement, la variation des marges des contrats à terme s'est progressivement accentuée, en raison des fluctuations plus amples des taux d'intérêt et de l'intensification de la spéculation sur l'évolution des cours de change. Ainsi, en février 1983, l'annonce de la tenue d'élections fédérales en Australie, début mars, a exacerbé la nervosité et la volatilité des marchés financiers. Les importantes sorties de capitaux à court terme et la prime notable sur le dollar EU (bien supérieure aux écarts de taux d'intérêt) enregistrées alors traduisaient les anticipations d'une forte dévaluation imminente du dollar australien. Celle-ci s'est concrétisée (-10 % pour le cours de change effectif pondéré des échanges commerciaux) peu après la formation du nouveau gouvernement.

Deuxièmement, au début des années 80, l'intégration financière accrue des marchés mondiaux ainsi que l'essor des marchés de couverture et des contrats à terme sur devises ont affaibli l'efficacité du contrôle des changes⁹. Puis, fin octobre 1983, une importante modification fut apportée aux dispositifs de change à terme : la BRA cessa d'exécuter des opérations d'un jour sur l'autre et abrogea les plafonds des transactions des banques avec leur clientèle. La détermination des cours à terme s'effectuait directement en fonction de l'offre et de la demande, et les banques pouvaient négocier des contrats à terme sur devises avec leurs clients à des cours convenus en commun. Elles n'étaient plus tenues de dénouer leurs positions de change nettes auprès de la BRA et pouvaient compenser les positions à terme, dans certaines limites, au moyen de positions au comptant. De plus, la « règle des sept jours » était supprimée, l'impossibilité de couvrir à terme les transactions hors échanges commerciaux étant cependant maintenue jusqu'en juin 1984. Peu après la mise en flottement du cours au comptant en décembre 1983, la BRA liquidait également sa position nette à terme. En octobre, le flottement du cours à terme permettait aux banques de prendre des positions comptant contre terme. En décembre, lorsque le cours au comptant fut mis en flottement, son écart était le même avec le marché de couverture et celui des contrats livrables : les banques pouvaient alors procéder à des arbitrages entre marchés.

Vers le milieu de 1987, le volume du marché de couverture était devenu négligeable, alors que celui du marché des contrats à terme livrables ne cessait de s'accroître (graphique 1). Cet essor reflétait en partie l'augmentation du nombre des intervenants. En 1984, 39 établissements non bancaires – dont certains étaient des acteurs importants du marché de couverture – étaient autorisés à effectuer des opérations de change. Fin 1987, leur nombre atteignait 59. L'expansion des transactions s'explique également par le fait que

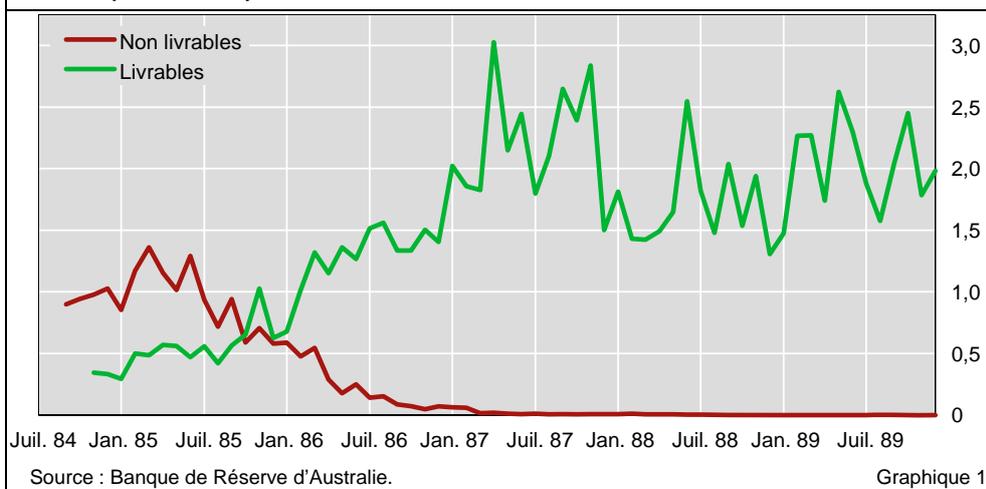
Le marché de couverture australien a fait place aux contrats livrables au début des années 80

L'intégration des marchés financiers a affaibli le contrôle des capitaux

⁹ Laker (1988).

Contrats à terme sur dollar australien, 1984–89

Volume journalier moyen, en milliards de dollars australiens



ce sont les banques commerciales, plutôt que les autorités, qui ont incité les sociétés non financières à participer au marché des contrats à terme livrables¹⁰.

Sur le plan plus large du développement du système financier australien, le marché de couverture en devises ainsi que les opérations sur monnaies tierces (telles que dollar EU contre mark allemand) ont eu des retombées bénéfiques, en permettant aux intervenants de se familiariser avec la négociation. Cela a facilité le fonctionnement du marché des changes lors de la mise en flottement de la monnaie. Les compétences ainsi acquises ont pu aisément être mises à profit sur le marché des contrats à terme livrables et le marché des changes déréglementé d'une manière plus générale, lorsque les autorités australiennes ont laissé flotter le dollar et aboli les contrôles sur les mouvements de capitaux durant la première moitié des années 80. Il est indéniable que la transition du régime administré au flottement s'en est trouvée facilitée.

Enseignements pour les marchés d'Asie

Trois enseignements peuvent être tirés de l'expérience australienne pour les marchés NDF d'Asie. Premièrement, ces marchés peuvent aujourd'hui faciliter la transition vers une convertibilité intégrale de la monnaie, car ils offrent en attendant des possibilités de couverture. Deuxièmement, les marchés NDF sont dotés d'une infrastructure qui peut être adaptée aux contrats livrables. Troisièmement, ils procurent une expertise et des compétences en matière de négociation qui peuvent être mises à profit sur le marché des contrats à terme livrables, dans la mesure où les intervenants locaux y ont accès. Toutefois, ces

¹⁰ Les contrats à terme non livrables en dollars australiens continuent d'être négociés au Sydney Futures Exchange (avec un volume moindre cependant que les contrats à terme livrables) et, surtout, au Chicago Mercantile Exchange.

Le marché de couverture a développé les compétences de négociation

L'Asie peut bénéficier de l'expérience australienne

enseignements doivent être pondérés en fonction des différences entre le marché de couverture australien et les marchés NDF d'Asie.

Bien que les marchés NDF d'Asie offrent des avantages en termes de couverture, surtout pour les monnaies des pays qui attirent un volume substantiel d'investissements étrangers, les intervenants font état de certaines limites qui peuvent avoir leur importance en période de transition. D'abord et surtout, en Asie seules les institutions d'envergure mondiale et quelques institutions nationales peuvent utiliser ces instruments. Deuxièmement, sur la plupart des marchés, la liquidité est restreinte pour les contrats à plus d'un an. Troisièmement, rien ne garantit que le détenteur du contrat puisse négocier les devises au cours de référence. Il s'ensuit que, lorsqu'un changement de régime de change est anticipé, il est vraisemblable que le cours de référence perdra de sa signification pour déterminer à quel niveau la transaction pourra être effectuée. Enfin, l'utilité des marchés NDF à des fins de couverture peut être limitée en situation de tensions sur les marchés¹¹.

En raison de leur extraterritorialité, les marchés NDF d'Asie pourraient jouer un rôle moins important dans la transition menant à la convertibilité intégrale de la monnaie. Du fait de cette situation, en effet, les intervenants locaux pourraient avoir moins de possibilités d'accroître leurs compétences en matière de négociation. Toutefois, il y a lieu de croire que les intervenants en Asie possèdent déjà une expérience transposable à un autre contexte. Premièrement, la forte présence des opérateurs mondiaux et régionaux sur ces marchés donne à penser que quelques acteurs locaux sont pourvus d'une très bonne connaissance de ces instruments. Deuxièmement, sur certains marchés asiatiques, ils bénéficient au moins d'un accès limité aux marchés NDF extraterritoriaux. Les banques coréennes, par exemple, négocient quotidiennement des volumes importants de NDF en wons depuis 1999 (Banque de Corée, 2006). De plus, les établissements locaux peuvent parfois participer indirectement aux marchés NDF par l'entremise de filiales ; ainsi, la filiale à Hong-Kong d'une banque chinoise peut négocier des NDF en renminbis. Troisièmement, dans des pays comme la Chine, le marché des contrats livrables est plus accessible que ce n'était le cas en Australie avant 1983¹². Peut-être l'acquisition des compétences et de l'expérience est-elle davantage liée à la négociation des contrats à terme, livrables ou non, qu'au lieu d'implantation du marché.

Possibilités de couverture limitées sur les marchés NDF

Les marchés NDF d'Asie sont extraterritoriaux...

...mais les acteurs locaux y participent

¹¹ Après la fin du rattachement du peso au dollar EU fin 2001, les autorités argentines décidèrent de fermer les marchés pendant trois semaines. Cette interruption perturba la détermination du cours de règlement des contrats NDF en pesos ouverts. Même après la reprise des opérations de change, les incertitudes entourant les cours de référence continuèrent d'entraver le fonctionnement du marché NDF en pesos. Voir Lipscomb (2005).

¹² En août 2005, les banques agréées opérant en Chine ont été autorisées à négocier des contrats à terme et des swaps en renminbis. Voir Banque populaire de Chine (2005).

Conclusions

Les marchés NDF pourraient faciliter la transition vers un marché de contrats livrables

D'après l'expérience australienne, le transfert des compétences et de l'expérience des opérateurs sur NDF ne peut que faciliter la transition vers un marché de contrats à terme livrables. Ainsi, non seulement les marchés NDF permettent de gérer le risque de change, mais ils favorisent également l'avènement d'un marché des changes déréglementé. Autrement dit, le marché NDF peut être considéré comme une étape intermédiaire entre la convertibilité restreinte et la convertibilité intégrale. Comme l'atteste le cas de l'Australie, dès que la monnaie est intégralement convertible, les marchés NDF tendent à disparaître.

Si les marchés NDF comportent des risques...

Il convient toutefois de reconnaître que les marchés NDF comportent des risques pour les pays qui désirent conserver, tout au long de l'expansion financière, la maîtrise des mouvements de capitaux à court terme. Tout d'abord, les pressions à l'appréciation ou à la dépréciation engendrées par les marchés NDF peuvent gagner le marché au comptant, étant donné que le volume et la volatilité des mouvements de capitaux augmentent. Ensuite, il peut devenir plus facile de se constituer d'importantes positions spéculatives. Cela pourrait affecter non seulement la monnaie concernée, mais aussi celles qui offrent des couvertures de « substitution ».

...divers arguments militent cependant en leur faveur

Quoi qu'il en soit, il ressort de la comparaison du marché de couverture australien et des marchés NDF d'Asie que les autorités désirent faciliter la transition vers les contrats livrables ont véritablement un rôle à jouer. Premièrement, il est peut-être préférable d'accepter l'idée d'un marché NDF plutôt que de la repousser, parce qu'il pourra servir de « terrain d'entraînement » aux opérateurs locaux et étrangers et leur permettre ainsi de parfaire leurs techniques d'analyse et de négociation. Deuxièmement, les autorités pourraient réfléchir aux avantages potentiels d'une participation active de gros opérateurs mondiaux à l'organisation d'un tel marché, comme c'est le cas dans certains pays avec les obligations d'État. Enfin, si le caractère extraterritorial ou local du marché peut influencer sur le processus d'évolution, il est tout aussi important que les institutions locales soient autorisées à négocier des NDF, quel que soit le lieu d'implantation du marché.

Bibliographie

Banque de Corée (2006) : *Foreign exchange market trends in 1Q, 2006*, communiqué de presse.

Banque des Règlements Internationaux (2005) : *Triennial central bank survey – foreign exchange and derivatives market activity in 2004*.

Banque populaire de Chine (2005) : *Notice of the People's Bank of China on issues regarding expanding designated banks' forward sale and purchase of foreign exchange businesses to customers and launching RMB swaps against foreign currencies*.

Carew, E. (1985) : *Fast money 2: the money market in Australia*, Sydney, Allen et Unwin.

Citigroup (2006) : *Guide to Asian currency and bond markets – 8th edition*, Citigroup.

Debelle, G. et M. Plumb (2006) : « The evolution of exchange rate policy and capital controls in Australia », à paraître dans *Asian Economic Papers*.

Galati, G. (2001) : « Why has FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey », *Rapport trimestriel BRI*, décembre.

Giacomelli, D., S. Klassen, C. H. Lim et G. Stock (2006) : « Local markets guide – global edition », JPMorgan, *Emerging Markets Research*.

Laker, J. (1988) : *Exchange rate policy in Australia*, présentation au 17^e séminaire SEANZA Central Banking Course, Sydney.

Lipscomb, L. (2005) : *An overview of non-deliverable foreign exchange forward markets*, Banque de Réserve fédérale de New York.

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

Osugi, K. (1990) : *Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective*, BIS Economic Papers, n° 26.