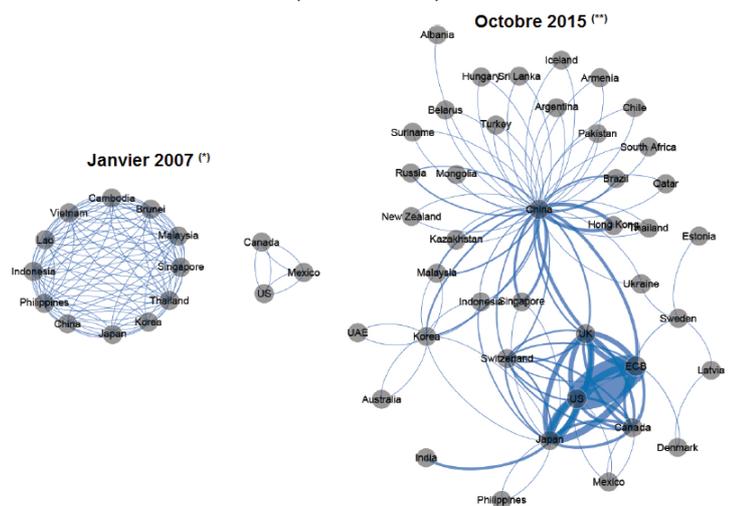


Le réseau mondial des lignes de *swap* entre banques centrales

- Les lignes de *swap* bilatérales entre banques centrales sont des outils de protection contre un risque de liquidité en devises. Ce sont des accords *ex-ante* qui peuvent être activés sans conditionnalité, selon des modalités prédéfinies. Économiquement, la transaction s'apparente à un prêt de devises, avec un collatéral en monnaie locale, l'emprunteur portant le risque de change.
- Lors de la crise financière de 2008, des lignes de *swap* temporaires ont été mises en place entre la Réserve Fédérale américaine (Fed) et 14 banques centrales de pays avancés et émergents pour pallier dans l'urgence les problèmes de liquidité du marché interbancaire international en dollar apparus à partir d'août 2007 et éviter des conséquences négatives sur l'économie mondiale et sur les États-Unis. Le 10 décembre 2008, les prêts de la Fed aux banques centrales via les lignes de *swap* atteignaient un plus haut, à 580 Mds \$, soit près d'un quart des actifs de la Fed et 168 % de la taille du FMI de l'époque. Ce programme de lignes de *swap* a efficacement restauré la liquidité des marchés et a été clos en février 2010.
- Le retour de tensions sur le financement à court terme en dollar a conduit à la réouverture de lignes illimitées de *swap* en mai 2010 entre la Fed et cinq autres banques centrales, lignes rendues permanentes fin octobre 2013. En l'absence de conditionnalité, l'effectivité et la pérennité d'un accord de *swap* nécessite une confiance mutuelle des parties et ne repose sur aucun accord multilatéral à la différence d'institutions comme le FMI. Dans les faits la Fed a cantonné ces accords aux grandes économies avancées.
- En parallèle, la Banque centrale chinoise (PBoC) a développé des accords de *swap* pour l'octroi de renminbi (RMB), créant en quelques années un réseau important, et est ainsi devenue l'un des acteurs principaux dans le réseau international des lignes de *swap* avec 33 accords à hauteur de 460 Mds USD en 2017 (contre 25 Mds en 2008), majoritairement avec des banques centrales de pays émergents ou en voie de développement.
- Ces initiatives permettent à la Chine d'étendre le rôle international du RMB, malgré la fermeture partielle du compte de capital, et d'accroître son influence. De plus, en signant des accords avec des pays parfois fragiles sans conditionnalité apparente et une sélectivité des partenaires moins forte que les autres aides multilatérales ou bilatérales, la Chine accroît son influence en concurrençant les institutions internationales, mais risque aussi de fragiliser la stabilité financière.

Évolution du réseau mondial de lignes de *swap* bilatérales (à la fin 2015)



Source : E. Denbee, C. Jung and F. Paterno (2016), "Stitching Together The Global Financial Safety Net", Bank of England, Financial Stability Paper No. 36.

Note de lecture : (*) inclut les lignes de *swap* de l'initiative de Chiang Mai. (**) n'inclut pas les lignes de *swaps* de l'initiative de Chiang Mai transformées en accord financier régional. Le montant des lignes illimitées entre banques centrales avancées est indicatif.

1. Les lignes de *swap* entre banques centrales constituent un filet de sécurité financière mondial en plein essor

L'intégration commerciale et financière croissante augmente le risque de crises de liquidité, c'est-à-dire le risque de l'impossibilité pour un gouvernement ou une banque centrale de fournir à son marché domestique des devises étrangères pour honorer les engagements dans ces monnaies.

Pour limiter ce risque, des instruments d'assurance ont été mis en place, qui proposent la fourniture de liquidités en devises. Ces assurances permettent à la fois de favoriser un ajustement progressif des économies en cas de chocs et de limiter la propagation des crises. En conditionnant généralement l'octroi de liquidités à la mise en place de réformes, que ce soit lors d'une crise ou en amont et prévention de celle-ci, elles remplissent aussi un rôle d'incitation à des politiques économiques adaptées pour limiter l'émergence de crises.

Ces filets de sécurité financière mondiaux sont de nature et d'importance différentes et recouvrent à la fois l'auto-assurance par l'accumulation de réserves de changes, l'assurance bilatérale dans les accords de *swap* entre banques centrales, et l'assurance multilatérale telle que les accords financiers régionaux ou le recours au Fonds Monétaire International (FMI).

1.1 Une ligne de *swap* consiste en un droit à l'échange de devises entre deux banques centrales selon des modalités prédéfinies (date d'échange, coût, etc.)

Les lignes de *swap* entre banques centrales sont des accords définissant des modalités sous lesquelles ces banques peuvent échanger des liquidités en devises. L'activation d'un accord de *swap* conclu entre deux banques centrales A et B repose sur deux transactions :

- La banque centrale B fait une demande de liquidité auprès de A (souvent dans la monnaie de A mais parfois dans une autre devise⁽¹⁾). À sa demande, elle échange avec A une somme donnée de monnaie du pays B contre la monnaie demandée au taux de change en vigueur contractuellement. À ce même moment, B s'engage à reprendre ses devises auprès de A à une date future prédéfinie et au même taux de change. La banque centrale B porte donc seule le risque de change.

- La banque centrale B prête alors la monnaie qu'elle a récupérée de A à ses agents domestiques via les banques commerciales. Elle est seule responsable des prêts qu'elle fait, et a pour seule contrainte de devoir rendre à la banque centrale A ses devises à l'échéance convenue.
- À la date définie, hors cas de défaut de la banque centrale B, la restitution croisée des devises a lieu. La banque centrale B paie aussi des intérêts à la banque centrale A².

En pratique, l'accord de *swap* détaille aussi, au-delà des taux de change et d'intérêt s'appliquant à la transaction, le montant maximal qui peut être emprunté, l'échéance de remboursement, l'éventuelle prise en garantie d'actifs par la banque centrale A pendant la durée de l'échange, et toute autre clause que les banques centrales souhaitent inclure régissant les relations entre elles.

Les accords de *swaps* permettent de faire face à des besoins ponctuels de liquidités en devises de la part de banques commerciales, que la banque centrale ne peut pas couvrir. Cela peut arriver par exemple en l'absence de contrôles de capitaux ou de règles prudentielles suffisamment contraignantes sur les devises, lorsque les banques commerciales constatent un écart de devises entre leur actif et leur passif, qui peut être survenu pour diverses raisons (coûts de financement, opportunités, pression des clients, évolution de l'aversion pour le risque, etc.). Habituellement, les banques commerciales remplissent ces besoins en se procurant les devises nécessaires auprès des marchés ou auprès de leur banque centrale, qui puise alors dans ses réserves de change. Néanmoins, il peut arriver, en particulier en cas de tensions financières, que les besoins de certaines banques commerciales dépassent les capacités de la banque centrale ou les plafonds de fourniture de liquidité en devises fixés par cette dernière, ou que le marché des changes soit particulièrement peu liquide. Dans ce cas, les lignes de *swap* permettent de pallier le manque de liquidité en devises.

Enfin, au-delà d'une fourniture effective de liquidité en devises, la mise en place d'une ligne de *swap* peut en elle-même jouer un rôle d'apaisement des tensions financières. En effet, si la signature d'un accord de *swap* est rendue

(1) Dans ce cas, les lignes de *swap* bilatérales consistent à fournir de la liquidité tirée des réserves de change de A.

(2) Ces intérêts ont pour but de compenser les gains non réalisés de A sur ses devises, et correspondant aux gains réalisés par B sur ses prêts. En pratique, ces intérêts sont généralement fixés sur la base d'un taux de marché, la Fed prêtant par exemple en dollar au coût de son taux directeur assorti d'un *spread*.

publique, cette communication peut avoir un effet de signal positif auprès des marchés financiers, en les informant que le risque d'une pénurie de devises est moindre et que la banque centrale sera en mesure de pallier à cette pénurie en activant son accord de *swap*. Dans un tel scénario, il est alors possible que l'accord de *swap* ne soit jamais activé. En effet, la perspective d'un accès quasi-inconditionnelle à des devises limite alors la possibilité d'une panique financière où les banques commerciales, anticipant un assèchement futur de l'accès à des devises, appelleraient dès aujourd'hui l'ensemble des devises à disposition de la banque centrale, « ruée » pouvant engendrer une pénurie auto-réalisatrice de liquidités en devises.

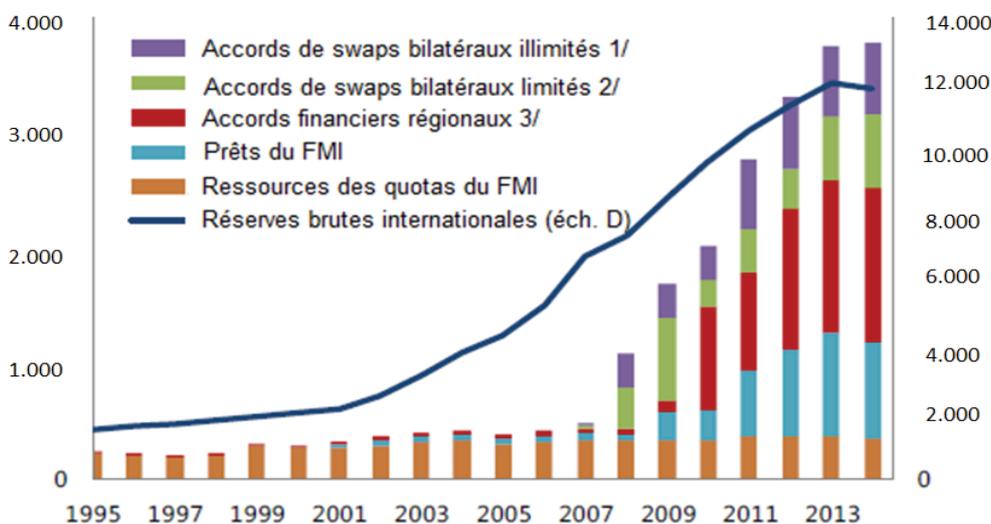
1.2 Le rôle accru des banques centrales depuis la crise explique l'importance prise par les *swaps* dans les filets de sécurité financière mondiaux

Depuis les années 2000, l'essor des lignes de *swap* reflète le rôle accru des banques centrales dans les filets de sécurité mondiaux. Les lignes de *swap* permettent en effet d'étendre ou de contracter le bilan des banques centrales très rapidement et elles ont l'avantage (i) de permettre d'accéder

très rapidement, en un décaissement unique et sans conditionnalités, à des financements en devises supérieurs à ceux proposés par le FMI, et (ii) d'offrir une structure légale particulière (ressources engagées sans le transfert *ex-ante* de fonds exigé par certaines organisations internationales comme les quotes-parts auprès du FMI, etc.). Les lignes de *swap* diffèrent aussi des autres dispositifs institutionnels par leur caractère contractuel qui entraîne (i) un cadre décentralisé et contingent de négociations de gré à gré, et parfois opaque, (ii) des couvertures en général d'une durée limitée et (iii) une plus grande facilité de retrait de l'une des parties.

En 2016, le FMI³ estimait qu'un dixième des financements disponibles au sein des filets de sécurité financière mondiaux l'était sous forme d'accords de *swap* (cf. Graphique 1). Si l'accumulation de réserves de change reste la principale source d'assurance contre les crises de liquidités (environ 75 % des liquidités au sein des filets de sécurité financière mondiaux), les accords de *swap* sont une composante de taille comparable à celle des accords financiers régionaux ou du FMI.

Graphique 1 : Évolution des filets de sécurité financière mondiaux de 1995 à 2014 (Mds USD)



Sources : *Adequacy of the Global Financial Safety Net*, IMF Policy Papers, March 2016.

Notes : 1/ Les accords de *swap* bilatéraux (BSA) illimités sont estimés sur la base de l'utilisation passée ou, si non utilisés, sur la moyenne des tirages maximaux des banques centrales membres restant dans le réseau. 2/ Les BSA à valeur limitée incluent tous les arrangements avec une limite de valeur explicite et excluent tous les accords Chiang Mai Initiative Multilateralization et North American Framework Agreement qui sont inclus dans les accords financiers régionaux (RFA). 3/ Basé sur la capacité de prêt explicite/limite si disponible, les ressources engagées ou la capacité de prêt estimée sur la base des limites d'accès et du capital versé.

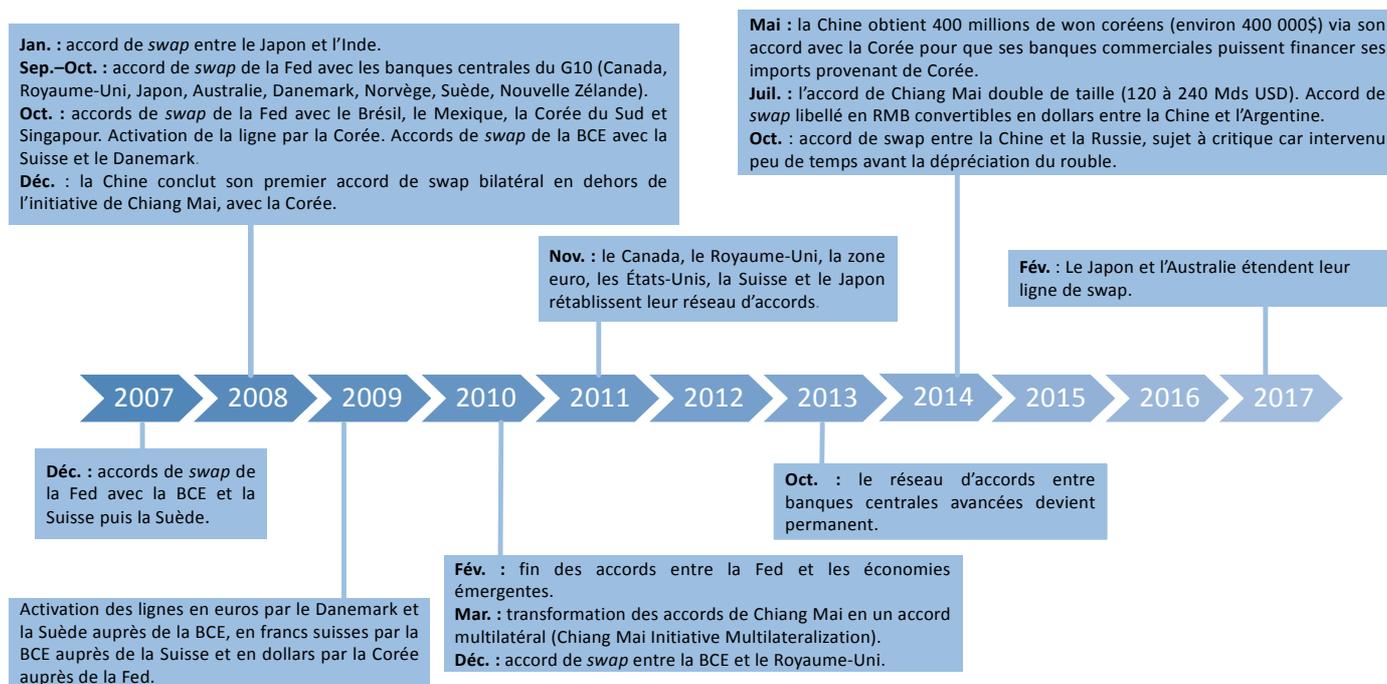
(3) *Adequacy of the Global Financial Safety Net*, IMF Policy Papers, March 2016. Le total des financements disponibles au sein des filets de sécurité financière mondiaux est d'environ 11 000 Mds USD en 2016, les accords financiers régionaux en représentant environ 8 %.

Le réseau des accords de *swap* entre banques centrales impliquerait désormais plus de 40 banques centrales pour une centaine d'accords. Au sein de ce réseau, deux principaux types d'accords émergent : (i) des accords bilatéraux permanents et pour des montants illimités entre les principales banques centrales des économies avancées (BCE, Fed, Banque du Canada, Banque d'Angleterre, Banque

du Japon et la Banque Nationale Suisse), et (ii) des accords limités dans le temps et en montant, avec une implication notable de la Chine. En effet, avec plus de 30 accords transitoires d'une maturité moyenne de 3 ans renouvelables et de montants hétérogènes allant de centaines de millions à des centaines de milliards de dollars, la Chine représente les ¾ des accords à montant limité et 85 % de leur valeur.

2. Le rôle des lignes de *swap* a évolué au fil du temps

Graphique 2 : Chronologie des principaux événements relatifs à des accords de *swaps* entre banques centrales sur la période post-crise



Source : DG Trésor.

2.1 Les accords de *swap* ont eu un rôle majeur durant la crise financière de 2008, palliant l'inadaptation des filets de sécurité financière d'alors

Le début de la crise financière en 2007 a provoqué l'assèchement des échanges interbancaires en dollar. La paralysie des échanges interbancaires en dollar a entraîné alors une hausse très brutale des taux interbancaires et un manque soudain de liquidité, particulièrement problématique pour les banques non américaines disposant de dépôts en dollars relativement faibles et dépendant donc du marché interbancaire américain pour se financer. La mise en place du TAF (*Term Auction Facility*) dès décembre 2007 a permis de pallier ce manque pour les banques américaines avec la fourniture directe de liquidité par la Fed (agissant comme prêteur de dernier ressort). Toutefois, la mise en place de ce mécanisme n'a pas permis l'apport de liquidité en dollar en Europe en raison du gel du crédit interbancaire, et la Fed s'est vue contrainte de

proposer d'autres mesures pour limiter la propagation de la crise.

Ainsi, en décembre 2007, la Fed a mis en place en parallèle des accords de *swap* avec la BCE et la BNS (Banque Nationale Suisse), leur permettant de fournir directement des dollars à leurs banques nationales, ce qui a réduit les pressions sur les marchés de financement à court terme en rassurant et en améliorant la visibilité sur les coûts de financement en dollar des banques étrangères.

Dans un deuxième temps, de décembre 2007 à février 2010, ce réseau s'est étoffé, et la Fed a établi un ensemble de lignes temporaires de *swap* avec jusqu'à 14 banques centrales, avancées et émergentes. Lors de leur première activation (du 12 au 18 septembre 2008), ces deux accords ont été utilisés comme des extensions directes du TAF par la BCE et la BNS. Toutefois, au moins pour la BCE, le plafond de l'offre permis par l'accord restait très inférieur à

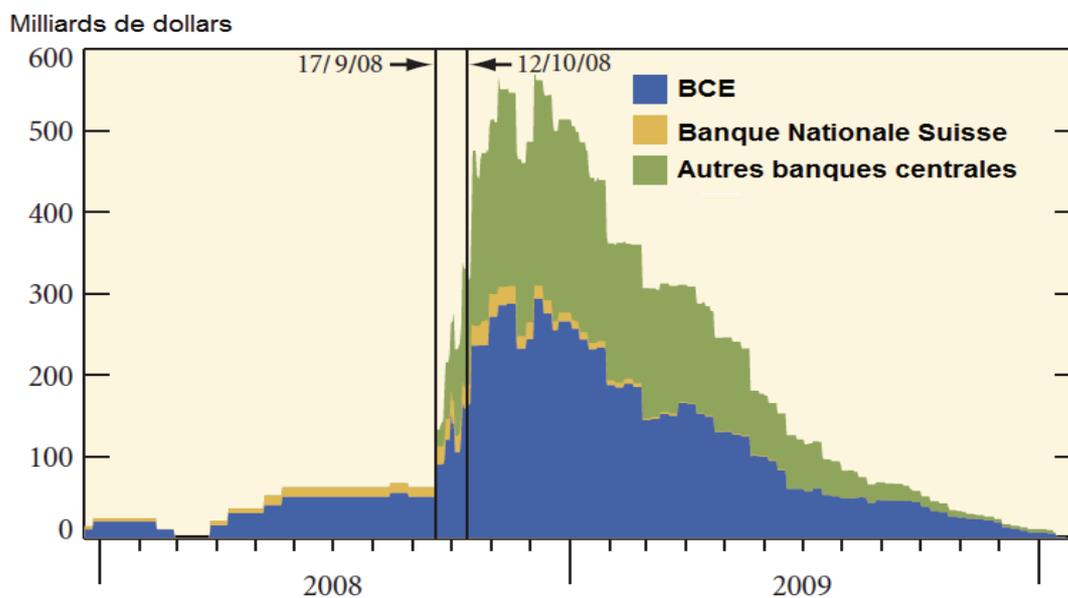
la demande effective de financement en dollar de la part des banques commerciales européennes. Cette demande s'est accrue encore suite à la chute de *Lehman Brothers* le 15 septembre, conduisant la Fed à étendre le montant de ses lignes de *swap* et à conclure 7 nouveaux accords avec les banques centrales japonaise, britannique, canadienne, australienne, suédoise, norvégienne, néo-zélandaise et danoise entre le 18 septembre et 12 octobre 2008. Cela s'est traduit par une multiplication par 10 sur la période de la liquidité en dollar offerte par la Fed (de 67 à 620 Mds USD), dont plus de la moitié (330 Mds USD) étaient déjà utilisées au 12 octobre 2008. Avec la détérioration continue des conditions de marché, ce programme de *swap* a de nouveau été étendu et la Fed a supprimé les montants plafonds des lignes conclues avec la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque Nationale Suisse et la Banque du Japon. Elle conclut aussi 5 nouveaux accords avec d'autres banques centrales, surtout d'économies émergentes (Brésil, Mexique, Corée, Nouvelle Zélande, Singapour). Le 10 décembre 2008, les prêts aux banques centrales via les lignes de *swap* ont atteint leur plus haut niveau (580 Mds USD, soit près d'un quart des actifs de la Fed). Le programme de lignes de *swap* a ensuite été clôturé le 1^{er} février 2010.

Cet engouement pour les accords de *swaps* bilatéraux entre banques centrales traduit une offre d'instruments

institutionnels multilatéraux insuffisante ou jugée inadaptée pour certains pays dont les marchés financiers sont très développés. Au moment de la crise de 2008, les dispositifs régionaux étaient inexistantes ou encore trop petits pour répondre aux besoins des pays en manque de liquidité, tandis que le FMI n'avait pas de dispositif adapté pour apporter des liquidités à des pays aux fondamentaux solides sans recourir à un programme d'aide assorti d'un engagement de réformes. La création d'outils de précaution par le FMI et le renforcement des capacités des accords financiers régionaux (par exemple avec le Mécanisme Européen de Stabilité, et *Chiang Mai Initiative multilateralization*) ont répondu à ces besoins par la suite. Toutefois, ces instruments auraient probablement été insuffisants en raison de l'ampleur de la crise.

La Fed a donc endossé le rôle de prêteur en dernier ressort en dollar de l'économie mondiale entre 2007 et 2010 (cf. Graphique 3). Alors que dans les années 1990 plusieurs économies émergentes avaient eu recours au FMI pour résoudre leur crise de liquidité et de devises⁴, cela n'a pas été le cas en 2008. En complément des démarches unilatérales d'accumulation de réserves croissantes depuis 2000 et de la flexibilisation de certains régimes de change, certaines économies émergentes ont pu s'appuyer sur des lignes de *swap*, en particulier auprès de la Fed pour le Brésil, le Mexique et la Corée du Sud.

Graphique 3 : Évolution des montants échangés par la Fed dans le cadre de ses lignes de *swap* bilatérales entre décembre 2007 et février 2010



Source : M.J. Fleming, N.J. Klagge (2010), *The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines*, Fed NY, *Current issues in Economics and Finance*, Volume 16, Number 4.

(4) Notamment la Russie a de multiples reprises (1992, 1996, 1998), le Mexique (1995), la Corée du Sud (1997) et le Brésil (1998).

2.2 Depuis la crise, les économies avancées ont pérennisé leur réseau, tandis que les économies émergentes ont développé un réseau parallèle autour de la Chine

Peu de temps après l'expiration des lignes ouvertes durant la crise, dès mai 2010, le retour de tensions sur le financement à court terme en dollar a conduit à remettre en place un réseau de lignes de swap entre six banques centrales (Fed, BCE, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Banque du Canada, et BNS). Le 31 octobre 2013, ces accords deviennent permanents. Ce réseau entre économies avancées continue d'exclure les économies émergentes, malgré le souhait de certains pays émergents de conclure des accords de swap avec la Fed. Les banques centrales des économies avancées justifient cette

exclusion par le besoin d'une relation de confiance durable entre les signataires.

De leur côté, les économies émergentes ont décidé de renforcer ou de créer des accords monétaires régionaux en parallèle de ce réseau afin de mutualiser leurs liquidités en devises. Si des accords existaient déjà avant la crise, par exemple avec le réseau d'accords bilatéraux de Chiang Mai regroupant l'Asie du Sud-Est + 3 (Japon, Chine, Corée du Sud), les dispositifs existants entre banques centrales émergentes n'avaient pas été activés entre 2007 et 2010. Malgré cela, les économies émergentes cherchent à établir et à renforcer les accords de swap entre elles, notamment en faisant évoluer les accords de Chiang Mai avec un élargissement de la liste des pays impliqués, un passage de lignes bilatérales à un réseau multilatéral, et une augmentation conséquente du montant des fonds disponibles (passage en 2014 de 120 à 240 Mds USD).

Tableau 1 : Détails des lignes de swap signées par la Banque centrale chinoise (au 30 juin 2018)

Pays	1er accord	2e accord	3e accord	4e accord	MONTANTS EN MDS RMB													
					2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Corée	12/2008	10/2011	10/2014	10/2017	180	180	180	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	
Hong Kong	01/2009	11/2011	11/2014	11/2017		200	200	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	
Malaisie	02/2009	02/2012	04/2015			80	80	80	180	180	180	180	180	180				
Argentine	03/2009	07/2014	07/2017			70	70	70			70	70	70	70				
Bielorusie	03/2009	05/2015				20	20	20				7	7	7				
Indonésie	03/2009	10/2013				100	100	100		100	100	100						
Islande	06/2010	09/2013	12/2016			3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	
Singapour	07/2010	03/2013	05/2016			150	150	150	300	300	300	300	300	300	300	300	300	
Nouvelle Zélande	04/2011	05/2014	05/2017				25	25	25		25	25	25	25	25	25	25	
Ouzbékistan	04/2011						0,7	0,7	0,7									
Mongolie	05/2011	08/2014	07/2017				5	5	5		10	10	10	15	15	15	15	
Kazakhstan	06/2011	12/2014					7	7	7		7	7	7	7	7	7	7	
Pakistan	12/2011	12/2014	05/2018				10	10	10	10	10	10	10	20	20	20	20	
Thaïlande	12/2011	12/2014	08/2018				70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	
Emirats Arabes Unis	01/2012	12/2015						35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	
Turquie	02/2012	10/2015						10	10	10	10	12	12	12	12	12	12	
Australie	03/2012	04/2015	04/2018					200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	
Ukraine	06/2012	05/2015						15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
Bésil	03/2013							190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	
Royaume-Uni	06/2013	10/2015	09/2015					200	200	200	200	350	350	350	350	350	350	
Albanie	09/2013	04/2018						2	2	2	2					2	2	
Hongrie	09/2013	09/2016						10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Zone euro	10/2013	10/2015						350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	
Suisse	07/2014	07/2017									150	150	150	150	150	150	150	
Sri Lanka	09/2014							10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Russie	10/2014							150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	
Canada	11/2014	12/2017									200	200	200	200	200	200	200	
Qatar	11/2014	12/2017									35	35	35	35	35	35	35	
Arménie	03/2015										1	1	1	1	1	1	1	
Suriname	03/2015										1	1	1	1	1	1	1	
Afrique du Sud	04/2015	04/2018									30	30	30	30	30	30	30	
Chili	05/2015										22	22	22	22	22	22	22	
Tadjikistan	12/2015										0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Maroc	05/2016											10	10	10	10	10	10	
Serbie	06/2016											1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
Egypte	12/2016											18	18	18	18	18	18	
Nigeria	05/2018															15	15	
Totals des engagements en CNY					180	650	803,5	1301,2	1471,2	2473,2	3085,5	3156	3215,5	3088,5				
Totals des engagements en USD					259042937	951486393	118,680673	201,3683	233,063577	399,18551	502,320614	506,800441	484,262048	456,878698				
Nombre de banques centrales					1	6	8	14	15	21	25	32	33	33				

Source : Recherches DG Trésor (non exhaustives).

Note de lecture : Les accords prennent fin à la date anniversaire de signature, en général 3 ans après la signature de l'accord. Par exemple, le 3^e accord de swap signé avec la Banque centrale coréenne devrait prendre fin en octobre 2020. Certains accords de swap arrivés à échéance fin 2017 sont encore en cours de négociation (Sri Lanka et Russie notamment).

Encadré 1 : L'accès des économies émergentes à des sources de financement en dollar repose encore surtout sur leurs réserves

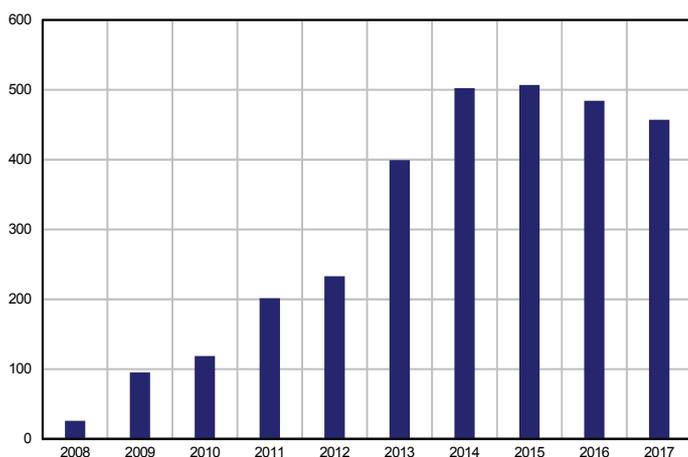
La signature d'un accord de *swap* entre banques centrales exige un lien de confiance entre les deux parties et une conception partagée de l'utilisation des lignes. Si les termes de l'accord établissant une ligne de *swap* visent à protéger les deux parties (dans le sens où elle peut être activée par l'une ou l'autre des parties contractantes), il y a un risque qu'une des parties refuse ou soit incapable d'honorer ses engagements. Il y a aussi le risque d'une utilisation « abusive » de la ligne c'est-à-dire pour des motifs qui ne contribuent pas à la stabilité financière.

De manière générale, les économies avancées conçoivent les lignes de *swap* entre banques centrales comme une protection contre une pénurie temporaire de devises (notamment de dollars) dans un pays aux fondamentaux solides et non comme un moyen d'empêcher des défauts d'institutions insolvables ou de résoudre une crise de la balance des paiements. Certaines économies émergentes déplorent pour leur part la difficulté d'accès à des liquidités en dollar (et dans une moindre mesure en devises majeures telles que l'euro ou la livre sterling) que la mise en place de lignes de *swap* pourrait faciliter. Toutefois, en raison de fondamentaux jugés en général insuffisants et d'une conception parfois divergente quant à la finalité des accords de *swap*, les banques centrales d'économies avancées peuvent être réticentes à conclure des accords avec des banques centrales émergentes.

Les crises en Amérique latine et en Asie ont entamé la confiance des économies émergentes en la capacité et la méthode du FMI pour prévenir et corriger les crises de balance des paiements. Pour répondre à ces critiques, le FMI a procédé à une utilisation accrue des *Stand-by Arrangements* (SBA, instrument de base parmi les concours financiers offerts par le Fonds) pour des motifs de liquidité et de précaution (25 accords entre 2008 et 2011) et a entrepris de réformer ses capacités d'interventions avec la création d'instruments spécifiques (par exemple les *Flexible Credit Line* et *Precautionary and Liquidity Line*). Cependant, les principales économies émergentes continuent de privilégier l'accumulation autonome de réserves de changes, évitant de solliciter le FMI en raison de conditionnalités exigées jugées strictes, de problèmes de stigma, de faiblesse des montants offerts ou encore d'inadéquation des outils disponibles.

La question du prêteur en dernier ressort des économies émergentes reste donc ouverte, un bon fonctionnement du système monétaire international requérant un prêteur mondial en dernier ressort capable, mais aussi désireux, de fournir suffisamment de devises en cas de crise de liquidité, un rôle que la Fed a montré qu'elle ne souhaitait pas remplir. Si le FMI remplit déjà partiellement ce mandat notamment auprès des économies émergentes, une évolution continue de ses outils permettrait de continuer à renforcer son rôle effectif de prêteur en dernier ressort. Les travaux passés du FMI sur le rôle des Droits de Tirages Spéciaux, ou plus récents sur de nouvelles facilités de financement (en particulier la ligne dite de *Short-term Liquidity Supply*) pourraient cependant permettre d'avancer dans ce sens.

Graphique 4 : Évolution du montant des engagements de la Banque centrale chinoise dans le cadre d'accords de lignes de *swap* (Mds USD)



Source : DG Trésor.

Note de lecture : la réduction du montant des engagements en 2016 et 2017 est due en partie à un effet valeur, le renminbi s'étant déprécié face au dollar en moyenne annuelle sur les deux années.

Le développement rapide des accords de *swap* en renminbi s'est traduit par l'émergence d'un réseau de grande ampleur et une forte hausse des engagements de la Banque centrale chinoise (PBoC) (cf. Graphique 4). Depuis 2008, les autorités chinoises ont développé un réseau de lignes de *swap* en RMB, parallèlement à leurs engagements en USD adoptés dans le cadre de l'initiative de Chiang Mai. Le premier accord de *swap* libellé en RMB est signé en 2008 avec la Corée pour un montant de 180 Mds RMB⁵ (renouvelé depuis pour un montant de 360 Mds RMB) et de nombreux accords suivent, majoritairement avec des banques centrales d'économies émergentes ou asiatiques, même si certains impliquent des banques centrales d'économies avancées (Banque centrale de Nouvelle-Zélande, Banque d'Angleterre, l'Autorité Monétaire de Singapour, Banque d'Australie et Banque centrale européenne) (cf. Tableau 1). Au total, entre 2008 et 2017, le nombre d'accords en RMB signés par la PBoC augmente fortement jusqu'à 33 accords pour un montant total disponible de près de 3 100 Mds RMB en 2017

(5) Environ 23 Mds USD à l'époque.

(460 Mds USD contre 25 Mds USD en 2008), faisant désormais de la Chine l'un des acteurs principaux dans le réseau international des lignes de *swap*. Il s'agit

principalement d'accords d'une durée de 3 ans renouvelables.

3. Enjeux liés à l'essor des accords avec la Chine

Les engagements de la PBoC dans le cadre des accords de *swap* ont fortement augmenté sur la période récente et l'information limitée sur l'activation de ces lignes ne permet pas d'apprécier l'ampleur des risques engendrés. Ces engagements concernent majoritairement des banques centrales de pays émergents ou en voie de développement, dont certains connaissent un contexte très dégradé. Les éléments publics des accords signés par la PBoC sont très succincts et indiquent seulement le montant maximum, la maturité ainsi qu'éventuellement quelques éléments sur la motivation de l'accord. La PBoC ne communique plus sur les montants effectivement utilisés, mais déclarait en 2011⁶ que 30 Mds de RMB avaient été utilisés en 2010 sur le total des 803,5 Mds RMB alors engagés. Il est connu que l'Argentine a eu régulièrement recours à sa ligne en RMB en 2015, qu'elle a converti en dollar (probablement directement auprès de la PBoC) afin de gonfler ses réserves de change (et non pour des opérations commerciales). Fin août 2015, la Banque centrale argentine avait déjà tiré 10,2 Mds USD sur les 11 Mds prévus pour l'année. De manière générale, l'absence d'information sur l'existence et l'utilisation effective des lignes de *swap* complique la mesure de l'exposition réelle de la Chine et l'appréciation du risque pour des pays dont une partie des engagements peut être dissimulée. Pour les pays bénéficiaires, le caractère secret des accords ne permet pas, quant à lui, de faire profiter de l'effet de signal positif auprès des marchés financiers associé à l'accès à des financements en devises.

3.1 Un réseau qui permet de développer l'usage du RMB

Le développement des lignes de *swap* par la PBoC s'inscrit dans une stratégie de long terme d'internationalisation du RMB. L'internationalisation du RMB est un objectif prioritaire pour les autorités chinoises⁷, qui a commencé à se traduire dans les faits en 2009 avec la convertibilité du compte courant⁸, d'abord restreinte sous forme de

programmes pilotes. L'utilisation internationale du RMB, bien qu'en progression, reste pour l'instant cantonnée à des échanges en Asie ou impliquant directement des agents chinois. La PBoC a officiellement déclaré en 2012 que ses accords de *swap* s'inscrivaient dans sa politique d'internationalisation du RMB⁹, se démarquant ainsi des accords conclus précédemment par les Banques centrales des pays développés.

Les lignes de *swap* favorisent l'internationalisation du RMB en garantissant la liquidité du RMB offshore et en contournant les contraintes liées à la relative fermeture du compte de capital chinois, qui limite la liquidité du RMB pour les non-résidents et constitue un frein à l'internationalisation du RMB. Un importateur non résident devra en effet être certain de pouvoir accéder à des liquidités en RMB (marché des changes et crédits commerciaux) avant d'accepter de libeller ses contrats dans cette devise et un agent chinois ne pourra payer ses importations en RMB que si sa contrepartie étrangère l'accepte. Pour garantir cet accès, les autorités ont mis en place des mesures permettant d'accroître la disponibilité du RMB et sa reconnaissance, notamment par l'intermédiaire de marchés du RMB offshore. Les accords de *swap* renforcent cette stratégie en offrant un cadre institutionnel en cas d'assèchement de la liquidité en RMB sur les marchés *offshore*. L'autorité monétaire de Hong Kong (HKMA) a par exemple utilisé sa ligne de *swap* en octobre 2010 (à hauteur de 20 Mds RMB) afin d'empêcher un assèchement des liquidités en RMB sur le marché *offshore* de Hong Kong, contribuant à accroître la confiance des investisseurs non-résidents vis-à-vis du RMB. Le développement de ce cadre institutionnel s'est également opéré via l'ouverture de chambres de compensation et la convertibilité directe entre le RMB et différentes monnaies¹⁰.

(6) Cf. Rapport annuel de la PBoC.

(7) Cf. Notamment plan quinquennal 2016-2020.

(8) La convertibilité du compte courant implique que les résidents ont accès à des devises étrangères (principalement du dollar) pour réaliser des transactions commerciales et peuvent convertir librement, dans le cadre de ces transactions, les devises en monnaie locale.

(9) Cf. Rapport annuel de la PBoC.

(10) Une chambre de compensation a été ouverte à Londres et à Hong Kong simultanément à la signature d'un accord de *swap* avec les banques centrales.

3.2 L'absence de conditionnalités et le ciblage de pays fragiles font peser des risques sur la stabilité financière

Certaines lignes de *swap* signées par la PBoC concurrencent en partie les institutions internationales et pourraient accroître l'influence internationale de la Chine et ses parts de marché (cf. Encadré 2). La Chine a signé des accords de *swap* avec des pays aux fondamentaux très dégradés (la PBoC a, par exemple, renouvelé en mai 2015 son accord avec l'Ukraine), n'ayant parfois plus accès aux marchés internationaux ou étant en conflit avec le FMI (par exemple l'Argentine sous le gouvernement Kirchner). Par ailleurs, les lignes de *swap* de la PBoC ont pu être utilisées pour répondre à un besoin temporaire de financement en complément d'un programme FMI comme dans le cas de la Mongolie. La garantie d'un accès au RMB pourrait conduire certaines économies à orienter davantage leur commerce extérieur vers la Chine, en particulier pour les pays ayant un accès limité aux liquidités en dollar. En outre, l'opacité des termes de ces accords interroge sur les conditions sous-jacentes (contreparties commerciales, politiques ou financières) en échange de la mise à disposition de ces lignes de *swap* en RMB, dans une négociation qui peut être déséquilibrée, en particulier pour les économies les plus fragiles. Certains pays pourraient choisir de substituer

l'utilisation de ces lignes de *swap* aux instruments institutionnels traditionnels qui impliquent des conditions plus strictes (par exemple, les décaissements des programmes FMI sont conditionnés par la conduite de réformes structurelles dont le suivi est contrôlé tout au long du programme). Ce risque est d'autant plus grand que les instruments traditionnels sont parfois jugés stigmatisants et que certaines économies peuvent être hostiles aux politiques prônées par les institutions internationales.

La dissimulation d'une situation dégradée par le recours de certains pays, notamment les plus fragiles, aux lignes de *swap* pourrait finalement masquer ou entraîner un accroissement de certains risques internationaux, ce d'autant plus que ces accords peuvent être révoqués unilatéralement. Du fait de leur nature contractuelle, les lignes de *swap* sont en effet plus flexibles, mais également plus fragiles, que les instruments financiers traditionnels. De plus, l'activation d'une ligne de *swap* ne s'appuie pas sur un mécanisme de surveillance associé ou de conditionnalités sur les politiques menées. Même si ce type de dispositif quasi-inconditionnel permet de combler les besoins en liquidité à court terme d'un pays, il pourrait être porteur de risque pour la stabilité financière internationale, qu'une institution multilatérale s'attache plus directement à défendre.

Encadré 2 : Quels critères de sélection des pays cosignataires des accords de *swap* avec la Chine ?

La liste des pays cosignataires des accords de *swap* avec la PBoC fin 2017 apparaît très hétérogène (en majorité des pays émergents et en développement dont certains à la situation économique ou géopolitique très fragile, mais aussi quelques pays avancés) et interroge sur les critères de sélection des pays retenus par la Chine.

García-Herrero et Xia (2013)^a ont tenté de définir ces critères. L'étude porte sur 18 des 19 économies ayant signé en 2013 un accord de *swap* libellé en RMB avec la PBoC (exclusion de l'Ouzbékistan en raison d'un manque de données), ainsi que sur les économies disposant d'une convertibilité directe avec le RMB (Japon) ou d'une chambre de compensation (Taiwan et Royaume-Uni, Macao étant exclu pour manque de données).

Les auteurs retiennent 5 grands critères permettant de comprendre la sélection par la PBoC d'un pays : la force d'attraction du pays (distance à la Chine et taille du pays) ; l'importance des liens commerciaux avec la Chine (volume des exportations vers la Chine et existence d'un accord de libre-échange) ; l'ouverture financière du pays (degré d'ouverture du compte de capital et IDE vers la Chine) ; la situation macroéconomique (inflation et nombre de défauts de paiement sur la dette souveraine) ; et la qualité des institutions (indice de qualité du gouvernement et indice de corruption, absolu et relatif par rapport aux indices de la Chine).

Les résultats suggèrent que les principaux déterminants d'un accord de *swap* avec la PBoC sont la force d'attraction du pays (en particulier la proximité avec la Chine) et les motifs commerciaux, tandis que le degré de fermeture du compte de capital est vu comme un facteur favorisant la conclusion des accords mais non prédominant. La conclusion de nombre d'accords s'inscrit dans un contexte plus global de renforcement de la coopération bilatérale, en particulier dans le domaine financier, entre la Chine et le pays cosignataire (c'est le cas du Qatar et du Maroc notamment). L'intensité des échanges commerciaux bilatéraux a également été pointée comme un facteur prépondérant par Eichengreen et Lombardi

a. García-Herrero, Alicia and Xia, Le (2013), "China's RMB Bilateral Swap Agreements: What Explains the Choice of Countries?", *BOFIT Discussion Paper* No. 12/2013. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2686552>.

(2017)^a. Le motif de facilitation du règlement des opérations commerciales bilatérales est d'ailleurs souvent avancé comme déterminant dans la communication des deux pays cosignataires d'un accord de *swap*, y compris dans le cadre d'accords avec des pays avec lesquels la relation commerciale bilatérale n'est pas particulièrement forte comme récemment l'Egypte ou le Nigeria. La conclusion d'un accord de *swap* apparaît, dans ce contexte, comme un moyen de promotion du commerce bilatéral avec la Chine.

En revanche, la solidité macroéconomique ne ressort pas comme un critère de sélection des pays. Plus étonnamment, les estimations de Garcia-Herrero et Xia (2013) montrent que les pays qui ont connu un défaut de paiement par le passé ont plus de chance de signer un accord de *swap* avec la Chine : c'est le cas de la Russie, de l'Ukraine ou encore de l'Argentine. L'accord de *swap* peut dans ce cas être vu comme un instrument de précaution au même titre que les instruments du FMI. En témoigne l'exemple de l'Argentine qui, après avoir signé un accord de précaution avec le FMI en juin 2018 pour faire face à la baisse de ses réserves de change dans un contexte de forte dépréciation de sa monnaie, a déclaré être en négociation avec la Chine pour accroître le montant de sa ligne de *swap* (sans donner de détail sur le montant négocié) ; ou encore le cas du Pakistan qui a annoncé en 2018 le doublement du montant de son accord avec la PBoC, au moment où sa monnaie se dépréciait fortement. Par ailleurs, les pays ayant une proximité institutionnelle avec la Chine n'apparaissent pas nécessairement les plus enclins à signer un accord de *swap* avec la PBoC.

Ces critères apparents de sélection qui jouent sur le choix par la PBoC des pays cosignataires de ses accords de *swap* tranchent avec ceux des banques centrales des pays avancés et en particulier de la Fed. Aizenman et Pasricha (2010)^b identifiait en effet comme principaux facteurs de sélection des économies émergentes par la Fed entre 2008-2009 : (i) l'importance des liens commerciaux et financiers, (ii) un haut degré d'ouverture du compte de capital ainsi que (iii) l'absence d'incidents de paiement sur la dette souveraine.

- a. Eichengreen B. et D. Lombardi (2017), "RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency?," *Asian Economic Papers*, MIT Press, vol. 16(1), pages 35-59, Winter/Sp.
- b. Aizenman J. et G. Kaur Pasricha (2010), "Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation", *International Review of Economics & Finance*, Volume 19, Issue 3, Pages 353-365.

4. Si l'utilité des lignes de *swap* n'est pas contestée, leur opacité est problématique et pourrait conduire à des comportements à risque

L'essor rapide du nombre d'accords de *swaps* comme de leur taille pose la question de leur positionnement vis-à-vis des dispositifs régionaux ou multilatéraux existants. La décision d'établir un accord de *swap* bilatéral et les conditions associées à un tel accord sont à la discrétion des banques centrales, qui agissent selon leur mandat. Les banques centrales s'appuient en effet sur leur mandat pour justifier leur action et ne donnent en général pas d'éléments détaillés pour expliquer le choix de leurs partenaires ou certaines modalités (plafonds, délais, etc.). La Fed indique que l'activation des lignes de *swap* repose sur les processus internes de décisions de chaque banque centrale et que chacune des parties est autorisée à mettre fin unilatéralement à un accord. Cette grande liberté des banques centrales sur ces lignes est associée pour certaines d'entre elles, comme la Fed, à une forme de

transparence (par exemple sur le contenu de ces accords ou les montants activés), mais cette démarche n'est pas une obligation.

Du fait de leurs cadres constitutifs particuliers, les lignes de *swap* ne font pas l'objet de discussions nourries dans les enceintes multilatérales entre banques centrales et tiers extérieurs, notamment à cause de la grande réticence de certaines banques centrales à se voir contraintes dans leurs actions. Il pourrait être ainsi souhaitable d'accroître la transparence de ces lignes, par exemple via des principes agréés de communication autour des caractéristiques principales des lignes de *swap* mises en place, et que ces sujets soient abordés dans les enceintes multilatérales auxquelles participent les banques centrales.

Benoît CAMPAGNE, Julien LECUMBERRY, Myriam MORIN WANG, Morgane SALOMÉ

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la

Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Octobre 2018

N°230. Comment expliquer la réduction de l'excédent agricole et agro-alimentaire ?

Oliva Touze, Florent Dauba, Xavier Ory

N°229. Les nouvelles routes de la soie

Julien Dumond, Martin Landais, Pierre Offret

N°228. Les réformes du marché du travail italien

Haroun Ba, Axel Brunetto, Arnaud Guigné

Septembre 2018

N°227. Perspectives mondiales à l'automne 2018 : toujours soutenues malgré des vents contraires
Louis Boisset, Diane de Waziers, Laetitia François, Carole Hentzgen, Julien Lecumbery, Morgane Salomé

N°226. Quel effet macroéconomique du PACTE ? Premiers éléments de réponse

Cyril de Williencourt, Alejandro Faci, Simon Ray

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>

in Direction générale du Trésor

🐦 @DGTrésor

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.