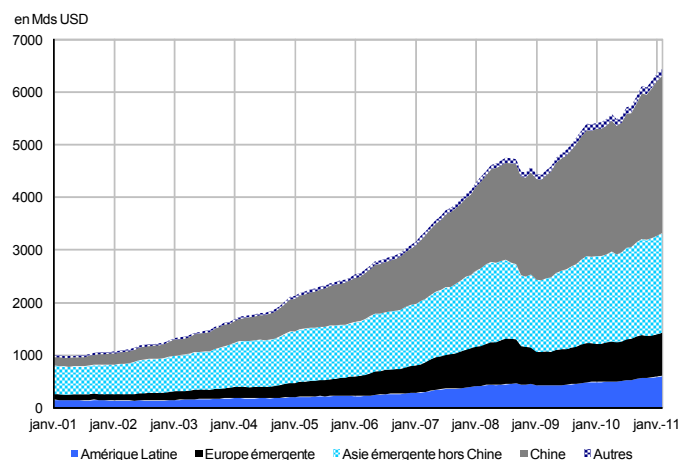


Évolution des réserves de change dans les pays émergents et stratégies d'accumulation

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, des Finances et de l'Industrie.

- Les réserves de change des pays émergents progressent plus vite que celles des pays développés depuis 2004, en raison d'excédents commerciaux et d'entrées de capitaux plus élevés que par le passé. Elles représentent aujourd'hui deux tiers des réserves de change mondiales. La Chine et les autres économies d'Asie émergente, dont les régimes de change sont relativement rigides en détiennent la majeure partie.
- Ces réserves de change ont permis aux pays qui les ont accumulées de résister relativement mieux à la crise. Cet effet protecteur résulte vraisemblablement davantage de la confiance générée par des réserves de change élevées, plutôt que de leur utilisation effective.
- Les flux de capitaux vers les pays émergents se sont contractés de plus de 1 000 Mds USD pendant la crise. Certains pays ont été relativement moins affectés. Si tous les pays avaient été affectés comme ceux qui l'ont été le plus, cette contraction aurait été deux fois plus importante. Les pays émergents pourraient chercher à se prémunir contre ce risque. Avec le retour des flux de capitaux vers ces pays au printemps 2009, l'accumulation de réserves de change a ainsi repris, y compris là où les réserves avaient été suffisantes pendant la crise.
- L'accumulation de réserves de change « excessives » peut être collectivement coûteuse lorsqu'elle se fait au prix de taux de change durablement sous-évalués qui conduisent à entretenir les déséquilibres mondiaux. Mais elle l'est également pour les pays émergents pris individuellement. Différentes solutions permettraient de limiter cette accumulation : (i) une amélioration des formes alternatives d'assurance contre les chocs (*financial safety nets*), (ii) une meilleure régulation des flux de capitaux permettant de limiter leur instabilité et (iii) une flexibilisation des politiques de change de davantage de pays émergents.
- Si l'accumulation de réserves par les pays émergents devait continuer à un rythme important, il est probable qu'elle s'accompagnerait d'une recherche de rendements accrus, qui pourrait se traduire par une diversification des réserves au profit d'actifs plus risqués (actions, titres *corporates*) ou d'actifs libellés dans d'autres monnaies (yen, euro, yuan, real par exemple).

Évolution des réserves de change des pays émergents



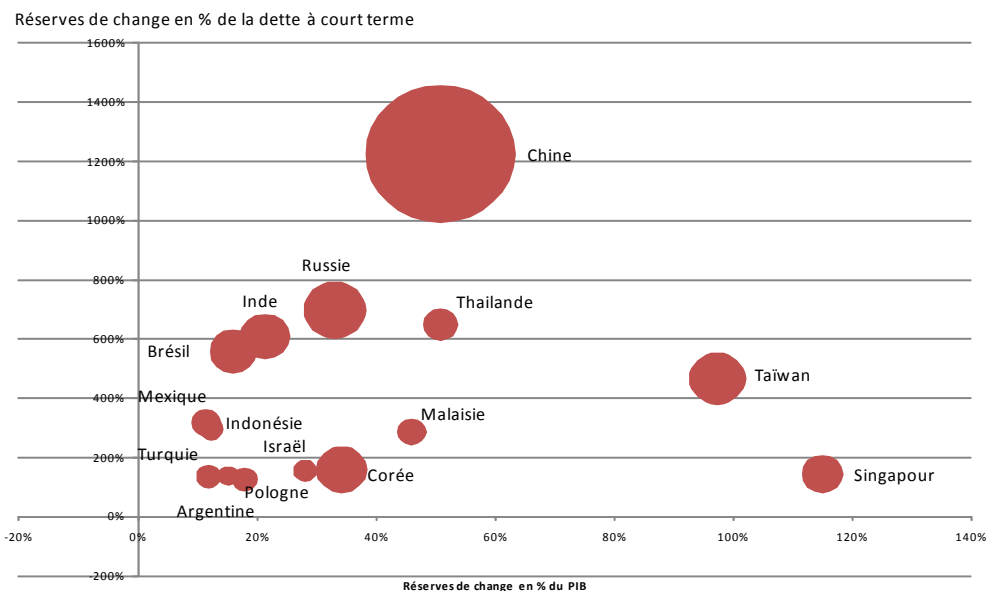
1. Les pays émergents ont accumulé beaucoup de réserves de change depuis 2004, ce qui s'explique par leurs excédents commerciaux, ainsi que par des entrées de capitaux importantes

1.1 Les pays émergents détiennent la majeure partie des réserves de change mondiales

Les pays émergents ont accumulé beaucoup de réserves de change depuis 2004. Elles représentent désormais près des deux tiers des réserves mondiales (soit environ 6 400 Mds USD sur près de 9 500 Mds USD à la fin février

2011)¹. Cette accumulation de réserves de change a principalement été le fait de pays asiatiques. Ces réserves de change couvrent désormais assez largement la dette à court terme de la plupart de ces pays (cf. graphique 1), ce qui n'avait jamais été le cas auparavant.

Graphique 1 : les réserves de change des principaux pays émergents : poids et couverture de la dette à court terme



Sources : Banque Mondiale, Fonds monétaire international (FMI), calculs DG Trésor.

Lecture : La taille de la bulle représente la part des réserves de change du pays dans les réserves mondiales, soit 30 % pour la Chine et 1,2 % en Malaisie.

1.2 Les pays émergents accumulent des réserves de change en raison de leurs excédents commerciaux et d'entrées de capitaux élevées

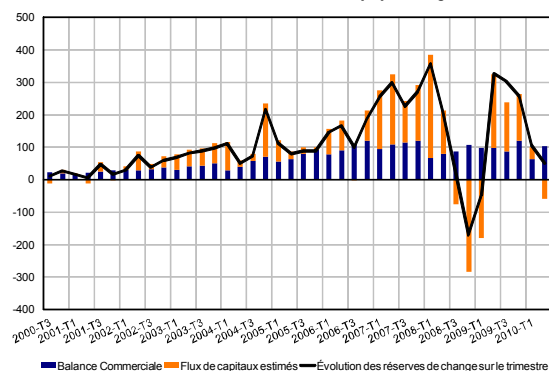
Si les pays émergents ont pu accroître leur détention de réserves, c'est en raison d'un renforcement de leur excédent commercial et du fait de fortes entrées de capitaux (cf. graphique 2). L'excédent commercial agrégé des pays émergents a fortement augmenté depuis 2000, en raison de l'accroissement de l'excédent chinois mais, également, de celui des autres grands pays émergents (Asie, Russie et, dans une moindre mesure, Brésil²). Ce phénomène a été causé chez les exportateurs de matières premières par des cours mondiaux très favorables et a pu également être alimenté par la sous-évaluation du change dans d'autres pays. Le choix du régime de change joue en effet un rôle sur

l'accumulation de réserves de change. Lorsque la parité de change est trop élevée, la balance commerciale est déficitaire (Europe émergente avant la crise) et les réserves de change n'augmentent pas tandis que, lorsque cette parité est trop faible (Asie Pacifique), la balance commerciale est excédentaire, faisant augmenter les réserves de change.

L'autre facteur qui explique l'accroissement des réserves de change, les entrées de capitaux, s'est révélé nettement plus irrégulier sur la période récente. Des entrées de capitaux significatives ont commencé à apparaître au second semestre 2004. Elles ont, par la suite, été très fortes en 2007, au premier semestre 2008 et lors des trois derniers trimestres de 2009³, mais la crise financière a engendré des sorties brutales de capitaux fin 2008-début 2009⁴.

- (1) À côté des réserves de change de la Banque centrale, plusieurs pays ont constitué des fonds souverains. La plupart du temps, ces fonds souverains sont abondés à partir de ressources budgétaires (Russie par exemple) et constituent donc des fonds de stabilisation disponibles pour les périodes de crise. Dans quelques cas (Chine notamment), il s'agit de fonds permettant de diversifier le mode de placement des réserves de change, vers des actifs plus risqués.
- (2) Le Brésil connaît depuis 2001 un excédent commercial. Ce dernier s'est effrité depuis 2008, moment où l'excédent courant préexistant a cédé la place à un déficit.
- (3) Ces entrées de capitaux ont prioritairement pris la forme d'investissement direct étranger (IDE) jusqu'en 2006, les flux de court terme (portefeuille et autres investissements) prenant légèrement le dessus, notamment en Chine, à compter de cette date. L'après crise mondiale présente un profil différent, puisque les flux de court terme sont largement prédominants.
- (4) Voir, sur ce thème, Berthaud F. et Colliac S. (2010), « Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ? », *Trésor-Éco* n° 76, juin.

Graphique 2 : décomposition de l'accroissement des réserves de change dans les pays émergents (mds USD)



Sources : Banque Mondiale, FMI, Datastream, Calculs DG Trésor.

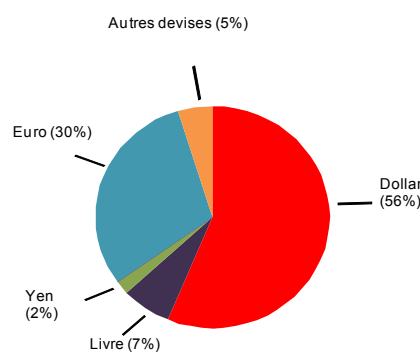
Les excédents de la balance commerciale ont été l'élément principal à l'origine de l'accumulation de réserves de change en Russie et dans le Golfe tandis que, dans l'Europe émergente et au Brésil, l'accumulation de réserves provient essentiellement des entrées de capitaux. En Asie émergente, les excédents commerciaux et les entrées de capitaux y ont tous les deux contribué.

Lorsque les entrées de capitaux représentent le fondement principal à l'accroissement des réserves, les pays adoptent une attitude plus prudente. En effet, lors des crises, les flux de capitaux se retournent vite, alors que les excédents commerciaux évoluent moins rapidement. En 2008, les réserves de change ont donc diminué plus rapidement dans les pays où leur accroissement avait été expliqué prioritairement par les flux de capitaux, ce qui a aggravé la crise de confiance à laquelle ces pays ont été sujets. En conséquence, ces pays (Asie émergente, Brésil) ont pu faire

preuve d'une certaine réticence à utiliser ces réserves de change pour amortir la crise et ont toléré de très fortes dépréciations de change, qui se sont révélées très temporaires.

Ces réserves de change sont placées majoritairement en bons du trésor et libellées dans quelques grandes devises, qualifiées de monnaies de réserve (cf. graphique 3). Il s'agit de monnaies internationales qui constituent de bonnes réserves de valeur, c'est-à-dire dont une dépréciation forte liée à une inflation élevée est improbable. Parmi ces grandes devises, le dollar reste la monnaie de réserve prépondérante, mais sa part a diminué de 67 % il y a 10 ans à 56 % à fin 2010. La part de l'euro a augmenté de 20 à 30 % entre 1999 et 2002, mais stagne depuis.

Graphique 3 : composition des réserves de change des pays émergents par monnaies de réserve à fin 2010



Sources : FMI (base de données COFER : cette base de données n'inclut des informations que sur la composition des réserves des Banques centrales déclarantes, ce qui correspond à environ les 2/5^{èmes} des réserves de change des pays émergents), Calculs DG Trésor.

2. Les réserves de change auraient partiellement protégé les pays émergents pendant la crise

Les réserves de change peuvent être considérées comme un filet de sécurité financier pour les pays qui les possèdent. Elles peuvent en effet être utilisées pour subvenir à des besoins de liquidité en cas de crise, au même titre que les aides internationales, telles que les aides du FMI ou les accords de *swap*⁵ de devises entre les banques centrales. La différence entre les réserves de change et les aides extérieures est que les premières fournissent une auto-assurance contre les restrictions de liquidité, tandis que les deuxièmes constituent une assurance multilatérale ou bilatérale, dont l'octroi n'est pas automatique.

2.1 Les pays qui disposaient de davantage de réserves de change ont connu une contraction du PIB relativement plus modérée pendant la crise

La crise de 2008/2009 a été plus grave dans les pays émergents qui avaient des relations commerciales étroites avec des pays développés, mais également dans ceux qui disposaient de moins de réserves de change. Ainsi, le recul du PIB entre le 3^{ème} trimestre 2008 et le 1^{er} trimestre 2009 (période de crise) a été plus fort dans les pays qui avaient un degré d'ouverture commerciale élevé et des réserves de change faibles au regard de la dette à court terme.

Il apparaît que les réserves de change ont bien joué un rôle protecteur partiel pendant la dernière crise. Au delà d'un certain niveau de réserves, cependant, la protection supplémentaire apportée par des réserves de change additionnelles semble marginale (cf. graphique 4). La convention communément admise est que les réserves de change doivent couvrir les besoins de financement en devises à un an d'une économie. Ces besoins de financement sont représentés par la dette à court terme et par le déficit courant (s'il y a lieu). Au-delà de ces besoins, une marge de sécurité est nécessaire, mais elle dépend de la probabilité que surviennent des sorties de capitaux et de l'ampleur de ces sorties de capitaux. Il semble, au regard du graphique 4, que cette marge ne permette pas de justifier la détention de réserves représentant plus de 200 % des besoins de financement⁶ :

- pendant la crise, à niveau d'ouverture commerciale donné, les pays qui détenaient plus de 200 % de leur besoin de financement en réserves de change n'ont pas beaucoup moins souffert que ceux qui en détenaient environ 200 % ;

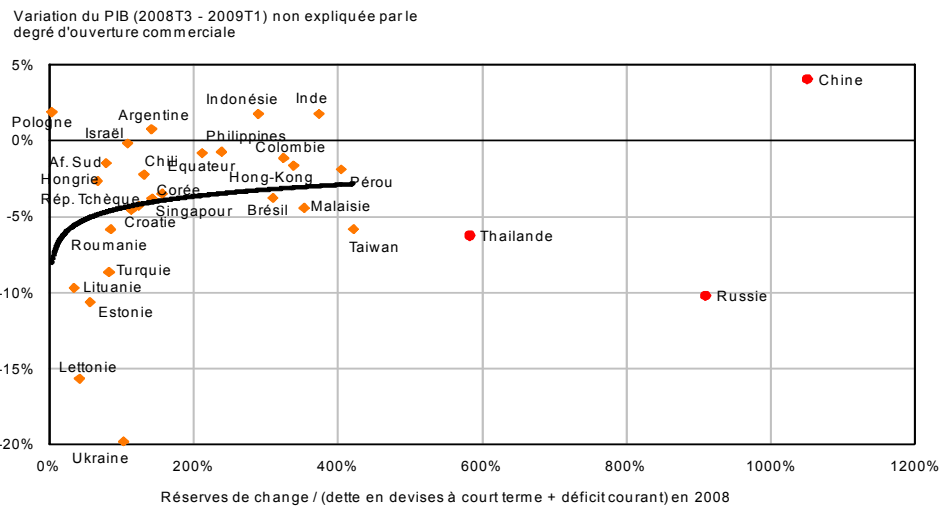
(5) Le *swap* de devises consiste en un achat (ou une vente) au comptant et une vente (ou un achat) simultanément à terme d'une monnaie étrangère.

(6) Le FMI parvient à un résultat voisin : (2010), "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", *Policy Paper*, June 15.

- en dessous de ce niveau, en revanche, les réserves semblent avoir apporté un effet protecteur relatif aux pays qui les détenaient. Les primes de risque et la volatilité du change ont fortement augmenté dans les

pays qui possédaient moins de réserves (surtout dans l'Europe émergente) et leur activité a davantage reculé.

Graphique 4 : relation entre les réserves nettes de change à l'orée de la crise et la chute du PIB observée pendant la crise⁷ (%)



Sources : Banque Mondiale, Global Insight, Datastream, Calculs DG Trésor.

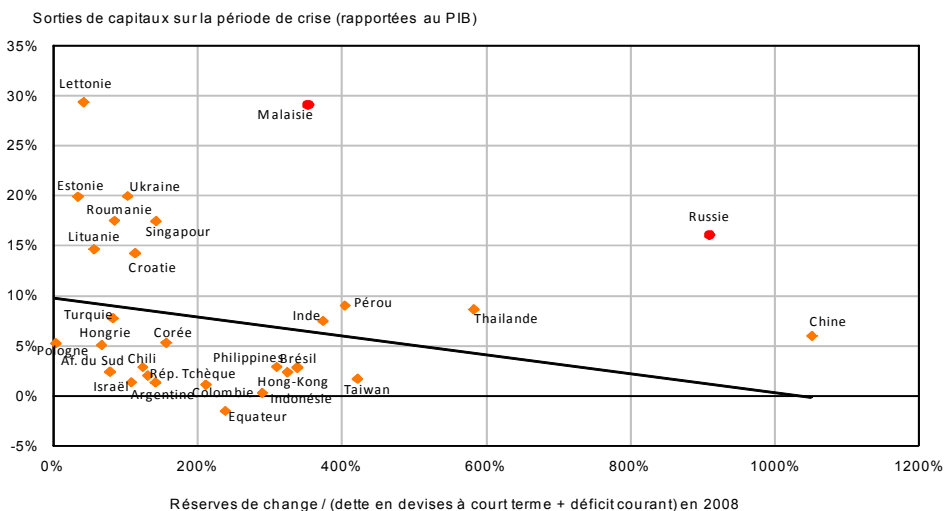
Lecture : au Pérou, les réserves de changes représentaient 4 fois les besoins de financement en devises (dette à court terme + déficit courant) à l'orée de la crise. Le PIB a chuté de 2 % pendant la crise, hors effets liés à la contraction du commerce international. La courbe (estimée avec une fonction logarithmique) montre que l'avantage marginal qui existe à détenir davantage de réserves de change est décroissant. La Chine, la Thaïlande et la Russie ne sont pas pris en compte dans cette courbe (réserves trop nettement supérieures aux besoins de financement en devises).

2.2 Les pays émergents qui disposaient de peu de réserves de change avant la crise ont subi des sorties de capitaux plus conséquentes et ont eu tendance à utiliser davantage leurs réserves de change

entrées de capitaux permettent de financer le déficit, mais pas d'accumuler des réserves de change. Dès lors que ces entrées de capitaux s'interrompent, le risque de crise est beaucoup plus élevé, du fait des difficultés de financement du déficit courant, du moindre niveau des réserves et des potentielles sorties de capitaux que peut générer une éventuelle crise de confiance (cf. graphique 5⁸).

Les pays qui disposent de peu de réserves de change, au regard de leur dette à court terme, sont souvent des pays en déficit courant structurel. En effet, pour ces pays, les

Graphique 5 : lien entre les réserves de change nettes de la dette en devises et les sorties de capitaux



Sources : Banque Mondiale, Global Insight, Datastream, Calculs DG Trésor.

Lecture : au Brésil, les réserves de change représentaient 310 % du total de la dette en devises à court terme et du déficit courant. Dans ce même pays, les sorties de capitaux⁹ ont représenté 3 % du PIB sur la période de crise, soit entre octobre 2008 et février 2009.

- (7) L'ordonnée montre quelle aurait été l'évolution du PIB, en dehors des effets liés à la contraction du commerce. L'équation reliant les variables considérées est la suivante : $Variation(PIB) = -2,54 + 0,052.Réserves\ nettes - 0,044.Taux\ d'ouverture$. L'évolution du PIB non expliquée par le degré d'ouverture commerciale est donc obtenue de la manière suivante : $Variation(PIB) - (-0,044.Taux\ d'ouverture)$.
- (8) La Russie (crise de confiance) et la Malaisie (qui avait répondu à la crise de 1997 par des contrôles sur les sorties de capitaux) sont deux cas particuliers.

De la crise récente, on peut tirer deux leçons :

- les pays qui disposent des plus faibles niveaux de réserves de change sont contraints de s'en servir. La crise a confirmé qu'un faible niveau de réserves de change au regard de la dette à court terme est susceptible d'engendrer une détérioration plus rapide de la confiance dès lors qu'une crise se déclenche. Les créanciers sont en effet moins enclins à accorder un refinancement (*rollover*) de dette au pays et la Banque centrale ne dispose pas de suffisamment de réserves de change pour défendre la parité de change. En conséquence, les anticipations des agents, y compris résidents, se détériorent, induisant de fortes sorties de capitaux, qui font diminuer les réserves de change ;
- les pays qui disposent de réserves de change confortables sont d'autant mieux protégés d'une crise de confiance qu'ils ne se servent pas de leurs réserves de change. Lors de la crise récente, il est apparu qu'une forte diminution des réserves de change a produit un effet signal stigmatisant, à l'origine d'une accentuation des sorties de capitaux, y compris dans les pays dont les réserves de change paraissaient suffire pour éviter une crise de liquidité¹⁰, tels que la Corée. Cet effet de signal négatif a pu inciter les pays qui détenaient des réserves de change élevées à ne pas les utiliser et à accepter une dépréciation temporaire de leurs devises.

3. Un test de résistance (*stress test*) indique que, dans le pire des cas, les sorties de capitaux pourraient atteindre près du double de ce qui a été observé pendant la crise, ce qui pourrait inciter les pays émergents à accumuler davantage encore de réserves de précaution

La crise a conduit à réviser les conventions habituellement utilisées pour calculer le montant adéquat des réserves de change pour un pays. Le consensus précédent était que les réserves de change devaient essentiellement couvrir la dette à court terme. Le nombre important d'arrêts brutaux des flux de capitaux dans les pays émergents, depuis le début des années 1990, laisse désormais entendre qu'une banque centrale doit accroître sa détention de réserves pour se protéger contre le risque de sorties de capitaux, dont il convient de quantifier la probabilité de survenance et l'ampleur.

Cette quantification est complexe, car elle relève d'estimations et crée une incertitude sur ce que devrait être le niveau optimal des réserves de change pour chaque pays. Une possibilité serait de considérer qu'une banque centrale cherche à disposer de suffisamment de réserves de change pour couvrir à la fois la dette à court terme et la pire

contraction des flux de capitaux à laquelle le pays puisse être exposé. Cette dernière peut être calculée de deux manières. La première prend pour référence la crise mondiale de 2008-2009, tandis que la deuxième considère un *stress test* où chaque pays cherche à se protéger de sorties de capitaux aussi importantes, en points de PIB, que celles subies par le pays¹¹ de sa zone géographique qui en a connu le plus.

On peut considérer que les réserves de change qu'un pays détient lui garantissent une auto-assurance à 100 % si leur détention couvre à la fois la dette à court terme et les sorties de capitaux qui pourraient éventuellement survenir. Une évaluation en est donnée (tableau 1) par grandes zones géographiques. Lorsque des réserves excédentaires existent, cela signifie que les réserves de change offrent une auto-assurance complète.

Tableau 1 : une comparaison des réserves de change des pays émergents avec les différents motifs d'auto-assurance (en Mds USD)^a

	Réserves de change avant la crise = (1)	Sorties de capitaux pendant la crise récente = (2)	Dette à court terme = (3)	Réserves excédentaires (1 ^{er} calcul) = (1)-(2)-(3)	<i>Stress test</i> sur les sorties de capitaux = (4)	Réserves excédentaires (2 ^{ème} calcul) = (1)-(4)-(3)
Chine	1 908	262	175	1 471	262	1 471
Pays émergents hors Chine	2 868	880	1 403	585	1 714	-249
dont Europe émergente	876	484	291	101	594	-9
- dont Russie	543	270	57	216	270	216
- dont hors Russie	333	214	234	-116	325	-226
dont Asie émergente hors Chine	1 455	297	938	220	975	-458
dont Amérique latine	437	92	116	229	110	210
- dont Brésil	206	45	36	125	45	125
- dont hors Brésil	232	47	81	104	65	86
dont Autres pays émergents	100	8	58	35	35	8

a. Les sorties de capitaux sont estimées avec la même méthode que Berthaud F. et Colliac S. (2010), « Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ? », *Trésor-Éco* n° 76, juillet, qui a permis de dater, pour les pays qui l'ont subi, la période d'arrêt brutal de leurs flux de capitaux. Pour ce type de pays, c'est cette période qui est retenue pour le calcul de la contraction des flux de capitaux. Pour les autres pays, la période retenue est octobre 2008 – février 2009, où l'ensemble des pays émergents ont subi des sorties de capitaux (y compris ceux pour lesquels cela n'a pas généré un arrêt brutal).

Sources : Banque Mondiale, *Global Insight*, *Datastream*, *Joint debt tables*, *Calculs DG Trésor*.

(9) Les sorties de capitaux sont estimées avec la même méthode que dans le *Trésor-Éco* n° 76 : « Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ? », qui a permis de dater, pour les pays qui l'ont subi, la période d'arrêt brutal de leurs flux de capitaux. Pour ce type de pays, c'est cette période qui est retenue pour le calcul des sorties de capitaux. Pour les autres pays, la période retenue est octobre 2008 – février 2009, où l'ensemble des pays émergents ont subi des sorties de capitaux (y compris ceux pour lesquels cela n'a pas généré un arrêt brutal).

(10) Aizenman J. et Sun Y. (2010), "The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to 'Fear of losing International Reserves'?", mimeo.

(11) Ne peuvent être pris pour référence que des pays de taille significative.

Une dichotomie apparaît entre la Chine, où la majeure partie des réserves excédentaires sont concentrées, et les autres pays émergents. Pour ceux-ci, la situation est plus ambiguë :

- lors de la crise récente, la plupart des pays émergents ont semblé disposer de réserves de change en quantité suffisante, l'Europe émergente (hors Russie) faisant exception. Pour cette raison, c'est la région dans laquelle le plus d'accords de confirmation ont été octroyés par le FMI ;
- le *stress test* sur les sorties de capitaux montre néanmoins que de nombreux pays émergents pourraient considérer que leurs réserves de change ne leur offriraient pas une auto-assurance complète lors de crises ultérieures potentiellement plus graves. L'Europe émergente (hors Russie) et l'Asie émergente (hors Chine) sont dans ce cas. Dans ces régions, les Banques centrales pourraient également être tentées d'accumuler davantage de réserves de change :

- la somme des besoins en réserves de change des pays où celles-ci pourraient être perçues par les autorités comme insuffisantes représenterait près de 600 Mds USD. Si cette estimation s'avérait exacte, les pays émergents seraient incités à accumuler davantage de réserves de change dans un futur proche ;
- la politique récemment conduite par l'Indonésie confirme ce désir d'accumulation. Cette dernière a déclaré début 2010 qu'elle avait l'objectif d'atteindre 100 Mds USD de réserves de change d'ici à 2014. Les raisons pour lesquelles ce pays souhaite accumuler davantage de réserves de change ne semblent toutefois pas liées à sa propre expérience lors de la crise récente, car les sorties de capitaux ont été limitées et la dette à court terme est faible. En revanche, comparé aux autres pays du sud-est asiatique, le niveau de réserves de change de l'Indonésie est plus bas. Ces réserves ne permettraient pas de faire face à des sorties de capitaux de même amplitude que celles survenues en Malaisie (de l'ordre de 29 % du PIB).

4. La probable poursuite de l'accumulation de réserves de change par les pays émergents pose différents défis

4.1 Les réserves de change des pays émergents pourraient continuer à croître fortement

Certains pays émergents peuvent souhaiter accumuler davantage de réserves de change. Cela a d'autant plus de chances de se produire que les excédents commerciaux et les entrées de capitaux dont bénéficient les pays émergents sont, depuis la fin de la crise, à des niveaux voisins de ceux connus avant la crise. En conséquence, leurs réserves de change ont déjà augmenté de 4 700 Mds USD à la fin de la crise (fin du 1^{er} trimestre 2009) à près de 6 500 Mds USD à fin 2010. À plus long terme, le FMI projette qu'avec des comportements d'accumulation de réserves semblables à ceux d'aujourd'hui, les réserves de change des pays émergents passeraient de 50 % du PIB des États-Unis à l'heure actuelle à près de 700 % à l'horizon 2035.

4.2 Ce nouvel accroissement des réserves pourrait inciter les pays émergents à rechercher davantage de rendements et donc à diversifier leurs actifs de réserve

Si ces projections du FMI se vérifient, les réserves de change des pays émergents devraient nettement dépasser ce qui leur serait strictement nécessaire, notamment dans un motif de précaution (y compris sur la base du *stress test* établi précédemment). Or, la détention de réserves de change présente un coût d'opportunité, dans la mesure où elles sont placées dans des titres publics de pays développés – qui rapportent peu au regard d'autres opportunités de placement ou d'investissement dans le pays –. Les pays émergents pourraient donc être tentés de diversifier davantage leur réserve, notamment la partie de leur réserve qui dépasse la détention pour motif de précaution. Cette diversification pourrait prendre plusieurs formes :

- diversification des monnaies de réserve du dollar vers celles des autres pays développés ;

- élargissement des monnaies de réserve à celles des grands pays émergents dont la dette apparaît la plus soutenable, dont le Brésil, la Corée et la Chine¹² ;
- élargissement des actifs de réserve vers des actifs plus risqués et moins liquides, comme les actions, afin d'obtenir de meilleurs rendements sur la partie excédentaire des réserves, dont la Banque centrale considère pouvoir se passer en cas de crise de liquidité¹³.

Un mouvement de diversification semble d'ores et déjà observable, puisque (voir graphique 3, plus haut) la part des devises autres que le dollar, l'euro, la livre et le yen représente 5 % des réserves de change des pays émergents à fin 2010, contre 2 % début 2009. Les informations sont parcellaires, mais il semble que ces autres devises puissent être des devises de pays développés (Canada, Australie) et, pour partie, de pays émergents (Corée et, dans une moindre mesure, Chine).

4.3 Un accroissement supplémentaire des réserves de change n'est cependant pas souhaitable

Une trop forte accumulation de réserves de change présente plus de coûts que d'avantages :

- individuellement : lorsque les réserves de change deviennent trop élevées, un nouvel accroissement ne permet pas d'accroître davantage encore leur effet protecteur (cf. graphique 4). Les coûts d'opportunité (le fait de placer ces réserves dans des actifs qui rapportent peu, plutôt que d'investir dans des projets d'investissement rentables) et de stérilisation de ces réserves l'emportent ;
- collectivement : l'augmentation des réserves de change, sans être coûteuse en tant que telle, peut tra-

(12) La mise en place par la banque centrale chinoise de *swaps* de devises rend désormais possible la détention de yuan par d'autres banques centrales.

(13) Déclarations de l'Autorité Monétaire de Hong Kong (qui n'est pas une véritable Banque centrale, mais une caisse d'émission (*currency board*)).

duire une flexibilité trop faible des taux de change des pays émergents qui pose, elle, des problèmes globaux. Ces politiques se traduisent par des taux de change trop bas dans certains pays, induisant des excédents commerciaux élevés, qui contribuent à la perpétuation des déséquilibres mondiaux. Cette flexibilité trop faible favorise également des flux de capitaux de portefeuille profitant des opportunités de *carry trade*¹⁴, qu'elle facilite. Ces flux par nature instables accroissent le risque de crise, par l'intermédiaire d'un retournement brutal des flux de capitaux¹⁵. La volonté d'un pays d'accumuler rapidement des réserves de change, si elle se traduit par une politique de change fixe durablement sous-évaluée, a ainsi un coût pour l'économie mondiale.

Deux manières complémentaires de limiter cette accumulation de réserves de change seraient :

- l'amélioration des filets de sécurité financiers multilatéraux (*financial safety nets* (FSN), cf encadré 1), dont les déficiences actuelles conduisent les pays émergents à privilégier l'auto-assurance ;
- que les pays émergents augmentent la flexibilité de leur taux de change, afin d'accroître l'incertitude, ce qui compliquerait la mise en œuvre de stratégies de *carry trade*.

**Stéphane COLLIAC,
Cyril REBILLARD**

Encadré 1 : les filets de sécurité financiers

Un filet de sécurité financier (*financial safety net* ou FSN) désigne toute ressource qui pourra être utilisée lors d'une crise ou d'une restriction de liquidité. Les réserves de change constituent donc, à strictement parler, un FSN, dont chaque pays peut se doter de manière unilatérale. Les FSN peuvent également être bilatéraux. C'est le cas des accords de *swaps* de change entre Banques centrales. Toutefois l'accès à ce type de ressources dépend avant tout de la qualité de la relation de chaque pays émergent avec les grandes banques centrales capables de proposer des accords (Réserve fédérale (Fed), Banque centrale européenne (BCE), Banque centrale du Japon, Banque centrale chinoise). Les FSN peuvent, enfin, être multilatéraux : c'est le cas des aides des institutions financières internationales, au premier rang desquelles celles du FMI. Tout FSN doit être octroyé selon des critères précis et une conditionnalité suffisamment contraignante pour garantir l'absence d'aléa moral, c'est-à-dire pour éviter une situation où la perspective d'une assistance financière ultérieure conduirait les pays à adopter des politiques économiques plus laxistes.

Lorsque la crise financière a débuté, les FSN multilatéraux étaient insuffisants, tant du point de vue des moyens financiers qu'ils pouvaient mobiliser que de la diversité des instruments disponibles. La première difficulté a été levée au printemps 2009, lorsqu'un triplement des ressources du FMI a porté ces dernières à 750 Mds USD. À cette date, pour combler le besoin de financement des pays en crise, le FMI ne disposait que de l'instrument de l'accord de confirmation (*stand-by arrangement*). Parce que c'était l'unique instrument et qu'il était donc proposé aussi aux pays dont la gestion macroéconomique avait failli, il a toujours été considéré comme stigmatisant. Un nouvel instrument a donc été créé au printemps 2009, la Ligne de Crédit Modulable (*flexible credit line* ou FCL), qui est octroyée uniquement à des pays dont le cadre de politique macroéconomique est sain (finances publiques solides, inflation maîtrisée et système bancaire sain, notamment).

Cependant, lors de la crise récente, seuls trois pays (le Mexique, la Colombie et la Pologne) ont eu recours à cet instrument et bien qu'ils y aient eu recours, ils continuent à accumuler davantage de réserves de change. Le succès mitigé de la FCL provient notamment de ce que les notations financières (*ratings*) des agences de notation, auxquelles les pays émergents accordent une grande importance, ne prennent pas en compte au même titre que les réserves, les liquidités que peuvent procurer la FCL. Face au constat d'un instrument utile mais insuffisamment utilisé, une réforme de la FCL a été adoptée par le FMI en septembre 2010. Cette réforme a visé à accroître la durée pendant laquelle un pays peut bénéficier de la FCL et à supprimer certaines limites d'accès aux ressources du FMI pour les pays qui y recourent.

Un instrument complémentaire, la Ligne de Crédit Préventive (*precautionary credit line* ou PCL), a également été créé à cette occasion. Cet instrument devrait pouvoir bénéficier à des pays qui ne respectent pas les conditions d'octroi de la FCL en raison de fragilités intrinsèques, mais dont la situation économique est solide^a.

- a. Pour plus de détails sur les instruments dont dispose le FMI (accord de confirmation, ligne de crédit modulable et ligne de crédit préventive), se reporter aux fiches techniques du FMI accessibles en ligne en cliquant sur les liens suivants : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sba.htm> (pour l'accord de confirmation du FMI), <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/pcl.htm> (pour la ligne de crédit préventive, PCL) et <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/fcl.htm> (pour la ligne de crédit modulable, FCL).

(14) On entend ici par *carry trade* toute stratégie consistant à s'endetter dans une devise à faible taux d'intérêt et acheter des actifs (obligations ou actions) dans une autre devise, souvent d'un pays émergent.

(15) Pour davantage de détails sur ce thème, voir Berthaud F., Bouveret A. et Colliac S. (2010), « Les flux de capitaux vers les pays émergents : enjeux et modes de régulation » *Trésor-Éco* n°85, avril.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

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

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus**■ Mai 2011**

n°86. Ni déflation, ni spirale inflationniste aux États-Unis : l'apport d'une modélisation par secteur de l'inflation sous-jacente
Vincent GROSSMANN-WIRTH, Clotilde PFINGSTAG

Avril 2011

n°85. Les flux de capitaux vers les pays émergents : enjeux et modes de régulation
Fabrice BERTHAUD, Antoine DOUVERET, Stéphane COLLIAC

Février 2011

n°84. Facteurs explicatifs des évolutions récentes des défaillances d'entreprises : une analyse économétrique
Cathy DOLIGNON

Janvier 2011

n°83. Impact de la crise sur l'emploi et les salaires en France
José BARDAJI

http://www.tresor.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/tresoreco.htm