

Quel est le pire pour les marchés émergents : la volatilité des taux de change ou celle des taux d'intérêt?

Carmen M. Reinhart et Vincent Raymond Reinhart

S I LES MODES en matière de régimes de change ont évolué au fil des ans, les propositions visant la mise en place d'une zone-objectif de fluctuation pour les trois principales devises mondiales — dollar, deutsche mark (désormais remplacé par l'euro) et yen — sont bien vivaces. L'argument est que la zone-objectif — fourchette de fluctuation autorisée des taux de change, exprimée en pourcentage, définie d'un commun accord par les pays émetteurs des monnaies concernées — permettrait aux pays industrialisés de bénéficier d'une plus grande stabilité des taux de change à une époque où les parités fixes ne sont plus de mise.

Les travaux d'avant-garde de Ronald McKinnon et John Williamson sur le concept de zone-objectif portaient principalement sur les avantages potentiels de cette formule pour le monde industrialisé. Depuis quelques années, toutefois, on se demande si elle ne pourrait pas bénéficier également aux pays émergents, dont la monnaie est souvent liée au dollar implicitement ou explicitement. N'estime-t-on pas que la volatilité des taux de change dans les pays industrialisés a joué un rôle dans les crises financières qui ont secoué les marchés émergents vers la fin des années 90? En particulier, la longue période d'appréciation du dollar vis-à-vis du yen et du deutsche mark à la veille de la crise asiatique aurait contribué à affaiblir la position concurrentielle de nombre d'économies émergentes.

D'aucuns font valoir qu'un moyen de limiter les chocs exogènes déstabilisateurs serait de réduire les fluctuations des taux de change entre les devises du Groupe des Trois, ou G-3 (États-Unis, Japon et les douze membres de la zone euro : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal) en créant des zones de référence monétaire. Un tel régime serait-il dans l'intérêt des pays

émergents? Pour répondre à cette question, nous avons étudié l'impact, sur les trente dernières années, de la fluctuation des taux de change et d'intérêt des monnaies du G-3 dans 128 pays en développement. Les résultats de notre analyse devraient donner à réfléchir aux partisans de la zone-objectif.

Taux d'intérêt ou taux de change?

Pour cerner les avantages et les inconvénients d'une zone-objectif, il est essentiel de déterminer la manière dont les banques centrales du G-3 (le Système fédéral de réserve des États-Unis, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne) interviendraient pour maintenir leurs taux de change à l'intérieur de la fourchette spécifiée. En principe, il y a trois formes d'intervention possibles.

- Premièrement, les autorités nationales peuvent recourir à une intervention stérilisée sur le marché des changes — achats ou ventes de leur monnaie sans incidence sur leur masse monétaire — pour limiter les fluctuations bilatérales.

- Deuxièmement, elles peuvent imposer une forme quelconque de contrôle des changes ou des mouvements de capitaux, ainsi qu'une taxe sur les transactions ou un coefficient de réserves obligatoires pour le système bancaire.

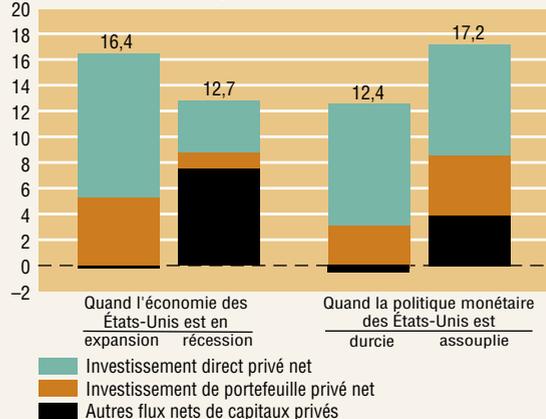
- Troisièmement, les autorités monétaires des principaux pays peuvent agir sur les conditions du marché intérieur pour que les taux de change de leur monnaie restent à l'intérieur d'une certaine fourchette. Elles peuvent le faire notamment par des interventions ordinaires, non stérilisées, sur le marché des changes (achats ou ventes de leur propre monnaie ayant un impact sur la masse monétaire), liant ainsi plus directement les taux d'intérêt sur le marché intérieur au taux de change de la monnaie nationale.

La troisième option est en l'occurrence la seule viable, l'intervention stérilisée ayant fait la preuve de son inefficacité et la communauté

La stabilité des taux de change assurée par une zone-objectif de fluctuation pour les trois principales devises mondiales serait-elle dans l'intérêt des marchés émergents? Une étude récente semble indiquer qu'elle se ferait peut-être au prix d'une volatilité accrue des taux d'intérêt. D'où la difficulté de répondre à cette question.

Graphique 1
Effet des cycles économiques des États-Unis sur les apports de capitaux réels aux pays émergents

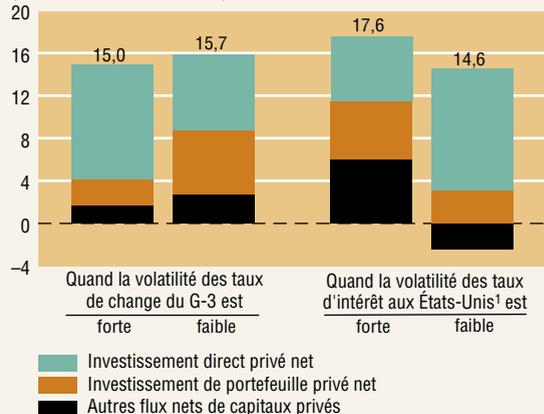
(milliards de dollars de 1970)



Source : calculs des auteurs sur la base des données des *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2000, du FMI (Washington, Fonds monétaire international).
 Note : chiffres au-dessus des colonnes = total des flux nets de capitaux privés.

Graphique 2
Effet de la volatilité des taux de change et d'intérêt sur les apports de capitaux réels aux pays émergents

(milliards de dollars de 1970)



Source : calculs des auteurs sur la base des données des *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2000, du FMI (Washington, Fonds monétaire international).
 Note : chiffres au-dessus des colonnes = total des flux nets de capitaux privés.
¹ La période échantillon pour la volatilité des taux d'intérêt aux États-Unis est 1973-99.

internationale étant généralement favorable à la libre circulation des capitaux. Comment se déroulerait en pratique cette intervention? Si, par exemple, le taux de change du dollar par rapport au yen approchait le plafond de la zone-objectif déterminée (c'est-à-dire s'il s'appréciait par rapport au yen), la Réserve fédérale pourrait intervenir en achetant du yen avec des dollars, ce qui contribuerait à accroître les réserves du système bancaire et à réduire les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis. Cela implique l'arbitrage suivant : il faudrait que les taux d'intérêt à court terme sur les marchés intérieurs des pays du G-3 soient plus variables pour que les taux de change soient moins volatiles. En outre, la subordination de la politique monétaire à un objectif de change pèserait vraisemblablement sur la dynamique des cycles conjoncturels et sur les flux de capitaux vers le monde en développement.

Ainsi, un régime à zone-objectif pourrait réduire la volatilité des taux de change, mais au prix d'une augmentation de la volatilité des taux d'intérêt. Pour évaluer les mérites de ce choix, il convient de rappeler que la plupart des pays en développement sont débiteurs nets à l'égard du monde industriel, cette dette étant le plus souvent à court terme et libellée dans une monnaie du G-3. Par conséquent, une plus grande stabilité des taux de change signifierait pour les marchés émergents des termes de l'échange plus stables, mais aussi une plus grande volatilité du coût du service de la dette extérieure, voire une hausse des primes de risque. En conséquence, tout bien considéré, les économies émergentes ne bénéficieraient pas nécessairement de l'adoption d'un régime à zone-objectif. L'avantage d'une plus grande stabilité des termes de l'échange devra être comparé au coût que représente une charge d'intérêts plus incertaine, ce calcul dépendant à la fois de la composition des flux d'échanges et du stock de la dette. En fait, ce calcul peut s'avérer très complexe si, par exemple, de fortes hausses du coût de l'emprunt devaient induire des tensions

au niveau des bilans et un rationnement du crédit qui seraient plus préjudiciables pour les perspectives du revenu national qu'une réduction équivalente des coûts d'emprunt ne les favoriserait. La prise en compte d'interactions plus complexes — et réalistes — entre le monde industrialisé et le monde en développement rend ce calcul encore plus abscons, car une volatilité accrue des taux d'intérêt au sein du G-3 peut retentir sur le niveau global de la demande dans les pays industrialisés ou sur la disposition des investisseurs occidentaux à prêter à l'étranger.

Les flux de capitaux Nord-Sud

Étant donné que la théorie économique donne à penser que des influences s'exercent dans des directions différentes, nous avons choisi d'aborder la question de manière empirique. Nous nous sommes d'abord demandé comment les cycles économiques aux États-Unis — récession ou expansion — avaient agi sur les flux de capitaux réels en direction des marchés émergents entre 1970 et 1999. Comme le montre le graphique 1 et comme on pouvait s'y attendre, les flux nets vers les marchés émergents ont été considérablement plus importants en valeur réelle en période d'expansion aux États-Unis qu'en période de récession. Cette différence tient essentiellement au gonflement des flux d'investissement direct étranger (IDE) (presque trois fois plus importants en période d'expansion) et d'investissement de portefeuille (près de cinq fois plus importants).

La principale catégorie faisant contrepoids est celle des autres apports nets de capitaux (essentiellement les prêts bancaires), qui se sont évaporés durant la phase d'expansion aux États-Unis. Les banques ont apparemment cherché à multiplier les possibilités de prêts à l'étranger (souvent à court terme) quand la demande intérieure de crédit et les taux d'intérêt diminuaient, comme c'est souvent le cas en période de

récession. De même, on peut supposer que la demande de crédit dans les pays industrialisés reprend lorsque l'IDE s'es-souffle. L'explosion des prêts consentis par les banques américaines aux pays d'Amérique latine vers la fin des années 70 et au début des années 80, ainsi que l'essor des prêts des banques japonaises aux économies émergentes d'Asie vers le milieu des années 90 sont deux exemples du caractère cyclique de ces autres apports nets de capitaux. Même si une récession aux États-Unis n'est pas une nouvelle entièrement mauvaise pour les flux de capitaux vers les marchés émergents, ces flux sont le plus souvent des financements à court terme moins stables que l'IDE.

Nous avons structuré notre échantillon suivant l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis. En période d'assouplissement de cette dernière, les marchés émergents de toutes les régions du monde (sauf l'Afrique, presque entièrement coupée des marchés de capitaux internationaux) ont bénéficié d'un afflux de capitaux nettement plus important. Si les flux d'IDE et d'investissement de portefeuille ne varient pas beaucoup en fonction du cycle du taux d'intérêt, les autres flux (à court terme) fluctuent considérablement.

Quelle volatilité est préférable?

Étant donné que les marchés de capitaux canalisent de multiples courants d'influences qui s'exercent du Nord au Sud, comment savoir dans quelle mesure il est rentable d'«acheter» la stabilité du taux de change au prix d'une variabilité accrue des taux d'intérêt? Le graphique 2 offre une réponse empirique en montrant ce qui se produit lorsque l'on structure l'échantillon des trente années de données sur les flux de capitaux réels en fonction de la plus ou moins grande volatilité des taux de change réels du G-3 par rapport à la médiane et de la plus ou moins grande volatilité des taux d'intérêt réels à court terme aux États-Unis par rapport à la médiane.

Comme en témoigne la similitude des deux colonnes de gauche, les flux de capitaux sont restés en moyenne identiques, indépendamment de la volatilité des taux de change au sein du G-3. Toutefois, cette volatilité semble avoir été associée à une baisse des investissements de portefeuille au profit de l'investissement direct. Les conséquences sont nettement plus importantes lorsque les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis fluctuent plus que la moyenne. Sur les trente dernières années, c'est quand les taux d'intérêt ont le plus varié que les flux de capitaux ont été les plus importants. Cela tient entièrement aux investissements de portefeuille et autres flux (essentiellement bancaires), qui ont été pratiquement nuls, sur une base nette, quand les taux d'intérêt étaient stables, mais supérieurs à 10 milliards de dollars au total en période de volatilité. Par contre, l'investissement direct privé semble souffrir de la volatilité des taux d'intérêt : il a été moitié moins important en période de volatilité qu'en période de stabilité des taux d'intérêt.

Quelques réflexions à l'intention des décideurs

En pesant le pour et le contre d'une zone-objectif au sein du G-3, les décideurs peuvent légitimement se demander si une telle formule serait dans l'intérêt du monde en développement. Les données historiques dont on dispose ne semblent



Vincent Raymond Reinhart est Directeur des affaires monétaires au Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis. Carmen M. Reinhart, qui était professeur d'économie à l'université du Maryland lors de la préparation de l'étude dont s'inspire cet article, est Sous-Directrice du Département des études du FMI.

pas indiquer que la volatilité des taux de change du G-3 ait eu une influence anormale sur les apports de capitaux aux marchés émergents. Et s'il faut acheter la stabilité des taux de change au prix d'une plus grande volatilité des taux d'intérêt dans les pays industrialisés, ce choix risque d'avoir des répercussions négatives sur les marchés émergents. Le fait que les flux de financements réagissent différemment au Nord et au Sud ne devrait étonner personne. Après tout, les économies à marché émergent — qui ont déjà renoncé à un large degré d'autonomie dans leurs politiques monétaires, qui fixent souvent le prix de leurs produits en monnaies étrangères et qui peuvent être coupées brusquement des marchés financiers internationaux — sont tout à fait différentes de leurs consœurs industrialisées. **F&D**

Cet article s'inspire de la communication des mêmes auteurs, «What Hurts Most: G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility?», présentée à la conférence sur les crises monétaires organisée par le National Bureau of Economic Research à Monterey, Californie, en mars 2001.

Bibliographie :

- Guillermo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics* (à paraître).
- Ronald McKinnon, 1997, *The Rules of the Game* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Carmen M. Reinhart, 2000, "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises," *working paper, University of Maryland*.
- Kenneth Rogoff, "On Why Not a Global Currency," *American Economic Review* (à paraître).
- John Williamson, 1986, "Target Zones and the Management of the Dollar," *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, p.165-74.