

Remédier aux arrêts brutaux

Le FMI et les banques centrales devraient coopérer pour résoudre les crises financières

Ricardo Reis



L'OCTROI DE PRÊTS à court terme aux pays qui subissent un arrêt brutal des flux de capitaux privés est un mandat important du FMI. Laissés à eux-mêmes dans de telles circonstances, ces pays peuvent aussi subir une forte dépréciation de leur taux de change, traverser de grandes récessions et probablement manquer à leurs obligations envers leurs créiteurs étrangers. Des cas précédents révèlent que ces carences peuvent s'étendre rapidement à d'autres pays. Une assurance contre les arrêts brutaux est précieuse, ne serait-ce que pour régulariser les sorties de capitaux dans le temps, prévenir les ventes d'actifs à des prix très inférieurs à leur valeur marchande et limiter la contagion. Depuis la conférence de Bretton Woods en 1944, les causes, caractéristiques et conséquences de ces arrêts brutaux ont changé, mais le rôle du FMI en tant que prêteur de dernier ressort perdure.

Les banques peuvent également être victimes d'arrêts brutaux, mais d'une autre nature. Ces arrêts affectent les banques lorsqu'elles perdent l'accès au financement à court terme dont elles ont besoin pour financer leurs investissements à long terme. Elles se tournent alors vers la banque centrale, une institution qui leur sert depuis longtemps de prêteur de dernier ressort.

Récemment, ces deux types d'arrêts brutaux ont fusionné. Les banques qui opèrent à l'échelle mondiale empruntent souvent en devises étrangères pour investir dans

des actifs à l'étranger. En 2007, lorsque les marchés monétaires en dollars ont gelé, certaines banques à l'extérieur des États-Unis ont connu un arrêt brutal. Comme dans le cas des arrêts brutaux des pays, cet incident a entraîné un flux transfrontalier de capitaux, mais c'est le financement bancaire, et non souverain, qui était en jeu. Les banques centrales étaient prêtes à intervenir, mais leur monnaie nationale devait être convertie en monnaie étrangère, et les tensions de la crise financière sur les marchés des changes avaient fait monter en flèche le coût des emprunts.

La Réserve fédérale américaine a fourni une solution en ouvrant des lignes de crédit réciproque en dollars avec les banques centrales de certains pays. Dans le cadre de ces accords, la Fed a prêté des dollars à ces banques centrales, qui les ont ensuite prêtés à leurs banques nationales pour financer leurs investissements en dollars. Comme l'arrêt brutal impliquait des dollars, la Fed pouvait fournir le financement nécessaire et empêcher ainsi la vente au rabais d'actifs libellés en dollars. Vu que ce sont les banques nationales qui avaient besoin de financement, leurs propres banques centrales — qui les réglementent et sont les mieux placées pour évaluer leur solvabilité et les garanties offertes — ont fourni le financement par le biais de leurs facilités de crédit et ont assumé le risque de crédit. En contrepartie, la Fed détenait la monnaie des autres pays, de sorte qu'elle n'assumait pratiquement aucun risque. Si le remboursement était effectué, comme ce fut toujours le cas, cette monnaie ne serait jamais mise en circulation.

L'efficacité de ces lignes de crédit réciproque des banques centrales peut être évaluée de deux manières complémentaires. Premièrement, les facilités de prêt d'une banque centrale devraient plafonner les taux pratiqués par les prêteurs privés et abaisser ainsi le taux moyen du marché. En effet, les différentes lignes de crédit réciproque sur le dollar ont sensiblement abaissé la base d'une devise par rapport au dollar dans le cas de devises qui n'ont pas bénéficié d'une ligne de crédit réciproque. Deuxièmement, les banques qui ont accès à une ligne de crédit réciproque de banque centrale devraient être relativement mieux disposées à investir dans des actifs financiers libellés en dollars, car elles peuvent compter sur le prêteur de dernier ressort en cas de crise. Les données indiquent qu'après une

baisse de 50 points de base du taux applicable aux lignes de crédit réciproque en dollars en 2011, les institutions financières négociant en Europe ont réorienté en masse leurs placements vers les obligations libellées en dollars.

Ces prêts de dernier ressort dépendent clairement de la compétence des banques centrales. Contrairement au FMI, les banques centrales peuvent créer de la monnaie rapidement, évaluer la solvabilité des banques et juger de la qualité des garanties. Contrairement aux prêts du FMI, les lignes de crédit réciproque ne sont pas des prêts aux pays et ne monétisent pas la dette publique intérieure ou extérieure ; elles utilisent des garanties plutôt que la conditionnalité comme incitation ; enfin, elles entraînent un risque de crédit classique pour la banque centrale bénéficiaire, mais peu de risque pour la banque centrale émettrice.

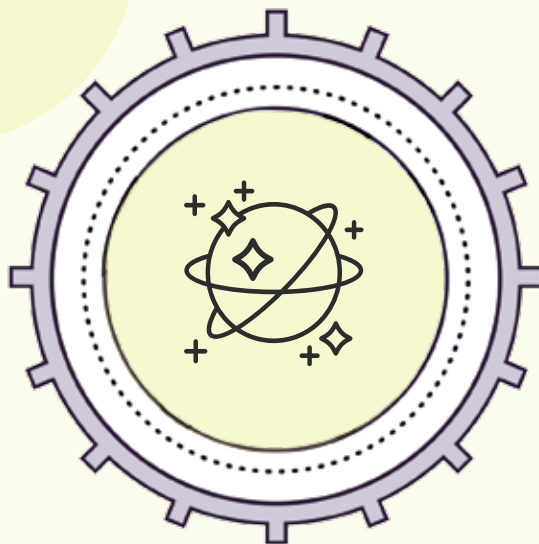
Cependant, à l'avenir, la distinction entre le rôle du FMI et celui des banques centrales dans la gestion des arrêts brutaux internationaux sera probablement moins claire.

Pourquoi ?

Premièrement, puisque les flux de capitaux passent souvent par les banques, un assaut spéculatif sur un pays commence souvent par des retraits massifs de dépôts de ses banques. En raison du cercle diabolique qui se forme lorsque les banques détiennent une grande partie des obligations de leur pays, la solvabilité des unes comme des autres devient interdépendante. Les lignes de crédit réciproque des banques centrales peuvent être utilisées dans un premier temps, mais le FMI sera bientôt sollicité, la distinction entre les deux devenant une question de timing. En fait, au cours de la crise de l'euro de 2010–12, l'arrêt économique brutal des pays de la zone euro en proie à des tensions a d'abord engendré l'octroi de crédit entre les banques centrales de la zone euro dans leurs soldes TARGET II (le réseau de traitement des paiements de la zone euro). En fin de compte, des prêts du FMI se sont avérés nécessaires.

Deuxièmement, les instruments de prêt des banques centrales sont mis en place uniquement pour remédier aux problèmes de liquidité à court terme et requièrent une intervention budgétaire si les problèmes persistent. Lorsqu'une banque éprouve des difficultés à rembourser la banque centrale pendant une longue période, les instances budgétaires sont appelées à intervenir pour mettre en place un plan de sauvetage qui remplace la politique monétaire par une politique budgétaire. Bien que les banques centrales s'efforcent de prêter à des institutions en manque de liquidités mais solvables, il arrive que ces institutions se révèlent insolubles. Lorsque cela se produit, le problème est d'ordre budgétaire et concerne les finances publiques, qui sont du ressort du FMI.

Troisièmement, le nombre de lignes de crédit réciproque des banques centrales a augmenté rapidement. Il existe actuellement environ trois types d'accords de ce genre. Les accords de type I sont axés sur les banques, comme décrit



ci-dessus. Les accords de type II sont des ententes telles que celles conclues entre la Banque populaire de Chine et les banques centrales de pays où les investissements chinois sont très présents ou dont les grands centres financiers facilitent les règlements commerciaux bilatéraux interentreprises. Les accords de type III comprennent l'initiative de Chiang Mai entre les pays d'Asie du Sud-Est, qui met en commun les réserves de change en cas d'assaut spéculatif, et le mécanisme de change II de la Banque centrale européenne, qui vise à renforcer la confiance dans les dispositifs d'ancrage des taux de change. Les lignes de crédit réciproque de type III complètent étroitement les interventions du FMI ou les remplacent ; cependant, elles sont bilatérales, doivent être renouvelées régulièrement et sont assujetties à des choix politiques discrétionnaires entre les pays, afin qu'elles puissent être retirées au moment même où elles sont nécessaires.

Le FMI pourrait jouer un rôle dans les futures lignes de crédit réciproque et dans la promotion du multilatéralisme. La Fed n'a que cinq lignes de crédit réciproque permanentes de type I, toutes avec des pays avancés, mais bien d'autres banques centrales, en particulier dans les pays émergents, en bénéficieraient, étant donné la dollarisation de leurs banques et de leurs exportations. Les banques centrales des pays avancés ont raison de craindre que ces lignes de crédit réciproque ne soient pas honorées par les banques centrales bénéficiaires et que la monnaie étrangère détenue ait moins de valeur si le taux de change est très instable. Le FMI est le mieux placé pour évaluer ce risque, choisir la marge à appliquer au taux de change actuel et garantir ces contrats. La banque centrale émettrice n'assumerait alors aucun risque, comme il se doit. En cas de défaillance de la banque centrale bénéficiaire et de son pays, le FMI contrôlerait la quantité de monnaie nationale mise en circulation, le montant des prêts du FMI et le montant du capital du FMI exposé à des risques. Les prêts du FMI et les lignes de crédit réciproque des banques centrales sont des instruments très différents, mais le FMI pourrait jouer un rôle dans ces derniers en complément des premiers. **FD**

RICARDO REIS est professeur titulaire de la chaire A. W. Phillips en économie à la London School of Economics and Political Science.