

QUEL RÉGIME MONÉTAIRE POUR LES ÉMERGENTS APRÈS LA NORMALISATION ?

ANDRÉ CARTAPANIS*
CÉLINE GIMET**

Le contexte macroéconomique mondial conjugue aujourd'hui des motifs d'optimisme et des sources d'inquiétude. Parmi les pays industriels, le retour de la croissance est indéniable, mais elle paraît fragile. Si le risque de déflation semble avoir été jugulé, le *quantitative easing* de la Federal Reserve (Fed) ou de la Banque centrale européenne (BCE) se maintient et l'on craint les effets de cette politique sur la stabilité financière, les marchés d'actifs étant soumis à une forte volatilité. D'où l'agenda d'un retour annoncé à la normale, avec des politiques monétaires redevenant conventionnelles, dans un premier temps aux États-Unis, avec une remontée progressive des taux d'intérêt directeurs, un dégonflement des bilans des banques centrales et une réduction de la liquidité globale. Parmi les pays émergents, la croissance est inégale et en tout cas bien plus faible que dans les années 2000, tout au moins jusqu'à la crise. Mais les fragilités financières semblent élevées et, du côté des investisseurs internationaux, on observe une dégradation de la perception du risque émergent et une préférence pour des placements sur les marchés matures, surtout depuis les annonces de Ben Bernanke, au printemps 2013, quant au retour annoncé aux politiques monétaires conventionnelles conduisant à la hausse des taux américains : reflux des placements dans les pays émergents, ins-

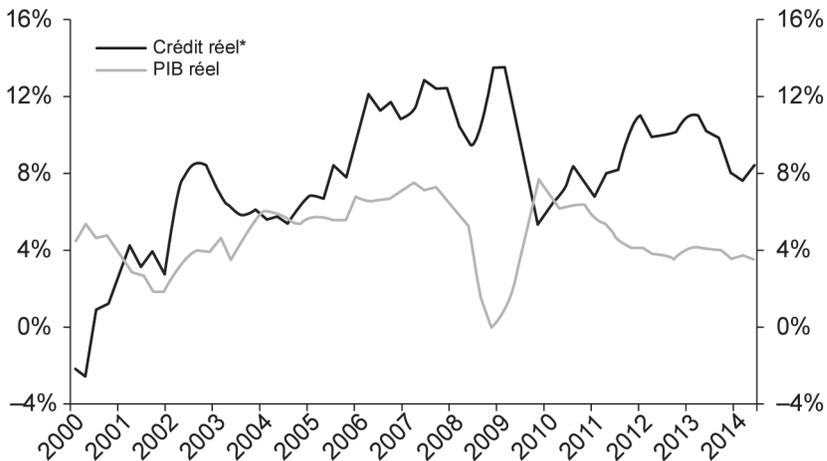
251

* Sciences Po Aix ; GREDEG, UMR 7321, CNRS et université de Nice Sophia Antipolis ; CHERPA, EA 4261, Sciences Po Aix. Contact : andre.cartapanis@sciencespo-aix.fr.

** Université de Franche-Comté, CRESE, EA 3180, Besançon ; CHERPA, EA 4261, Sciences Po Aix ; GATE-LSE-CNRS, UMR 5824, CNRS, Lyon. Contact : celine.gimet@univ-fcomte.fr.

tabilité des prix d'actifs et des taux de change, redécouverte des fragilités de bilans parmi les banques asiatiques ou latino-américaines et chez les entreprises endettées en dollars, crainte d'un retour au scénario de crise de 1994 ou de 1997 après la hausse des taux américains, etc. Les graphiques 1 et 2 (ci-contre), extraits du dernier rapport de la Banque des règlements internationaux (BRI, 2015, p. 62), sont à cet égard tout à fait révélateurs. Pour l'ensemble des pays émergents, la croissance réelle avoisine les 4 %, mais l'expansion du crédit, en termes réels là encore, est de l'ordre de 10 % et elle semble alimenter une bulle sur les marchés d'actifs. Jusqu'à la fin de 2014, les entrées brutes de capitaux et les financements obligataires en devises sont restés très élevés, entre 5 % et 8 % du PIB, mais les flux nets se sont taris, révélant un désengagement des investisseurs internationaux.

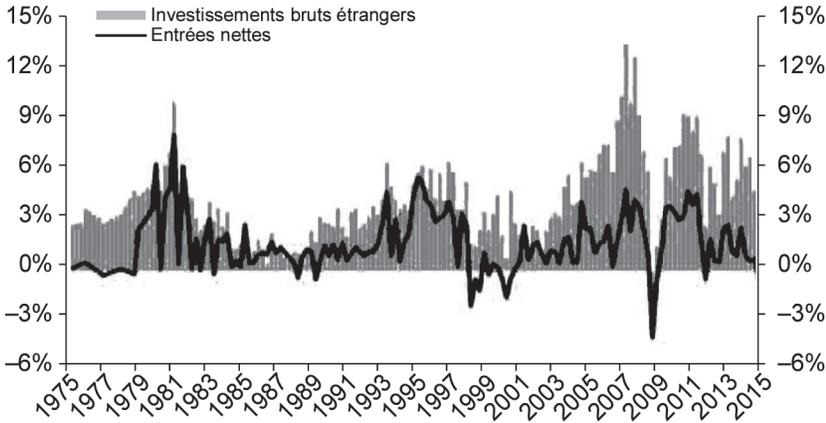
Graphique 1
PIB et croissance du crédit total dans les économies émergentes
(variation sur 1 an, en %)



* Crédit total au secteur privé non financier corrigé par un déflateur du PIB.

Sources : Balance of Payments Statistics, International Financial Statistics, World Economic Outlook, Fonds monétaire international (FMI) ; Datastream ; Institute of International Finance ; données nationales ; BRI.

Graphique 2
Flux de capitaux étrangers vers les économies émergentes
 (en % du PIB)



Sources : Balance of Payments Statistics, International Financial Statistics, World Economic Outlook, FMI ; Datastream ; Institute of International Finance ; données nationales ; BRI.

Pour les économies émergentes, cette situation soulève le problème des mesures *ad hoc* qu'il conviendra de mettre en œuvre pour lisser le choc du retour à la normale, sans doute fin 2015-début 2016 selon les dernières déclarations de Janet Yellen, présidente de la Fed, et pour éviter un nouveau scénario de crise dans les économies émergentes les plus insérées dans la finance globale. Mais, plus fondamentalement, se pose la question du régime monétaire qu'adopteront ces pays pour assurer une croissance stable dans la période d'après-crise, pour au moins deux raisons. D'une part, face au trilemme de Mundell, on considère trop souvent que les pays émergents, dans un contexte de libre circulation des capitaux, ont simplement combiné, tout au long des années 2000, un régime de flexibilité des taux de change et un ciblage de l'inflation, plus ou moins adossé à une règle de Taylor. Pourtant, au cours de cette période et, plus encore, à compter de 2008 et dans la phase d'après-crise, les gouvernements des pays émergents ont appliqué de façon très souple de tels principes, en choisissant des configurations hybrides au sein même du trilemme (Aizenman *et al.*, 2010), tant du côté de la politique monétaire que s'agissant du régime de change. D'autre part, la crise financière mondiale a indiscutablement modifié les principes du *central banking* avec la prise en compte explicite ou implicite d'un objectif de stabilité financière, couplée à un enrichissement des moyens d'action au premier rang desquels figurent les politiques macroprudentielles.

Pour comprendre les défis auxquels devront répondre les pays émergents au moment de la normalisation des politiques monétaires, on est donc conduit à réexaminer la question de leur régime monétaire qui combine les règles de politique monétaire, les objectifs de stabilité financière et la politique de change. De toute évidence, des spécificités nationales perdureront. La Chine, l'Inde, le Brésil et la Turquie conserveront sans nul doute des options différentes. Mais sur le plan des principes, tous ces pays devront répondre aux mêmes types de dilemmes, voire de trilemmes, en matière monétaire et financière.

*LE RÉGIME MONÉTAIRE DES PAYS ÉMERGENTS
FACE AU NOUVEAU CENTRAL BANKING :
DE L'AVANT-CRISE AUX EFFETS DES POLITIQUES
MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES*

De façon générale, tant parmi les pays développés qu'au sein des économies émergentes, la crise financière a provoqué un revirement des gouvernements et des banquiers centraux, très fortement attachés, désormais, à mieux maîtriser *ex ante* les sources d'instabilité financière, ce qui s'apparente à une rupture vis-à-vis du *central banking* d'avant-crise. Jusqu'alors, la politique monétaire devait avoir pour principal objectif, sinon pour seule cible, la maîtrise de l'inflation en mobilisant un seul instrument, le taux d'intérêt directeur sur le marché monétaire. En référence au modèle canonique des nouveaux keynésiens, dès lors que l'inflation était à la fois stable et faible et que l'*output gap* restait limité, la politique monétaire remplissait sa tâche sans avoir à réagir aux tensions financières latentes, alors même que l'expansion très rapide du crédit alimentait la hausse des prix d'actifs et les risques associés à un renversement futur, inéluctable, mais imprévisible. Il serait excessif d'affirmer que les banquiers centraux n'accordaient aucune attention à la stabilité financière et aux prix d'actifs, au-delà des effets éventuels sur les canaux de transmission de la politique des taux. Mais sur le plan de l'action monétaire, ils se focalisaient sur les prix des biens et des services et adressaient des signaux aux marchés, par les taux ou par leurs déclarations, dans le seul but de canaliser les anticipations inflationnistes. Dans ce cadre, ce qui se passait dans les bilans bancaires ou en matière de surendettement n'avait pas à être pris en compte dans les orientations de la politique monétaire. C'était l'affaire exclusive de la politique prudentielle, dans une perspective microprudentielle. Et l'on considérait que la flexibilité des taux de change suffisait à réguler d'éventuelles discordances dans les politiques monétaires, de nature à provoquer d'amples mouvements internationaux de capitaux. On re-

connaît là le triangle de Mundell : il suffisait d'adopter un régime de change flottant pour être à même de combiner l'indépendance des politiques monétaires et la liberté de circulation des capitaux.

Mais ce n'est pas ainsi que les choses se sont passées dans la plupart des pays émergents, soit que ceux-ci aient refusé le libre flottement par principe, notamment en présence d'une dette externe élevée libellée en devises, soit qu'ils aient considéré que les tensions sur les taux de change ne répondaient que très imparfaitement aux fondamentaux domestiques, mais plutôt aux anticipations moutonnières des investisseurs ou des intermédiaires bancaires internationaux, créant alors des distorsions significatives de taux de change réels. Car les politiques monétaires menées aux États-Unis ont induit des externalités internationales d'autant plus importantes que la globalisation financière s'était beaucoup approfondie depuis le début des années 2000, surtout sous la forme de flux bancaires internationaux. Déjà, à l'occasion de la crise asiatique, en 1997, on avait observé le très fort impact des crédits internationaux libellés en dollars dans la bulle du crédit en Thaïlande, en Corée du Sud, aux Philippines, et leur rôle décisif dans la montée des fragilités bancaires, puis dans l'éclatement de la bulle financière au moment du *sudden stop* du premier semestre 1997. C'est à nouveau ce qui s'est produit dans nombre de pays émergents en réponse aux politiques monétaires non conventionnelles de la Fed. Il en est résulté une élasticité quasi infinie de l'offre de crédits internationaux (Borio, 2014) et une dynamique des mouvements de capitaux suscitant des risques accrus de *boom* du crédit et de surendettement parmi les pays émergents. On touche alors à l'importance de la procyclicité du crédit dans la montée des fragilités, puis dans l'accentuation des tensions financières internationales, car le crédit international et les mouvements de capitaux bancaires sont tout autant procycliques que le crédit domestique. Ce phénomène avait déjà été souligné au moment de la crise asiatique à la fin des années 1990. Ce sont les afflux de capitaux bancaires et, dans une moindre mesure, les investissements massifs de portefeuille qui avaient fragilisé les économies émergentes. Ce sont ces afflux de capitaux qui s'étaient trouvés à la source des tensions bancaires internes, puis au cœur du renversement des anticipations qui déclencherà, *in fine*, la crise asiatique. On avait également observé que la dynamique des flux bancaires internationaux vers les pays émergents et, plus encore, le déclenchement des crises bancaires ou des crises jumelles dans ces pays relevaient très largement de causes externes (*push factors*), comme la dynamique des taux courts ou des taux longs des pays les plus développés, ou la forte liquidité des systèmes bancaires occidentaux, plutôt que de déterminants internes (*pull factors*).

C'est exactement le scénario auquel on a assisté, à partir de 2010, en réponse aux politiques monétaires non conventionnelles menées aux États-Unis et à la baisse des taux d'intérêt directeurs à des niveaux proches de zéro. Dans les économies émergentes, ces afflux ont provoqué une appréciation significative des taux de change nominaux et, compte tenu des tentatives menées par les banques centrales locales de limiter cette hausse, cela a également suscité une accumulation de réserves de change en devises et une forte expansion de la liquidité globale, favorisant une accélération de la dynamique du crédit et menaçant la stabilité financière au Brésil, au Chili, mais aussi en Asie, en réponse au retour des capitaux en provenance des États-Unis. Car ces transferts hypothèquent la maîtrise de l'inflation, créent des tensions très fortes sur les taux de change et, surtout, contribuent à une expansion très rapide du crédit. Cela a créé une situation de dilemme pour la politique macroéconomique au sein de ces économies (Artus et Cartapanis, 2008). Une hausse des taux d'intérêt, de nature à modérer les tensions et à freiner le crédit, a toutes les chances de conforter l'attractivité de ces pays et d'amplifier les entrées de capitaux, surtout les investissements de portefeuille et les flux bancaires, favorisant ainsi la hausse des prix d'actifs. Ce phénomène est amplifié si ces pays bénéficient d'une baisse des primes de risque sur le marché des financements *corporate* ou des emprunts souverains, couplée au maintien de taux d'intérêt très faibles aux États-Unis ou en Europe. À l'inverse, une politique monétaire accommodante et une baisse des taux peuvent éventuellement réduire l'attractivité des actifs domestiques et inverser les anticipations de change. Mais cela accentue les tensions monétaires et financières internes.

256

Plusieurs mécanismes de transmission, combinant les canaux par les prix (les taux) et par les quantités (la liquidité), ont donc été observés en réponse aux afflux de capitaux, notamment bancaires, que favorisaient les politiques monétaires non conventionnelles (Bean, 2013 ; Caruana, 2013) : un comportement « suiveur » des banques centrales locales, en matière de politique des taux, indépendamment de la situation macroéconomique locale, et contribuant à déroger au respect de la règle de Taylor ; une diffusion des faibles taux de rendement sur les obligations, des économies du centre vers leurs homologues dans les pays émergents, surtout dans la période la plus récente, qualifiée de seconde phase de la liquidité globale (Shin, 2013) ; une appréciation des taux de change, suscitant d'ailleurs, pour la première fois, l'accusation de « guerre des monnaies » de la part du ministre des Finances brésilien ; un *boom* des crédits libellés en dollars parmi les pays émergents, à un rythme bien plus élevé que pour les résidents américains.

On a là un phénomène d'autant plus déséquilibrant que l'injection de liquidités au centre s'est traduite par des flux de capitaux vers la

périphérie, vers les pays émergents, qui, en créant des tensions à la hausse sur les taux de change des pays d'accueil, ont provoqué des interventions de la part des banques centrales et donc, de façon auto-cumulative, une nouvelle hausse des réserves en dollars qui, à nouveau, a alimenté la liquidité mondiale. S'est donc mis en place un *carry trade* mondial (Artus, 2014) porteur d'instabilité sur les marchés d'actifs et sur le marché des changes. Il y a bien un lien entre le volume du crédit international et les *booms* sur le crédit domestique dans les pays émergents, en Asie, en Amérique latine, soit directement, soit par l'entremise des banques domestiques (Caruana, 2011 ; Avdjiev *et al.*, 2012). Cela s'opère dans des conditions spécifiques selon les sous-périodes et selon la situation propre de chaque pays (inflation, situation du compte courant, soutenabilité de l'endettement externe), dont découle l'évaluation comparée du risque dans le pays-centre et à la périphérie. Mais on est bien en présence d'un cycle financier global. C'est ce qu'a montré, avec un très fort écho, Hélène Rey dans sa Lecture de Jackson Hole (Rey, 2013) : la croissance du crédit présente une dynamique commune dans un grand nombre de pays et celle-ci est adossée aux variations des leviers bancaires et à la dynamique des prix d'actifs financiers (obligations, actions), bien sûr conditionnellement au degré d'aversion au risque des banques internationales. Ce sont les flux bancaires internationaux, dont l'ampleur doit être mesurée en termes bruts et non à partir des soldes nets, et donc les stratégies d'intermédiation des grandes banques globales, qui jouent un rôle déterminant dans le cycle international du crédit et la diffusion vers la périphérie des *booms* du crédit issus des conditions monétaires prévalant aux États-Unis. Le processus est évidemment symétrique et conduit, en présence de reflux, à des situations de crise ou de tensions très marquées apparaissant d'abord sur le marché des changes. Il en résulte dans nombre de pays émergents une accentuation des phases de *boom* et de *bust* en réponse aux inflexions, avérées ou anticipées, qu'apporte la Fed à la politique monétaire américaine. Cette procyclicité internationale du crédit fait donc peser d'énormes risques sur la stabilité macroéconomique des pays émergents et c'est exactement ce qui est apparu, à compter du printemps 2013, avec l'inversion de ces mêmes phases en réponse aux anticipations de remontée des taux directeurs américains.

En résumé, les pays émergents ne se sont guère conformés au régime monétaire théoriquement optimal associant flexibilité des taux de change et ciblage de l'inflation en présence d'une forte mobilité des capitaux. Ils ont adopté des configurations hybrides au sein même du triangle de Mundell en considérant qu'il n'y avait pas un *trade off* pur sur chaque côté du triangle, mais une gradation, différente selon les pays. La règle de Taylor n'a pas été pleinement respectée par les banques

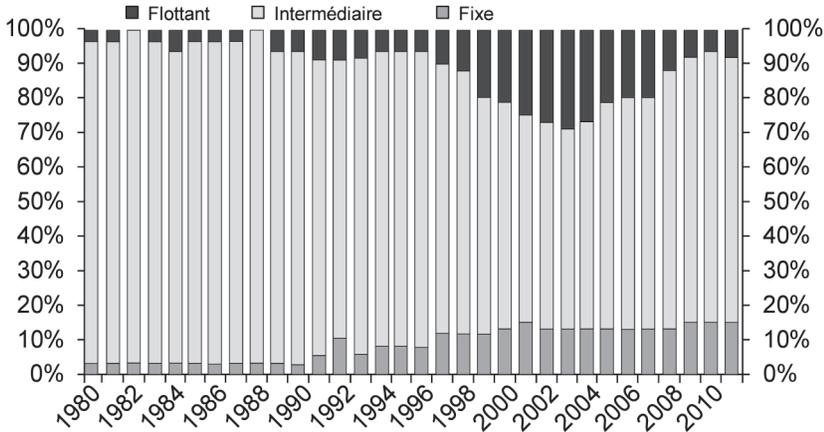
centrales des pays émergents, tout comme d'ailleurs parmi les pays industriels (BRI, 2015). Car les pays émergents ont fortement réagi aux risques d'instabilité financière, en modulant la politique des taux en fonction de la politique monétaire américaine, en recourant aux instruments macroprudentiels ou aux contrôles sur les entrées de capitaux pour limiter la propagation du choc de liquidité externe. Quant à l'accumulation de réserves de change, elle révèle le refus des appréciations ou des dépréciations jugées excessives des taux de change, avec un succès mitigé, et elle constitue l'un des marqueurs les plus significatifs du caractère hybride de ce régime monétaire que Leung (2015), forte de son expérience au sein de la Hong Kong Monetary Authority and Government, dénomme le « modèle monétaire asiatique ».

DES RÉGIMES DE CHANGE INTERMÉDIAIRES FACE AUX SPILLOVERS INTERNATIONAUX

258

Le régime monétaire des pays émergents, on l'a vu, semble souvent privilégier les régimes de change intermédiaires afin d'éviter les mouvements désordonnés de taux de change, et en particulier les appréciations excessives qu'induisent les entrées de capitaux. Selon la classification du FMI, la part des régimes intermédiaires représente en 2014 près de 72 % du total mondial, en cumulant les régimes de flottement dirigé et d'ancrage souple. Quant à l'accumulation des réserves de change dans les pays émergents, elle confirme la priorité donnée *de facto* aux régimes intermédiaires qui offrent la possibilité d'éviter les mouvements extrêmes des taux de change sans perdre le contrôle des politiques monétaires (Ghosh *et al.*, 2014). Cela n'a pas toujours été le cas. Depuis les crises de change de la décennie 1990, deux phases distinctes se dégagent. La première, après les crises asiatiques, se caractérise par un recours croissant des pays émergents aux solutions en coin, de type *hard peg* ou flottement pur. Les solutions intermédiaires, en particulier le *soft peg*, se sont alors révélées insoutenables, créant une très forte volatilité financière et une instabilité macroéconomique élevée. La part des régimes intermédiaires ne représente plus que 42 % du total parmi les pays émergents en 1999, contre 64 % en 1991. Mais cette tendance s'est inversée à partir du milieu des années 2000 et c'est ce que montre très clairement le graphique 3 (ci-contre) (Collins et Mohammed, 2014 ; Ghosh *et al.*, 2014, p. 25). La priorité est donnée, depuis 2004, aux régimes *de facto* de flottement impur et ce phénomène s'est intensifié depuis la crise, sans doute en réponse au potentiel de déstabilisation issu de l'explosion de la liquidité globale que les politiques de *quantitative easing* aux États-Unis ont alimenté à compter de 2010. Comme le notait Frankel (1999) dans un article célèbre, aucun régime de change n'est optimal en tout temps et en tout lieu.

Graphique 3
Distribution des régimes de change dans les économies émergentes (1980-2011)



Sources : Anderson ; *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*, FMI.

Mais on peut apporter une autre justification à cette préférence pour les régimes intermédiaires. Si l'afflux de capitaux exerce un effet collatéral sur l'efficacité de l'intermédiation financière, on peut en attendre une réduction de l'écart entre l'épargne et l'investissement, allant dans le sens d'une baisse des taux d'intérêt réels et d'une dépréciation du change. Mais cela n'intervient que dans le long terme. À court terme, en présence d'afflux de capitaux, le taux de change réel a toutes les chances de s'apprécier, de dégrader la profitabilité du secteur des biens échangeables et, donc, de décourager l'investissement. C'est ce que montre sans ambiguïté l'évidence empirique (Rodrik, 2008) : la hausse du taux de change réel réduit la profitabilité relative de l'industrie et ralentit la croissance globale. On ne doit pas non plus oublier le risque d'une dynamique explosive de la dette externe, source d'une montée des tensions financières, de nature à interrompre brutalement ces transferts d'épargne, avant de déclencher une crise : c'est l'hypothèse du *sudden stop*, popularisée par Calvo *et al.* (2006). En tout état de cause, si l'on se réfère à l'évidence empirique des années 2000, les variations de taux de change, fussent-elles atténuées par les politiques d'intervention, n'ont pas pleinement joué leur rôle régulateur face aux chocs externes, tout en étant au cœur des *spillovers* issus des chocs monétaires venant des États-Unis.

La propagation de ces chocs diverge selon les périodes. Alors que le canal du taux de change reste essentiel, les effets de ce choc monétaire

externe différent selon qu'ils sont initiés par une variation du taux d'intérêt caractérisant des réactions normales de politiques monétaires, du type de celles observées dans la période d'avant-crise, ou par une croissance très vive de la base monétaire couplée à des taux proches de zéro, comme dans le cas des politiques non conventionnelles américaines de 2008 à 2015, puis européennes depuis janvier 2015. Cela s'explique en partie par le fait que ce canal du taux de change est doublé, dans la première période, par le canal des taux d'intérêt directs jouant sur le crédit et, dans la seconde, par les *spillovers* des taux d'intérêt de long terme et des flux de titres. Au-delà de ces différences, un choc de base monétaire américaine n'aura pas le même impact selon la robustesse des fondamentaux du pays et selon sa capacité à freiner les flux massifs de capitaux par la mise en place de politiques macroprudentielles (Sahay *et al.*, 2014).

Dans la littérature consacrée aux effets d'un choc monétaire domestique ou externe, on met l'accent sur l'importance du taux de change réel en tant que mécanisme de transmission. À la fin des années 1990, la politique monétaire américaine restrictive a exercé un effet positif dans les pays émergents, la dépréciation réelle du change ayant « boosté » la croissance de la demande et, de ce fait, celle de la production. Mais elle peut engendrer un effet inverse si le canal du taux d'intérêt est prépondérant (Kim et Roubini, 2000 ; Gimet, 2011). Lorsque le premier effet domine, comme ce fut généralement le cas dans les pays industrialisés, le pays en retire des avantages. En revanche, les pays émergents, qui avaient pour la plupart opté pour un régime de change quasi fixe, ont pâti d'une élévation du taux d'intérêt exerçant un effet contraire sur l'activité, d'autant que leurs exportations étant principalement libellées en dollars, ils ne pouvaient pas bénéficier des effets positifs d'une dépréciation de leur taux de change. De plus, ces pays étant pour la plupart très endettés en dollars, l'augmentation du taux d'intérêt américain ou la dépréciation de leur monnaie ne faisait qu'alourdir le poids de leur dette. En théorie, les pays ayant un taux de change flottant étaient moins exposés. En pratique, Canova (2005) montre que les effets négatifs sur la production ont été équivalents, quels que soient les régimes de change, du fait de la peur du flottement (Calvo et Reinhart, 2000) poussant les autorités monétaires à intervenir sur le marché des changes, malgré l'adoption d'un régime de change flexible *de jure*. Ainsi, même si les régimes intermédiaires ont été plus exposés, les effets macroéconomiques d'un choc monétaire externe seraient donc proches, quel que soit le régime de change officiellement adopté, et c'est ce que semblent confirmer les analyses empiriques de Rose (2014).

Mais les chocs externes de liquidité, du type de ceux observés depuis la crise financière, placent les marchés financiers et les systèmes bancaires des pays émergents au cœur d'une série de *spillovers* (Mohanty, 2013 ; Shin, 2013). La politique non conventionnelle américaine a directement influencé le prix des obligations émises dans les pays émergents, en monnaie nationale et internationale, en exposant les émetteurs à un risque de change élevé en cas de retournement sur le marché des changes. Et c'est ce qui s'est passé après l'annonce par la Fed de la fin programmée de sa politique de *quantitative easing* en mai 2013. Toutefois, l'impact n'a pas été de même ampleur selon le profil macroéconomique des pays concernés. Le retour à la stabilité a été plus rapide dans les économies présentant des fondamentaux sains et ayant mis en place des politiques de nature à freiner les entrées de capitaux. Ainsi, les pays d'Asie du Sud-Est, les plus touchés par l'inflexion de la politique monétaire américaine au moment de la crise de 1997, ont été beaucoup moins contaminés par la diffusion internationale du choc monétaire américain des années 2010-2015 (Leung, 2015 ; Rafiq, 2015).

Mais on ne saurait dire que ce régime monétaire a pleinement atteint les objectifs visés. Il est difficile de parler d'indépendance monétaire quand on mesure l'ampleur des corrélations entre les taux courts et, surtout, les taux longs des pays émergents, d'un côté, et les taux américains, même après une prise en compte des variables domestiques ou de certains indicateurs de risque, de type VIX, d'un autre côté. Selon le dernier rapport de la BRI (BRI, 2015, p. 119), pour un échantillon de trente pays incluant vingt-deux pays émergents, entre 2000 et 2014, il apparaît qu'à chaque variation de 100 points de base (pdb) des taux directeurs américains correspond une variation de même signe de 70 pdb du niveau des taux des pays de l'échantillon. Le *spillover* est de 59 pdb pour les rendements obligataires à dix ans. À l'évidence, les prix d'actifs et les taux d'intérêt, surtout les taux longs, sont devenus beaucoup plus corrélés que dans le passé tout au long de cette période, quels que soient d'ailleurs les régimes de change, *de jure* ou *de facto*, dans les économies émergentes (Klein et Shambaugh, 2013 ; Rose, 2014). Le *quantitative easing* américain s'est propagé vers des pays qui n'en avaient nullement besoin. Le retour annoncé à la normale pourrait bien entraîner de très fortes turbulences parmi les pays émergents. Indépendamment des régimes de change *de jure*, les banques centrales des pays émergents devront donc faire face à de nouveaux dilemmes, voire à de nouveaux trilemmes, au moment de la normalisation monétaire américaine.

DE NOUVEAUX TRILEMMES POUR LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES APRÈS LA NORMALISATION MONÉTAIRE ?

La normalisation monétaire ne se fera pas sans heurts pour les économies émergentes, tout au moins pour les pays dont les balances courantes sont fortement déséquilibrées, surtout en Amérique latine (Brésil, Colombie, Pérou, Uruguay), ou parmi ceux dont le stock de réserves de change reste insuffisant à l'aune des engagements en devises accumulés depuis 2010. Car on ne saurait oublier que parmi les indicateurs qui précèdent le déclenchement des crises financières dans les pays émergents (crises de change, crises bancaires ou obligataires, crises jumelles), la remontée des taux américains a toujours joué un rôle déterminant, tout au moins pour les pays exposés à des fragilités financières ou affaiblis par des fondamentaux macroéconomiques dégradés (Cartapanis *et al.*, 2002 ; Cartapanis, 2004).

Mais la redéfinition d'un régime monétaire dans les pays émergents après la normalisation, qui soit de nature à minimiser les risques d'instabilité financière sans mettre en cause la croissance, n'est pas aisée. Car il s'agit d'abord de relever le défi d'un véritable changement de paradigme s'agissant des interrelations entre stabilité macroéconomique et stabilité financière (BRI, 2015), en contenant les *booms* financiers ou le cycle du surendettement sans compromettre la crédibilité de la politique monétaire. Si l'objectif final de la politique monétaire semble devoir rester la stabilité des prix et de l'*output*, la stabilité financière ne peut plus être considérée comme une dimension négligeable de la stabilité macroéconomique et l'édification d'un cadre réglementaire macroprudentiel répond à ce défi. Le but est d'intégrer le risque systémique et la procyclicité de la finance dans les règles prudentielles qui s'imposent aux institutions financières (Cartapanis, 2011). Tel est l'agenda du nouveau dispositif prudentiel international, communément dénommé « Bâle III », qui intègre la dimension macroprudentielle, par exemple avec l'introduction d'un volant contracyclique d'exigences en fonds propres pour les banques. Mais la politique macroprudentielle peut-elle s'appliquer indépendamment des options choisies par les banques centrales en matière de politique des taux (Betbèze *et al.*, 2011) ? N'y a-t-il pas un risque de voir alors se multiplier les conflits d'objectifs ? Ou bien faut-il considérer que la stabilité financière doit devenir un objectif explicite de l'action des banques centrales ? Woodford (2012) propose ainsi d'intégrer explicitement un indicateur de distorsion sur les marchés financiers dans la fonction de perte des banques centrales, s'ajoutant aux cibles d'une relation de Taylor, non seulement pour préserver les canaux de transmission de la politique des taux, mais aussi au titre d'objectif intermédiaire de la

politique monétaire (Vredin, 2015). Ces questions suscitent aujourd'hui de nombreuses controverses au sein de la communauté des banquiers centraux, pas seulement dans le cas des pays émergents.

Plus spécifiquement, le régime monétaire dans lequel se situera l'action des dirigeants des pays émergents engendre plusieurs types de débats. Nombre d'économistes considèrent que le triangle de Mundell n'est pas caduc. C'est le cas, par exemple, de Obstfeld (2015). Mais comment alors intégrer les nouveaux objectifs de stabilité financière, distincts du critère d'autonomie monétaire ? Pour Rey (2013), on ne saurait parler d'un trilemme, mais plutôt d'un dilemme entre l'autonomie monétaire et la mobilité des capitaux, puisque les variations de taux de change, quel que soit le régime de change, n'isolent pas les pays des chocs externes ou du cycle financier international. Mais les politiques macroprudentielles visent la stabilité financière interne, indépendamment des chocs monétaires internationaux, et donc ne sauraient être confondues avec le contrôle des capitaux. De son côté, Schoenmaker (2013) défend l'idée d'un nouveau trilemme d'incompatibilités sous l'angle spécifique de la mise en œuvre des politiques de stabilité financière : la responsabilité nationale des politiques de stabilité financière, notamment *via* le macroprudentiel ; les interdépendances internationales et le degré élevé d'intégration des marchés de capitaux ; la stabilité financière elle-même. L'énonciation des débats en cours pourrait être facilement étendue...

263

Le défi, pour les pays émergents, n'est pas tant de choisir, une fois pour toutes, un régime monétaire en privilégiant deux angles extrêmes du triangle de Mundell ou deux cibles du trilemme de Schoenmaker. Mais ils doivent arbitrer en permanence entre des objectifs multiples, difficiles à atteindre simultanément, en présence de chocs externes massifs ou de mouvements procycliques de vaste ampleur touchant leurs marchés obligataires ou leur devise sur le marché des changes. Comme le résume très bien Filardo *et al.* (2014), « la stratégie macroéconomique pour les pays émergents doit constamment naviguer entre la stabilité des prix, la stabilité financière et les objectifs de taux de change ».

Mais il y a lieu de s'interroger sur la capacité des pays émergents fortement intégrés dans le système financier international de pouvoir maîtriser ces chocs individuellement. Tel est l'enseignement du dilemme de Rey (2013), mais aussi la conclusion de Leung (2015) pour qui, au sein du régime monétaire asiatique, le contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux doit être la norme et non l'exception, sauf à envisager des réponses coordonnées en présence de tensions monétaires ou financières internationales. Si l'on retient l'hypothèse de Borio et de la BRI quant à l'élasticité quasi infinie de la finance

mondiale, seule une politique de stabilité financière globale semble en effet être à la bonne échelle pour éviter les arbitrages réglementaires ou la mise à profit des discordances de politique monétaire (Saccomanni, 2015). Mais c'est encore une page blanche sur le livret du nouveau *central banking* des pays émergents (Cartapanis, 2014). C'est plutôt dans la protection dont chaque pays doit disposer face à des chocs de liquidité issus du reste du monde que se trouvent les solutions les plus réalistes, dont certaines, d'ailleurs, ont déjà été mises en œuvre dans plusieurs pays émergents. Cela pourrait s'opérer au moyen d'une extension des politiques macroprudentielles aux sources externes de *booms* du crédit ou de bulles sur les marchés d'actifs, en l'occurrence en transposant certains dispositifs de *Bâle III* aux crédits internationaux ou aux activités transfrontières des banques les plus engagées dans l'intermédiation internationale. Plusieurs économistes ont ainsi récemment formulé des propositions de ce type (Borio *et al.*, 2011 ; Brunnermeier *et al.*, 2012 ; Caruana, 2012) et il s'agirait, sans interférence avec les politiques monétaires, de mobiliser *ex ante* divers instruments macroprudentiels pour mieux maîtriser la procyclicité internationale du crédit : par exemple, en imposant des exigences plus élevées en capitaux propres dans le cadre d'un volant contracyclique globalisé, s'appliquant, en présence d'un *boom* des crédits internationaux, aux banques créancières, afin de décourager les flux bancaires internationaux sans modifier les taux directeurs ; en durcissant l'application de certains ratios d'endettement externe ou en devises (*loan-to-value*, *debt-to-income*) du côté des débiteurs internationaux ; en renforçant les contraintes sur les niveaux de levier maximum figurant déjà dans *Bâle III* ; en exigeant des provisionnements exceptionnels sur les positions externes en dollars et à court terme des banques ; sans s'interdire de recourir aux contrôles directs sur les entrées de capitaux. Quelles qu'en soient les formes opérationnelles, de telles politiques macroprudentielles globalisées nécessiteraient une coopération accrue entre les différentes banques centrales et entre les superviseurs. Autrement dit, au delà du régime monétaire propre à chaque économie émergente, il s'agirait d'instaurer une gouvernance macroprudentielle globale qui réponde à ce bien public global qu'est la stabilité financière.

BIBLIOGRAPHIE

- AIZENMAN J., CHINN M. et ITO H. (2010), « The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration », *Journal of International Money and Finance*, vol. 29.
- ARTUS P. (2014), « *Le carry trade mondial* », Natixis, *Flash*, n° 76, 23 janvier.
- ARTUS P. et CARTAPANIS A. (2008), « Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes. La sous-estimation des contraintes macroéconomiques induites », *Revue économique*, vol. 59, n° 6, novembre.
- AVDJIEV S., MCCAULEY R. et MCGUIRE P. (2012), « Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia », Bank for International Settlements, *Working Paper*, n° 377, avril.
- BEAN C. (2013), « Panel Remarks: Global Aspects of Unconventional Monetary Policies », discours à la Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 24 août.
- BETBÈZE J.-P., BORDES C., COUPPEY-SOUBEYRAN J. et PLIHON D. (2011), *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation française.
- BORIO C. (2014), « The International Monetary and Financial System: its Achille Heel and What to Do about It? », Bank for International Settlements, *Working Paper*, n° 456, août.
- BORIO C., MCCAULEY R. et MCGUIRE P. (2011), « Global Credit and Domestic Credit Booms », Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, septembre.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2015), *85^e Rapport annuel*, Bâle, 28 juin.
- BRUNNERMEIER M. *et al.* (2012), « Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses », Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, septembre.
- CALVO G., IZQUIERDO A. et TALVI E. (2006), « Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets », *American Economic Review*, vol. 96, n° 2.
- CALVO G. et REINHART C. (2000), « Fear of Floating », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 7993.
- CANOVA F. (2005), « The Transmission of US Shocks to Latin America », *Journal of Applied Econometrics*, n° 20.
- CARTAPANIS A. (2004), « Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », *Économie internationale*, la revue du CEPII, n° 97, 1^{er} trimestre.
- CARTAPANIS A. (2011), « La crise financière et les politiques macroprudentielles : inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ? », *Revue économique*, vol. 62, n° 3, mai.
- CARTAPANIS A. (2014), « Nouveau *central banking* et cycle international du crédit », *Revue d'économie financière*, n° 113, mars.
- CARTAPANIS A., DROPSY V. et MAMETZ S. (2002), « The Asian Currency Crises: Vulnerability, Contagion or Unsustainability », *Review of International Economics*, vol. 10, n° 1, février.
- CARUANA J. (2011), « Global Liquidity: a View from Basel », International Capital Markets Association, Annual General Meeting and Annual Conference, Paris, 26 mai.
- CARUANA J. (2012), « International Monetary Policy Interactions: Challenges and Prospects », CEMLA-SEACEN Conference, « The Role of Central Banks in Macroeconomic and Financial Stability: the Challenges in an Uncertain and Volatile World », Punta del Este, Uruguay, 16 novembre.
- CARUANA J. (2013), « Ebbing Global Liquidity and Monetary Policy Interactions », Central Bank of Chile, Fifth Summit Meeting of Central Banks, « Inflation Targeting: Global Liquidity, Capital Flows and Policy Coordination », Santiago, Chili, 15 novembre.
- COLLINS C. et MOHAMMED S. (2014), « Still Looking for Better Options. Exchange Rate Regimes since the Global Financial Crisis », présentation à la 5^e conférence annuelle CUSCO, Central Reserve Bank of Peru et Reinventing Bretton Woods Committee, juillet.
- FILARDO A., GENBERG H. et HOFMANN B. (2014), « Monetary Analysis and the Global Financial Cycle: an Asian Central Bank Perspective », *mimeo*, mai.

- FRANKEL J. (1999), *No Single Currency Regime Is Right for all Countries or at all Times*, Essays in International Finance, Princeton, n° 215, août.
- GHOSH A. R., OSTRY J. D. et QURESHI S. (2014), « Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: a Reassessment », International Monetary Fund, *Working Paper*, n° 14/11.
- GIMET C. (2011), « The Vulnerability of Asean+3 Countries to International Financial Crises », *Review of International Economics*, vol. 19, n° 5.
- KIM S. et ROUBINI N. (2000), « Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: a Solution with a Structural VAR Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 45, n° 3.
- KLEIN M. et SHAMBAUGH J. (2013), « Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 19461.
- LEUNG J. (2015), *The Tides of Capital. How Asia Surmounted Financial Crisis and Is Guiding World Recovery*, OMFIF Press.
- MOHANTY M. S. (2013), « The Transmission of Unconventional Monetary Policy to the Emerging Markets. An overview », *Bank for International Settlements Paper*, n° 78.
- OBSTFELD M. (2015), « Trilemmas and Trade-Offs: Living with Financial Globalisation », Bank for International Settlements, *Working Paper*, n° 480, janvier.
- RAFIQ S. (2015), « The Effects of US Unconventional Monetary Policy on Asia Frontier Developing Economies », International Monetary Fund, *Working Paper*, n° 15/18.
- REY H. (2013), « Dilemma Not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, août.
- RODRIG D. (2008), « The Real Exchange Rate and Economic Growth », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, automne.
- ROSE A. (2014), « Surprising Similarities: Recent Monetary Regimes of Small Economies », université de Californie, 12 février, *mimeo*.
- SACCOMANNI F. (2015), « Monetary Spillovers? Boom and Bust? Currency Wars? The International Monetary System Strikes Back », Bank for International Settlements, Special Governors' Meeting, Manille, 6 février.
- SAHAY R., ARORA V., ARVANITIS T., FARUQEE H., N'DIAYE P. et MANCINI-GRIFFOLI T. (2014), « Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum », International Monetary Fund, *Staff Discussion Notes*, vol. 14, n° 9, septembre.
- SCHOENMAKER D. (2013), *Governance of International Banking: the Financial Trilemma*, Oxford University Press.
- SHIN H. S. (2013), « The Second Phase of Global Liquidity and its Impact on Emerging Countries », discours d'introduction à la conférence de la Federal Reserve Bank of San Francisco, « Asia Economic Policy Conference », 3-5 novembre.
- VREDIN A. (2015), « Inflation Targeting and Financial Stability: Providing Policymakers with Relevant Information », Bank for International Settlements, *Working Paper*, n° 503, juillet.
- WOODFORD M. (2012), « Inflation Targeting and Financial Stability », Sveriges Riskbank, *Economic Review*, n° 1.