

Les swaps de devises entre banques centrales : une méthode nouvelle de régulation du système monétaire international

Pauline Bourgeon, Jérôme Sgard

▶ **To cite this version:**

Pauline Bourgeon, Jérôme Sgard. Les swaps de devises entre banques centrales : une méthode nouvelle de régulation du système monétaire international. Les Dossiers du CERI, 2012, pp.1 - 9. hal-03461073

HAL Id: hal-03461073

https://sciencespo.hal.science/hal-03461073

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LES *SWAPS* DE DEVISES ENTRE BANQUES CENTRALES : UNE METHODE NOUVELLE DE REGULATION DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Pauline Bourgeon et Jérôme Sgard*

L'EXPERIENCE DE 2001

A New York, dans les heures qui ont suivi les attaques terroristes du 11 septembre 2001, les principales banques centrales du monde ont annoncé une mesure inédite, à bien des égards révolutionnaire mais qui, dans la confusion du moment, est passée entièrement inaperçue. Ces banques allaient échanger immédiatement entre elles des lignes de crédits libellées dans leurs monnaies respectives : la BCE allait ainsi recevoir des dizaines de milliards de dollars émis par la Réserve Fédérale américaine (Fed), en échange d'euros qu'elle livrerait à la banque centrale américaine.

L'utilité de cette opération ne laissait aucun doute : un grand nombre de banques new-yorkaises étant ce matin-là hors d'état de fonctionner, des banques européennes attendant d'importants transferts de fonds en provenance des Etats-Unis risquaient de se trouver en situation d'illiquidité en dollars. Cette configuration présentait donc un risque majeur de défaut de paiement, dès lors que ces banques européennes avaient des obligations de

paiements à satisfaire, le même jour, envers des institutions tierces. C'est l'exemple paradigmatique d'un risque systémique à l'échelle internationale : le prêteur en dernier ressort européen, la BCE, ne pouvait pas répondre seule à une telle demande urgente de dollars ; par définition, elle n'émet que des euros. Par cette opération de *swap*, les banques commerciales européennes ont donc eu directement accès à un soutien en dollars, émis par la Fed, mais fournis techniquement par le canal de la BCE.

En d'autres termes, on voyait se former là une esquisse de prêteur en dernier ressort international, fondée sur la coopération des grandes banques centrales, et destinée explicitement à préserver la continuité des paiements internationaux. En effet, seules les monnaies utilisées internationalement étaient concernées : le dollar, l'euro, et au-delà, la livre sterling, le franc suisse et le yen japonais. A contrario, personne n'utilise la roupie indonésienne ou le zloty polonais pour régler une livraison de pétrole ou pour emprunter à l'étranger ; il s'agit de monnaies exclusivement locales, à usage domestique, et qui n'ont pas d'impact monétaire international.

Cette opération remarquable, lancée à chaud en septembre 2001, révélait ainsi une hiérarchie entre les monnaies nationales qui structure le système monétaire international et détermine, en situation de crise, l'action des régulateurs publics.

LA GENERALISATION DE CETTE PRATIQUE DEPUIS 2007

L'expérience de 2001, très vite reléguée au rang d'anecdote, est revenue au premier rang des instruments de coordination internationale, face à la crise financière ouverte en 2007. Au lendemain de la chute de la banque américaine *Lehman Brothers*, précisément le 12 décembre 2007, la Fed a annoncé ainsi la mise en place d'une série d'accords de *swaps de liquidité* avec quatorze banques centrales étrangères.[1] Prévu initialement pour fonctionner

[1] Prenons un exemple. Le 20 décembre 2007, la BCE a acheté 10 000 millions de dollars contre 6 934 millions d'euros pour une durée de 28 jours pour un taux de change de 1,44 dollar/euro et un taux d'intérêt de 4,65%. Les modalités de l'échange ont été décidées trois jours avant la transaction et le *swap* a pris fin le 17 janvier 2008 lorsque la BCE a revendu les dollars et racheté les euros à la Fed selon les modalités décidées lors de la

pendant un an, ces accords ont été renouvelés et étendus notamment entre les cinq principales banques centrales internationales : Banque d'Angleterre, Banque du Canada, Banque centrale Européenne, Banque du Japon, Banque Nationale Suisse.

Cela étant, depuis 2007, ce réseau d'accords de banques centrales s'est aussi développé avec des institutions de pays émergents qui ont éventuellement redistribué de la liquidité au niveau régional. Par exemple, la Fed a passé des *swaps* avec le Brésil, la Corée ou Singapour, tandis que la Banque du Japon a reprêté des dollars à l'Inde. Ainsi, ce réseau n'est pas uniquement centré sur la Fed et secondairement la BCE ; des réseaux régionaux sont apparus:

i. La banque centrale brésilienne a soutenu en reals la Banque d'Argentine, la Suisse a soutenu en francs suisses la Hongrie, et la Banque de Suède a passé un accord de *swaps* avec l'institution d'émission estonienne (qui est resté préventif) et son homologue lettonne (qui a été utilisé). Ces deux derniers cas reflétaient les investissements massifs des banques commerciales suédoises dans les Pays Baltes : mises en péril par des crises locales particulièrement violentes, ces banques ont en somme « aspiré » l'intervention du prêteur, en dernier ressort suédois, devenu le garant d'un système bancaire intégré régionalement. Autrement dit, il a paru préférable à la *Riksbank* d'intervenir directement pour soutenir les autorités monétaires de ces pays, plutôt que de voir les crises locales empirer, puis emporter éventuellement les banques locales, avant de déstabiliser les maisons-mères suédoises.

ii. La Chine a développé de nombreux accords régionaux par lesquels elle a apporté des réserves en yuan aux banques centrales coréenne, indonésienne ou malaise. Ici, toutefois, le financement du commerce extérieur chinois, dans un moment d'assèchement des marchés internationaux du crédit, a pu jouer un rôle au moins égal à une opération de contrôle d'un éventuel risque systémique en yuan.

---

première transaction. Ainsi, les swaps de devises entre banques centrales prennent la forme d'une double transaction bilatérale dont les modalités sont décidées avant la première transaction.

Enfin, cette nouvelle forme de coopération entre banques centrales s'est montrée extrêmement flexible dans le temps. Au cours de la première phase de la crise internationale, en 2008-2009, le risque systémique était centré principalement sur les Etats-Unis, en particulier sur la place de New-York. C'est donc un risque de liquidité en dollars qui dominait, alors que la demande de soutien en euros, aux Etats-Unis, était sans doute bien moindre, en raison de la plus grande fiabilité à l'époque des banques européennes. Inversement, depuis 2009, l'extension de la crise en Europe et l'accumulation des tensions dans le système bancaire de la zone euro renverse cette asymétrie: désormais c'est la contraction du crédit interbancaire en Europe et le risque perçu d'un effondrement bancaire sur le Vieux Continent qui domine. D'ailleurs, ces dernières années, seule la partie en dollars des *swaps* a été tirée par la BCE, alors que la Fed n'a pas utilisé ses euros[2]. *A contrario*, la pression est maintenant bien moindre dans les pays émergents, dont les systèmes bancaires sont moins internationalisés et plus robustes. On a donc observé une résorption rapide des encours de *swaps* entre leurs Banques centrales et la Fed.

UNE NOUVELLE REGULATION INTERNATIONALE

L'extension et la banalisation des opérations de *swaps* entre banques centrales remettent en question un certain nombre de principes admis de régulation de la finance et de la monnaie internationales. En particulier, cette pratique s'oppose frontalement aux méthodes multilatérales issues de l'après-guerre, fortement institutionnalisées, et centrées en premier lieu sur le Fonds monétaire international (FMI). De fait, nous voyons ressortir ici un clivage ancien, déjà observé dans les années 1930, entre deux voies de la coordination financière internationale. Soit les gouvernements, les ministères des Finances et les administrations du Trésor ont la main, et ils tendront alors à se retrouver au FMI - qui est leur forum spécialisé. Soit les banques centrales ont l'initiative et elles vont en tendance se

[2] Communiqué de presse de la Banque du Japon daté du 30 Novembre 2011

coordonner, de manière bien plus informelle, dans les divers forums attachés à la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle – c'est leur club.

Au-delà, l'informalité et la flexibilité qui dominent la pratique des *swaps* entre banques centrales s'observent sur plusieurs plans :

- Les accords proprement dits entre banques centrales n'ont guère qu'une dimension contractuelle, directement inspirée des pratiques de la finance privée. Au-delà de brefs communiqués, à peine relevés par la presse spécialisée, on ne note pratiquement aucune conférence de presse, aucune tentative de mettre en scène le génie de ces banquiers centraux si prompts à se serrer les coudes face aux crises. Cette très grande discrétion explique sans doute pourquoi la pratique des *swaps*, pourtant centrale dans la gestion de la crise internationale, est restée très largement inaperçue de l'opinion publique, des media et de nombre d'experts plus ou moins patentés.

- Peu politisée, la pratique reste aussi très *ad hoc* : n'étant régie par aucun accord entre gouvernements, *a fortiori* par aucun traité international, elle repose sur une logique pragmatique de reconnaissance mutuelle entre banques centrales. On s'entraide (massivement), parce qu'on représente des institutions aux mandats, aux modes de fonctionnement et à l'expertise très proches. En somme, on se retrouve dans une logique de réseaux d'experts, aux fonctions clairement délimitées et qui opèrent à une distance marquée des politiques : les banquiers centraux s'identifient collectivement comme des trustés, ou comme les protecteurs neutres et désintéressés d'un bien public international délimité, mais très précieux.

Ces banquiers centraux agissent ensemble, en fonction des urgences du moment (d'où vient la crise ?), ainsi que d'une hiérarchie implicite qui renvoie à l'ordre monétaire international (toutes les monnaies ne sont pas égales), mais aussi à la qualité mutuellement reconnue des institutions monétaires respectives. Ainsi, les *swaps* entre la Fed et la BCE sont-ils *de facto* illimités, tant par leur volume que par leur maturité. En revanche, il apparaît que les

conditions demandées par la Fed aux instituts d'émission brésilien ou mexicain étaient beaucoup plus restrictives.

L'ENJEU DE LA CONDITIONNALITE

L'enjeu le plus significatif est celui des « conditions » sous lesquelles est apporté un soutien en dollars. Dans l'ordre monétaire international, tel qu'il fonctionnait jusque dans les années 1990, un pays menacé d'un défaut de paiement qui exprimait une demande urgente d'un soutien extérieur n'avait qu'une seule option : il en appelait au FMI, lequel envoyait une mission d'experts pour négocier un programme économique en échange d'un prêt multilatéral. On était ici dans une mécanique hautement codifiée et soigneusement surveillée par le *Board* du FMI, c'est-à-dire par ses pays-membres les plus influents. On était aussi dans une logique du contrôle et d'évaluation en *ex post* : les tranches successives du crédit étaient déboursées après avoir vérifié que le pays avait bien respecté ses engagements (les *cibles* quantifiées des plans de stabilisation).

Dans le cas présent, la logique de coordination observée entre banques centrales est aux antipodes de cette approche réglée et multilatérale, attentive à souligner l'égalité formelle de tous les pays face au FMI. On l'a dit, on est dans une logique informelle et pragmatique de reconnaissance mutuelle, dans laquelle l'apport de liquidité internationale ne donne lieu à aucun encadrement politique et à aucun engagement formel de politique économique entre les deux parties. Face à la demande d'un pays donné, la Fed agit de manière unilatérale et discrétionnaire, en formulant sans doute un jugement privé sur la qualité de la politique économique du pays en question, mais sans demander aucune conditionnalité spécifique.

Ceci n'interdit pas de se coordonner avec le FMI, mais cela toujours de manière informelle. Ainsi, lorsque la Fed a accepté d'ouvrir une ligne de *swap* avec le Brésil, le Mexique, la Corée et Singapour, le FMI a annoncé en même temps la mise en place d'une nouvelle

short-term liquidity facility à déboursement rapide, pour ces mêmes pays.[3] Toutefois, la Suède n'a, semble-t-il, accordé un *swap* à la Lettonie qu'à la condition que l'accord traditionnel avec le FMI reste en place (un *stand-by*). On a donc là une coordination originale entre les deux instruments de gestion de crise.

Ce jeu contrasté entre ces deux approches (les banques centrales ou le FMI) prend un tour plus intéressant encore si l'on rappelle que lors des crises de liquidité observées en Asie en 1997-98, le FMI a eu les plus grandes peines à mettre en œuvre ses outils traditionnels d'intervention. Conçus pour des programmes économiques se développant sur dix-huit mois ou deux ans, ils ont montré des limites sérieuses face à des dynamiques systémiques particulièrement violentes, sur les marchés de change et sur les marchés monétaires domestiques. A l'époque, le FMI a d'ailleurs été lourdement critiqué pour les résultats inégaux qu'il a obtenus. En réponse à cette expérience, il a proposé dans les années 2000-2005 un certain nombre d'instruments d'intervention alternatifs, reposant non plus sur une conditionnalité *ex post*, mais sur une logique d'assurance : une surveillance en continue et une bonne réputation acquise sur plusieurs années, donc en *ex ante*, donneraient accès en cas de crise à un soutien rapide, massif et peu contraignant en termes de nouveaux engagements de politique économique. C'était donc une nouvelle approximation de la fonction de prêteur en dernier ressort que le FMI tentait de mettre sur pied.

Dans la pratique, ces propositions innovantes ont rencontré peu de succès. Depuis 2008, le grand retour du FMI sur la scène internationale, avec les plans de stabilisation est-européens et méditerranéens, s'est fait à travers une pratique très traditionnelle de la conditionnalité et de la surveillance *ex post*. Reste toutefois l'instrument évoqué à l'instant : la *short-term liquidity facility* - créée en octobre 2008, en même temps que la Fed annonçait ses premières lignes de *swap* avec des pays émergents. Cette *facility* était conçue explicitement pour répondre vite à des crises à caractère systémique, frappant des pays en

[3] Communiqué de presse de la Réserve Fédérale du 29 octobre 2008

bonne santé et n'appelant pas la négociation d'un programme d'ajustement: « *Existing Fund loan facilities offer flexibility. However, they are fundamentally used for countries that require both financing and policy adjustment, and not for countries that despite strong initial macroeconomic positions and policies are facing short-term liquidity pressures. This new facility addresses that gap in the Fund's toolkit of financial support*."[4]

En mars 2009, cet instrument a été remplacé par la *Flexible Credit Line* (FCL) qui ajustait le mécanisme proposé quelques mois plus tôt, dans le sens d'une plus grande flexibilité encore[5]. Cependant, ce nouveau dispositif ne demandait ni la négociation d'un accord économique, ni le fractionnement des déboursements en tranches successives. Au total, ces innovations n'ont guère eu de succès. Actuellement, trois pays ont accès à la FCL (la Colombie, le Mexique, la Pologne), pour un total de 110 milliards de dollars, mais aucun d'entre eux n'a tiré sur cette ligne.[6]

Ces explorations et expérimentations rejoignent la pratique observée par des banques centrales d'échanges non-conditionnés de *swaps*. De fait, elles relèvent d'une tentative récurrente, mais apparemment pas très convaincante, du FMI de se transformer en une approximation d'un prêteur en dernier ressort. En somme, le FMI s'est engagé, mais sans grand résultat, dans une voie prise en 2001 et surtout 2007 par les banques centrales, sans fanfare ni trompette, mais avec une redoutable efficacité.

Un principe de division du travail semble se faire jour à travers ce constat. Le FMI est fabriqué institutionnellement et politiquement pour faire du crédit conditionné par une certaine politique économique, agissant dans des pays différenciés et traités au cas par cas. Quant aux banques centrales, elles ont trouvé, immédiatement et sans tâtonnement, la

[4] Conférence de presse de Dominique Strauss-Kahn, 29 octobre 2008
[5] Voir « Flexible Credit Line – Operational Guidance Note ». *IMF*, 31 mai 2012, et "Review of the Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line", *IMF*, 1er novembre 2011.
[6] Parallèlement a été créée, en août 2010, la *Precautionary Credit Line* (PCL), un instrument complémentaire fondé également sur un principe de déboursement rapide et massif, mais impliquant un programme économique, donc une conditionnalité *ex post*. Cet instrument n'a pas eu non plus beaucoup de succès : seuls la Macédoine et le Maroc ont accès actuellement à la PCL, pour un total de 7 milliards dont moins de 300 millions ont été tirés.

méthode idoine pour gérer collectivement les crises de liquidité internationales entre les grandes devises échangées sur les marchés internationaux.

UN SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL A DEUX ETAGES

C'est donc à nouveau une image très hiérarchisée du système monétaire international qui ressort ici. D'un côté, la régulation du risque systémique international relève d'un nombre limité de banques centrales de premier rang, appelées à se coordonner étroitement mais informellement face à l'urgence absolue imposée par les crises. De l'autre côté, l'ancrage dans les marchés de capitaux internationaux des économies périphériques reste bien régulé par le FMI et son association unique du prêt multilatéral à la conditionnalité macroéconomique. Toutefois, on observe deux points de chevauchement. D'une part, la BCE fait des *swaps* massifs avec la Fed ; d'autre part, on observe l'attelage improbable du FMI, de la Commission européenne et de la BCE prenant la route d'Athènes, de Dublin ou de Lisbonne. Il n'est pas sûr que ce dispositif complexe soit autre chose qu'un pis-aller.

***Pauline Bourgeon, Banque de France - Université de Paris-1 et Jérôme Sgard, Sciences-Po/CERI.**