

LES BANQUES CENTRALES ASIATIQUES ET LE DOLLAR

En accumulant des montants considérables de réserves en dollars pour maintenir l'ancrage de leurs monnaies, les banques centrales asiatiques ont contribué pour près des deux tiers au financement du déficit américain au cours des trois premiers trimestres 2003. Leur comportement risque-t-il de changer ? L'examen des coûts financiers de l'accumulation de réserves et des objectifs économiques de ces pays ne le laisse pas penser ; au contraire, les risques financiers en cas de rupture de l'ancrage et de dévalorisation des réserves en dollars apparaissent importants. Pour autant, l'accumulation des déficits américains ne peut se prolonger indéfiniment. Un ajustement doit intervenir. Le risque est qu'il se produise à la suite d'une spéculation contre le dollar à laquelle les banques centrales asiatiques ne pourraient plus résister et que s'enclenche alors un scénario de récession générale. Des interventions coordonnées des banques centrales, soutenues par une réunion du G7, pourraient éviter le déclenchement d'un tel scénario. Mais pour produire des effets durables, elles devront s'accompagner de changements significatifs des politiques monétaire et budgétaire aux Etats-Unis et en Europe.

■ Le nœud gordien des déficits américains

La reprise de la croissance de l'économie américaine depuis un an est soutenue par une politique économique qui entraîne une augmentation rapide des déséquilibres financiers. Le taux d'épargne des ménages est très bas (2,3% au troisième trimestre 2003 contre une moyenne historique de 6%), à la suite d'un endettement qui croît deux fois plus vite que le revenu depuis 2001. Le déficit du budget fédéral serait selon le CBO (Congressional Budget Office) de 3,8% en 2003 et atteindrait 4,3% en 2004. En dépit d'une amélioration de la situation financière des entreprises, ces déséquilibres internes se réfléchissent dans un déficit de la balance courante qui atteint environ 5% du PIB en 2003. Plus inquiétant que le flux, est le profil de l'évolution depuis l'éclatement de la bulle spéculative de la "nouvelle économie". La dette extérieure nette des Etats-Unis est passée de 8,5% du PIB fin 1999 à 25,7% fin septembre 2003 et augmente à un rythme accéléré. Comme les entreprises européennes sont loin d'avoir absorbé les moins-values sur les investissements effectués aux Etats-Unis pendant l'euphorie des années 1998-2000, le solde des investissements directs s'est inversé : il s'ajoute désormais au déficit courant, portant le déficit à financer à 580 milliards de dollars en 2002 et à plus de 600 milliards en 2003 (tableau). Il en résulte une augmentation rapide de l'offre de dollars qui

doit être absorbée par les non-résidents. Les conditions dans lesquelles cet équilibre s'établit quotidiennement dépendent des anticipations qui se forment sur les marchés de change.

Les flux nets des investissements de portefeuille et des autres investissements présentés sur le tableau sont plutôt inertes. Ils montrent qu'il n'y a de spéculation ni en faveur, ni contre le dollar. Celui-ci s'effrite parce que mécaniquement l'offre de dollars provenant des besoins de l'économie américaine un jour donné ne rencontre pas une demande de placements suffisante des investisseurs privés étrangers au taux de change de la veille. Tant que les anticipations ne renforcent pas la tendance baissière, l'intensité de la pression sur le dollar contre les autres devises dépend surtout des banques centrales. Etant donné que les autorités américaines sont totalement passives, la disparité dans l'activisme des banques centrales étrangères explique largement celle des évolutions des taux de change de ces monnaies contre le dollar. En Asie, pour soutenir l'activité économique, de nombreux pays ont choisi d'ancrer leurs monnaies sur le dollar, que ce soit au travers de régimes de change fixe (Chine, Malaisie et Hong Kong) ou de flottage administré (Corée, Inde, Taiwan, Japon). La pression baissière sur le dollar est donc reportée sur les monnaies qui flottent librement, comme le dollar canadien, la livre sterling et l'euro qui s'est apprécié de 24% en 2003 et de plus de 55% par rapport à octobre 2000¹.

1. Cf. "Heureux dollar", La Lettre du CEPII, n°225, juillet-août 2003.

On se propose d'évaluer l'ampleur du financement du déficit américain par les banques centrales asiatiques, de repérer les limites éventuelles de ces politiques, d'évoquer la plausibilité d'une crise du dollar et de plaider le besoin d'une coopération internationale.

■ Le financement du déficit américain par les banques centrales

Les statistiques de balance des paiements du Bureau of Economic Analysis (BEA) évaluent, sous le poste "actifs détenus aux Etats-Unis par les autorités publiques étrangères"², la contribution directe des banques centrales étrangères au financement du déficit américain. Sur les trois premiers trimestres 2003, l'augmentation de 142 milliards de dollars des réserves des banques centrales aurait ainsi couvert 34% du besoin de financement américain (tableau).

Tableau - Financement du déficit courant américain
milliards de dollars et %

	1999	2000	2001	2002	2003*
Balance courante américaine	-291	-411	-394	-481	-413
en % du PIB	-3,1	-4,2	-3,9	-4,6	-5,0
Compte des opérations financières	228	457	421	532	415
- Solde des investissements directs	65	162	32	-98	-37
en % du déficit de la balance courante	22	39	8	-20	-9
• Solde des investissements en actions et obligations	161	258	338	425	232
en % du déficit de la balance courante	55	63	86	88	56
• Autres investissements (sauf autorités monétaires)	-41	-1	45	110	77
en % du déficit de la balance courante	-14	0	12	23	19
• Variation des actifs détenus par les autorités publiques étrangères	44	38	5	95	142
en % du déficit de la balance courante	15	9	1	20	34

* Trois premiers trimestres 2003.

Source : Bureau of Economic Analysis.

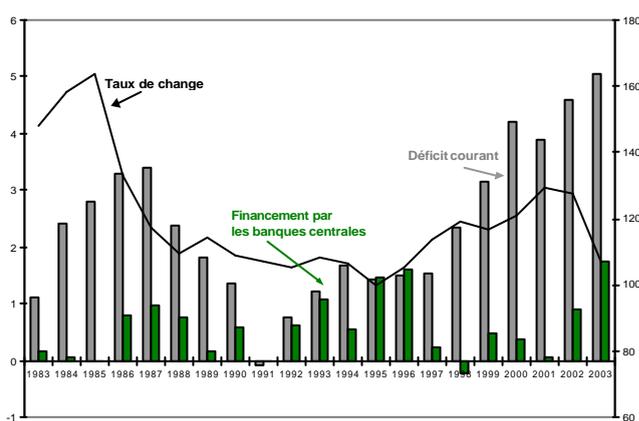
Cependant, d'après le FMI, les réserves mondiales ont augmenté de 424 milliards de dollars sur cette dernière période. Si l'on considère, en première approximation, que la part du dollar dans les réserves mondiales est restée celle estimée par le FMI pour la fin 2002 (64,5%), les réserves en dollars auraient augmenté de 274 milliards, portant à 66% la contribution des banques centrales au financement du déficit américain. La différence entre les deux évaluations s'explique essentiellement par le fait qu'une proportion croissante des réserves en dollars est placée sous forme de dépôts auprès de banques en dehors du système bancaire américain³. Lorsque ces fonds sont investis aux Etats-Unis par les banques commerciales, la comptabilité de la balance des paiements américaine les enregistre en tant qu'engagements

vis-à-vis d'institutions bancaires et financières étrangères et non comme des engagements vis-à-vis d'autorités publiques étrangères. Une part de la contribution des banques centrales au financement du déficit américain peut ainsi se trouver enregistrée dans le poste "autres investissements" ou dans la rubrique "investissements de portefeuille" de la balance américaine.

Toutefois, la proportion de 66% n'est qu'approximative. D'une part, elle néglige l'impact de la forte appréciation de l'euro, du yen et de la livre sterling sur la valorisation du stock de réserves mondiales : les réserves effectivement accumulées au cours des trois premiers trimestres 2003 sont inférieures à ce qu'indique la variation du stock. D'autre part, cette proportion, calculée à partir d'une composition en devises observée fin 2002⁴, ignore le fait que la progression considérable des réserves observée en 2003 est principalement le fait des banques centrales asiatiques qui ont acquis des montants importants de dollars pour limiter l'appréciation de leurs monnaies. Au total, en prenant en compte ces deux effets, on peut estimer que la contribution des banques centrales au déficit américain est plutôt de l'ordre de 75%, celle des seules banques centrales asiatiques se montant à 64%⁵.

Ces chiffres peuvent paraître élevés. Mais à de nombreuses reprises, la contribution des banques centrales au financement américain a atteint des niveaux très élevés, notamment lorsque le dollar atteignait des cours-plancher historiques (graphique 1). Cette proportion a ainsi, selon les données du BEA, dépassé les 100% en 1995 et 1996, reflétant les interventions massives concertées à l'époque par les banques centrales pour enrayer la baisse du dollar.

Graphique 1 - Taux de change, déficit et financement par les banques centrales
Taux de change effectif du dollar 1995 = 100 (échelle de droite),
Déficit courant américain et actifs détenus par les autorités publiques étrangères
en % du PIB



Source : Bureau of Economic Analysis.

2. Le poste "Foreign official assets" enregistre l'ensemble des engagements des résidents américains vis-à-vis des autorités publiques étrangères (banques centrales, départements du Trésor, ministères des Finances et fonds de stabilisation), quelle qu'en soit la forme : actions, obligations privées et publiques, bons du Trésor et dépôts bancaires.

3. R. Cauley & B. Fung (2003), "Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves", BRI Quarterly Review, mars.

4. La composition en devises des réserves mondiales données par le FMI pour la fin de l'année 2002 est la suivante : dollar : 64,5%, euro : 17,8%, yen : 4,5%, livre sterling : 4,4%.

5. L'estimation est faite à partir des réserves de change des banques centrales de Chine, Taiwan, Hong Kong, Japon, Malaisie, Philippines, Singapour, Corée, Inde et Indonésie. L'hypothèse retenue est qu'elles détiennent, fin 2002, 80% de leurs réserves en dollars, 10% en euros, 5% en yens et 5% en livres sterling et qu'au cours des trois premiers trimestres 2003, 90% des réserves accumulées l'ont été en dollars.

Des limites à l'accumulation de réserves ?

Cette politique d'accumulation de réserves par les banques centrales risque-t-elle de devenir insoutenable ? Le fait que les montants accumulés dépassent très largement les besoins liés aux opérations commerciales et financières soulève la question des coûts et des risques de la poursuite d'une telle politique⁶. Cette question se pose notamment pour le Japon et la Chine, ainsi que pour Taiwan, la Corée et l'Inde, l'augmentation de réserves de ces cinq pays au cours des trois premiers trimestres 2003 représentant plus de 93% de la variation des réserves asiatiques.

L'un des risques de l'accumulation de réserves est que l'augmentation induite de l'offre de monnaie alimente la distribution de crédit et de là les pressions inflationnistes sur le marché des biens ou des actifs. Pour éviter ce risque, les banques centrales peuvent stériliser la hausse des réserves en vendant des titres de la dette publique ou en baissant le refinancement aux banques, ou bien en émettant des titres (certificats de dépôts ou obligations) de manière à maintenir constante l'offre de monnaie. Ces opérations ont un coût pour la Banque centrale, qui dépend de l'écart entre les taux d'intérêt domestiques et le taux de rendement des réserves (celui des bons du Trésor américain), du montant de réserves à stériliser et du taux d'appréciation de la monnaie domestique par rapport au dollar. Or, pour les trois pays (Corée, Taiwan et Inde) qui ont pratiqué cette politique, les coûts d'exploitation cumulés sur 2002 et 2003 restent minimes, puisqu'ils sont, selon nos estimations, de l'ordre de 0,2% du PIB⁷.

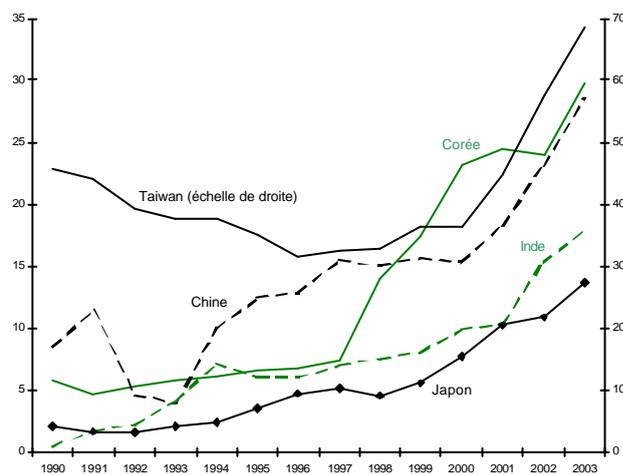
Pour les deux autres pays, Chine et Japon, l'injection de liquidités provenant de l'entrée de devises s'est révélée positive dans un contexte déflationniste. En particulier au Japon, les objectifs externe et interne de la politique monétaire se rejoignant, il n'y a aucune raison pour que la banque centrale cesse d'intervenir sur le marché des changes pour limiter l'appréciation du yen par rapport au dollar. En Chine, la banque centrale a utilisé plus d'un dixième de ses réserves en devises pour assainir son système bancaire en recapitalisant deux grandes banques nationales, la Bank of China et la China Reconstruction Bank. La situation du système bancaire très fragilisé par une proportion de créances douteuses importante pourrait ainsi profiter des réserves accumulées⁸. Cependant, l'accroissement de l'offre de monnaie s'étant traduit par une très forte progression

du crédit domestique, il a été à l'origine d'une accélération de la hausse des prix immobiliers. Depuis mai 2003, la Chine a alors partiellement stérilisé les entrées de capitaux étrangers.

Les banques centrales asiatiques ont, par ailleurs, tout intérêt à afficher clairement leur détermination en faveur de la stabilité de leurs monnaies vis-à-vis du dollar : si la crédibilité de leur politique de change était remise en cause par les agents privés, ceux-ci seraient incités à convertir en monnaie locale leurs dépôts en dollars, ce qui ne pourrait qu'accroître les réserves des banques centrales. Or, notamment en Chine et à Taiwan, ces dépôts en dollars sont d'un montant équivalent à environ la moitié des réserves.

Mais surtout, des risques nettement plus sérieux à court et moyen terme affecteraient ces pays s'ils décidaient de laisser s'apprécier leur monnaie. Dans la mesure où les réserves de change sont principalement investies en titres américains, une dépréciation forte du dollar entraînerait, en monnaie locale, une perte de capital significative compte tenu de l'importance du stock de réserves rapporté au PIB⁹ (graphique 2). Ainsi, une dépréciation de 25% du dollar se traduirait par une perte de 5,7 points de PIB pour la Chine, de près de 6 points pour la Corée et de 13,7 points pour Taiwan (ces chiffres se fondent sur l'hypothèse que 80% des réserves asiatiques sont investies en dollars). L'ampleur de ces pertes pourrait dépasser les montants absorbables par le poste de réévaluation de réserves¹⁰ et même dépasser le capital propre de la banque centrale. Dans ce cas, un problème de solvabilité pourrait apparaître, l'actif devenant

Graphique 2 - Réserves en devises des banques centrales asiatiques en % du PIB



Source : FMI et Banques centrales.

6. Voir FMI (2003), "Are foreign exchange reserves in Asia too high?", in World Economic Outlook, Chapitre II, septembre.

7. La stérilisation implique soit une modification de la structure de l'actif au profit de titres moins rémunérés (bons du Trésor américains à la place de titres domestiques), soit l'émission de titres que la banque centrale doit rémunérer. On a estimé ces différents coûts à partir des données de bilans des banques centrales et des taux d'intérêt, fournis par le FMI et les banques centrales nationales.

8. Voir "China' capital account liberalisation: international perspectives", BIS Paper No.15, avril 2003.

9. Voir Banque d'Angleterre (2003), "Foreign exchange reserve accumulation in Non-Japan Asia" (encadré 4) in The financial stability conjuncture and outlook, Financial Stability Review, juin. A titre d'exemple, en 2003 l'appréciation de l'euro par rapport au dollar s'est traduite pour la BCE par des pertes "non-réalisées" de 500 millions d'euros, traitées comme des pertes "réalisées" sur la base d'un principe de prudence.

10. Les banques centrales disposent d'un poste de réévaluation au passif de leur bilan, qui leur permet de lisser l'impact des fluctuations de changes sur l'évaluation de leurs réserves en monnaie locale.

inférieur au passif du bilan. Une telle situation nécessiterait en principe une recapitalisation de la banque centrale par le gouvernement via, par exemple, une injection de bons du trésor. Sans cette intervention du gouvernement, les banques centrales seraient en plus exposées à une baisse significative de leur seignuriage : les revenus d'intérêt tirés de leurs réserves de change se réduiraient proportionnellement à la baisse du dollar. La situation serait particulièrement délicate pour les banques centrales (notamment celles de Corée et Taiwan) qui, pour stériliser l'augmentation des réserves, ont accumulé au passif des stocks massifs de certificats de dépôts ou d'obligations qu'elles doivent rémunérer. Des pertes d'exploitation pourraient apparaître, que le gouvernement devrait combler par des subventions s'il veut éviter que la Banque centrale ne les éponge par de la création monétaire. Dans tous les cas, la baisse du dollar se traduirait par un coût budgétaire non négligeable.

■ Besoin de coopération internationale

Il est donc probable que les banques centrales asiatiques continuent d'accumuler des réserves, non seulement pour freiner l'appréciation de leurs monnaies mais aussi pour éviter d'avoir à affronter la crise financière qui accompagnerait une dévalorisation importante de leurs réserves en dollars. Pour autant, elles ne peuvent pas écarter le risque de déclenchement d'une spéculation à la baisse du dollar.

En effet le financement de l'endettement extérieur américain qui croît à une cadence accélérée ne peut se prolonger indéfiniment parce que la dette deviendrait insolvable. Il arrive nécessairement un temps où le financement des déséquilibres cumulés doit faire place à l'ajustement. La baisse du dollar, freinée par le comportement des banques asiatiques et donc concentrée sur les autres devises, peut-elle provoquer cet ajustement sans changement dans les politiques économiques? Certainement non. Les élasticité-prix du commerce extérieur sont trop faibles et la balance commerciale trop dégradée pour permettre un rétablissement sans une inversion des rythmes relatifs de croissance des Etats-Unis par rapport au reste du monde.

Si donc la politique américaine actuelle se poursuit, alors que la baisse du dollar ne peut pas, à elle seule, inverser la dégradation des finances extérieures du pays, une spéculation déstabilisante

contre le dollar peut fort bien se déclencher sur les marchés de change. Elle pourrait remettre en cause la capacité des banques centrales asiatiques à absorber les pressions à la hausse de leurs monnaies. Les difficultés financières évoquées plus haut freineraient alors la croissance asiatique tandis qu'une appréciation excessive de l'euro et du yen dégraderaient encore des économies déjà peu dynamiques. Les systèmes bancaires au Japon et en Allemagne, qui ont encore des rentabilités basses et des crédits de mauvaise qualité, devraient absorber les pertes sur le dollar et les baisses des revenus de leurs débiteurs dues à la surévaluation du change. A leur tour les coups de frein de la demande intérieure en Europe et au Japon réduiraient les débouchés aux exportations américaines et empêcheraient la résorption du déficit des Etats-Unis.

Pour éviter que ne s'enclenche ce scénario de récession générale, les banques centrales, soutenues par une réunion des ministres des Finances du G7, auraient tout intérêt à pratiquer des interventions coordonnées afin de calmer l'inquiétude des marchés et de rétablir un point d'ancrage aux anticipations. Cependant on sait que de telles actions n'ont pas d'effets durables si elles n'annoncent pas des changements significatifs de politiques. De tels changements se sont produits en 1987 où, après le krach boursier, la France et l'Allemagne ont mené des politiques monétaires plus expansives. Il faudrait donc que la BCE entre dans le jeu par une baisse des taux d'intérêt, en même temps que la FED mènerait une politique de relèvement prudent des siens. Elle aurait au moins des conséquences favorables sur les marchés obligataires et boursiers. Mais pour parvenir à un soft landing du dollar, la politique monétaire ne serait sans doute pas suffisante. Il faudrait que les gouvernements européens se saisissent de la situation d'urgence pour s'accorder sur de nouvelles règles permettant une politique budgétaire plus active, tandis que le gouvernement américain réduirait une partie des avantages fiscaux permanents qu'il a accordés. Tant il est vrai que seul un renversement de l'écart des taux de croissance peut rétablir rapidement une situation financière compatible avec la stabilité du dollar.

Michel Aglietta & Bronka Rzepkowski
aglietta@cepii.fr rzepkowski@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2004
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné

REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Bronka Rzepkowski

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

REALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 46 € TTC
Europe 47,50 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
47 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
47,50 € HT
Supl. avion rapide 0,80 €

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le **CEPII** est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

1^{er} trimestre 2004
Janvier 2004
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*