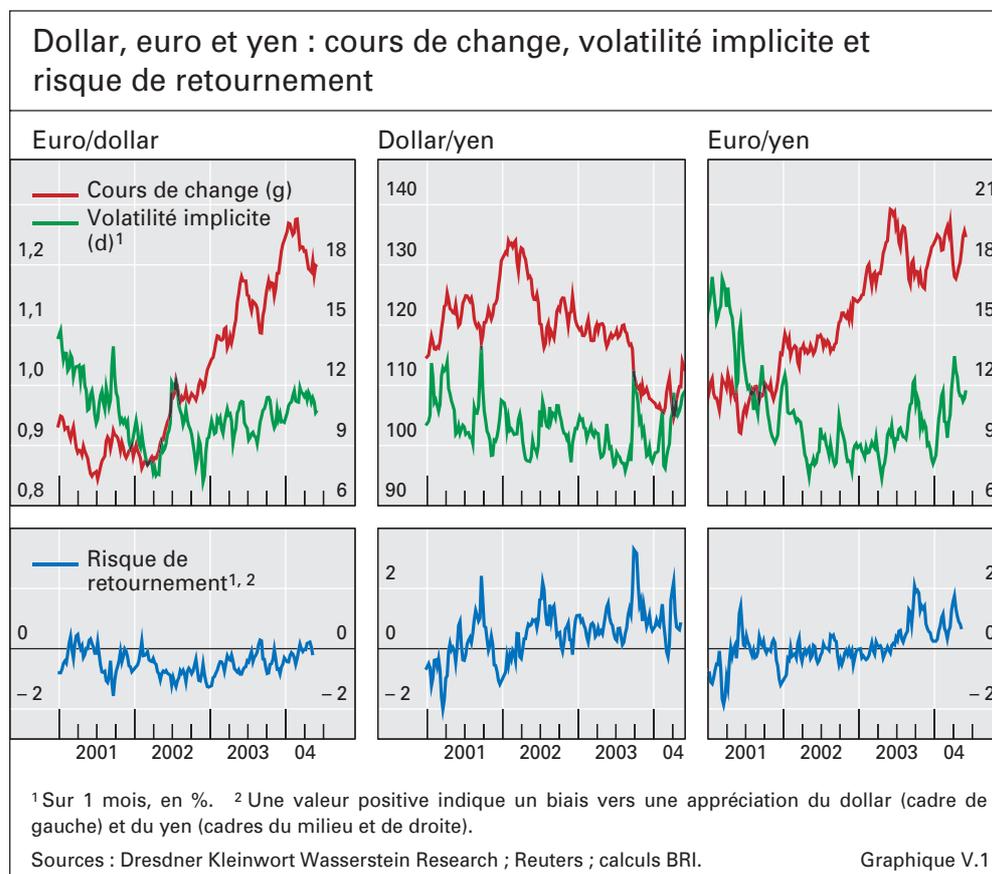


## V. Marchés des changes

### Faits marquants

L'année 2003 et les premiers mois de 2004 ont été marqués par la baisse continue et généralisée du dollar ; importante vis-à-vis de l'euro et de plusieurs autres monnaies flottantes comme la livre sterling et les dollars australien, canadien et néo-zélandais, elle a été plus limitée face au yen et aux monnaies des économies émergentes d'Asie. Elle s'est en partie inversée entre février et mi-mai 2004.

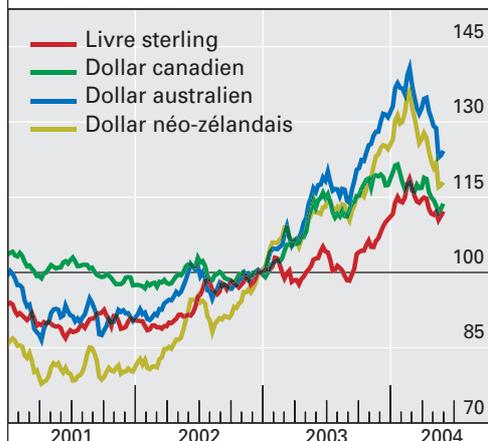
Trois principaux facteurs semblent à l'origine de cette évolution. Premièrement, l'attention des intervenants s'est portée sur le creusement du déficit courant américain et les modifications dans la structure de son financement. Deuxièmement, dans un contexte d'abondante liquidité mondiale et d'évolution incertaine des marchés boursiers, les écarts de taux d'intérêt ont continué d'alimenter une recherche de rendement, souvent à travers des stratégies spéculatives de *carry trade*. Troisièmement, les interventions records des autorités japonaises et l'accumulation d'importantes



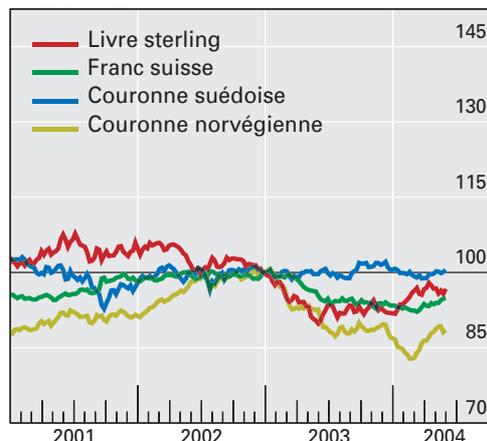
## Autres pays industrialisés : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100

Contre dollar EU



Contre euro



Une augmentation indique une appréciation.

Sources : données nationales.

Graphique V.2

réerves par plusieurs autres pays d'Asie ont limité la chute du dollar dans la région, l'attention se focalisant, comme auparavant, sur la politique de change de la Chine.

Le déséquilibre extérieur américain et l'accumulation des réserves en Asie sont examinés en détail dans la seconde partie du présent chapitre. Une analyse empirique du financement des paiements courants depuis le milieu des années 70 met en lumière la forte volatilité des grandes catégories de flux dans le processus d'ajustement. Toutefois, l'étude du cas américain autour de 1987, avec des conditions quelque peu différentes de celles d'aujourd'hui, montre que le mode d'ajustement du déséquilibre extérieur des États-Unis ne peut être prévu avec certitude, compte tenu, surtout, du rôle des capitaux publics dans son financement. Si les déterminants habituels contribuent à expliquer l'ampleur des réserves officielles constituées en Asie, de nouveaux motifs sont apparus ces deux dernières années.

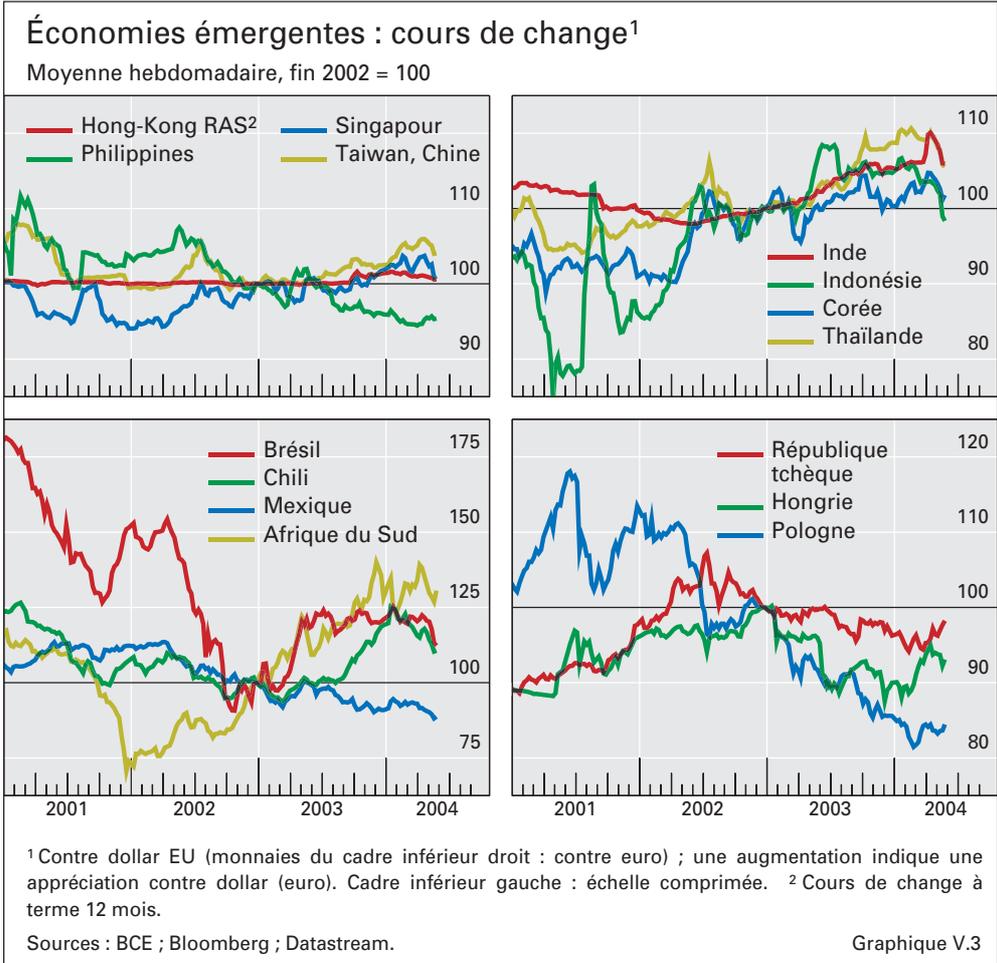
Les opérations spéculatives ont été le principal facteur à l'origine du gonflement important de l'activité sur l'ensemble des marchés des changes, à l'exception du compartiment dollar/yen, dont la liquidité a paru se contracter.

### Variations de change : constat

Amorcée en janvier 2002, la baisse généralisée du dollar s'est poursuivie jusqu'au début 2004, lorsqu'il a commencé à se raffermir (graphique V.1). Entre le pic de janvier 2002 et le creux de février 2004, la dépréciation a atteint 22 % en termes effectifs nominaux. Dans le même temps et sur la même base, l'euro a progressé de 12 % et le yen d'environ 6 %. De mi-février à mi-mai, le dollar a regagné 6 %, tandis que l'euro abandonnait 2 % et le yen 4 %.

Entre janvier 2002 et février 2004, le dollar a régressé de 43 % par rapport à l'euro, qui, le 17 février, a atteint un niveau record (\$1,29). La monnaie

La tendance généralisée à la dépréciation du dollar...



américaine s'est également dépréciée vis-à-vis d'autres monnaies flottantes, notamment la livre sterling (30 %) et les dollars australien (51 %), canadien (20 %) et néo-zélandais (64 %) (graphique V.2). Plusieurs monnaies d'économies émergentes (real, rand et peso chilien notamment) se sont sensiblement appréciées face au dollar (graphique V.3) ; les mouvements sont cependant devenus plus hétérogènes vers juillet-août 2003, les intervenants réagissant aux différentes modifications de taux directeurs anticipées et effectives.

Entre mi-février et mi-mai 2004, la tendance baissière du dollar s'est en partie inversée, suite à des déclarations officielles dénonçant la volatilité excessive des cours de change. Le dollar s'est alors apprécié d'environ 6 % vis-à-vis de l'euro et a également regagné du terrain par rapport à la livre (8 %) et aux dollars canadien (6 %), australien (14 %) et néo-zélandais (15 %).

Le yen et la plupart des monnaies des économies émergentes d'Asie ont été les principales exceptions à la tendance générale de hausse face au dollar jusqu'en février 2004. Certaines sont rattachées à la monnaie américaine, en particulier le renminbi et le dollar de Hong-Kong, mais même celles qui ne le sont pas ont nettement moins progressé face au dollar que l'euro ou encore la livre sterling.

L'inversion de tendance s'est accompagnée de modifications perceptibles du sentiment des marchés. Pendant la plus grande partie de 2003, les anticipations concernant le dollar, mesurées par la moyenne des fonctions

...s'est partiellement inversée à partir de février 2004

Appréciation modérée des monnaies d'Asie face au dollar

Reviement significatif des anticipations

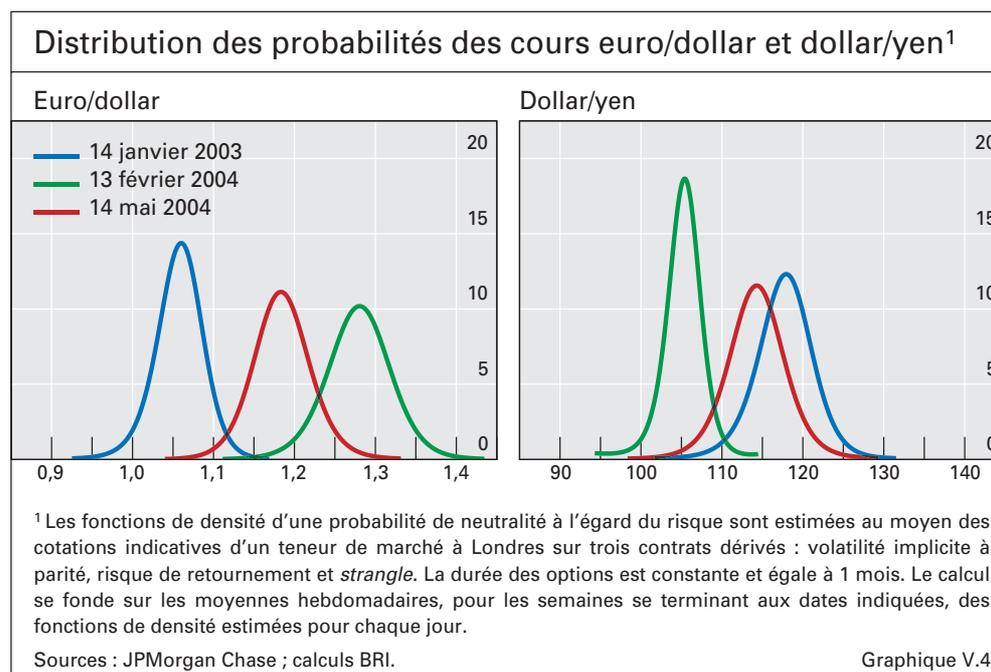
estimées de densité de probabilité de neutralité à l'égard du risque, sont restées nettement orientées à la baisse, surtout contre l'euro, si l'on en juge par l'asymétrie de ces fonctions (graphique V.4). Elles ont commencé à se modifier début 2004. Entre février et mi-mai, les prix des options ont indiqué une perception moins négative envers le dollar, l'asymétrie des probabilités entre forte dépréciation et forte appréciation disparaissant même dans l'ensemble.

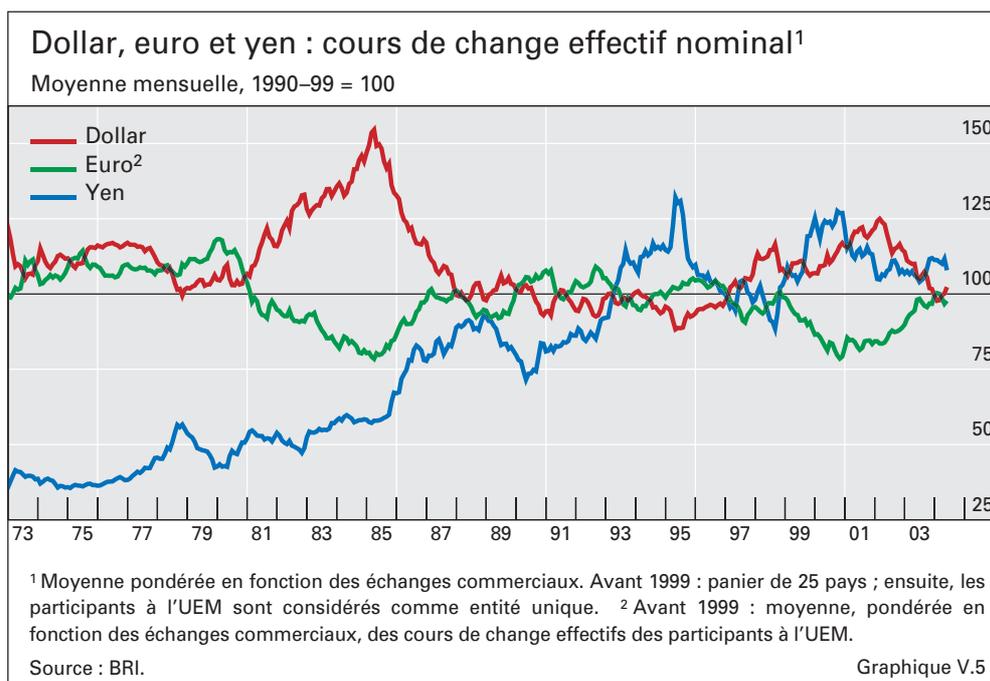
Deux évolutions notables sur les marchés

D'après les intervenants, ces importantes variations des cours de change se sont produites dans un contexte marqué par deux tendances. Premièrement, l'activité a dans l'ensemble fortement progressé, prolongeant le mouvement amorcé début 2001, sous l'influence des stratégies à effet de levier ; il convient de souligner en particulier le dynamisme des fonds macros, dont la stratégie s'appuie sur des anticipations relatives aux fondamentaux (écarts de taux d'intérêt, par exemple), et des fonds directionnels, qui jouent les tendances haussières ou baissières. Les institutionnels et trésoriers d'entreprises ont également été beaucoup plus présents. C'est le compartiment euro/dollar qui a enregistré la plus vive augmentation. Sur la plupart des marchés, la liquidité s'est, semble-t-il, stabilisée à des niveaux élevés. Deuxièmement, à l'inverse, les transactions et la liquidité se seraient contractées en 2003 pour la paire dollar/yen, comme en témoigne la diminution des volumes négociés et de la volatilité intrajournalière des cours, qui serait due au risque équivalent de hausse ou de baisse du yen résultant des interventions systématiques des autorités japonaises.

Analyse sur longue période

Malgré les amplitudes de change enregistrées durant la période, deux aspects méritent d'être soulignés dans le cadre d'une analyse sur longue période : en termes effectifs nominaux, les trois grandes monnaies se rapprochent maintenant de leur cours moyen des années 90 (graphique V.5) ; la baisse du dollar entre janvier 2002 et février 2004 a été bien moins marquée





qu'au milieu des années 80 (recul de quelque 50 % par rapport au yen et au mark allemand), après sa hausse excessive jusqu'en 1985.

## Déterminants des variations de change

Les amples variations de change observées durant la période considérée semblent avoir résulté de trois facteurs principaux : déficit courant américain, écarts de taux d'intérêt et politiques de change en Asie.

Trois grands déterminants des variations de change

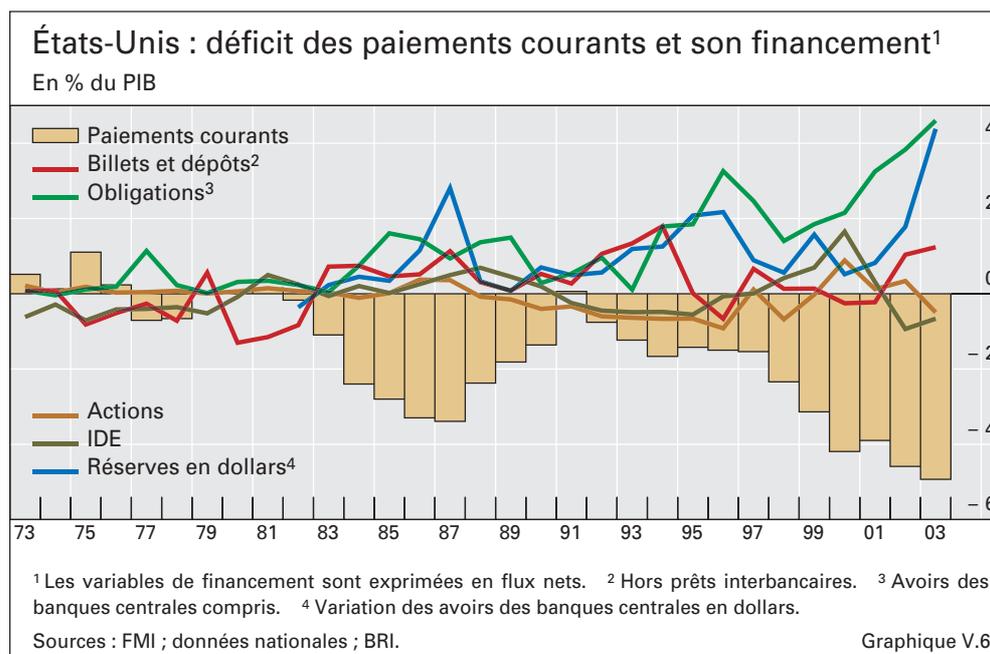
### *Déficit courant américain*

Comme en 2002, l'attention portée au déficit courant américain a très fortement contribué à la dépréciation généralisée du dollar jusqu'en février 2004. Pour 2003, ce déficit a atteint 5 % du PIB (graphique V.6), tandis que les engagements extérieurs nets étaient portés à 25 % du PIB. Néanmoins, les rendements des avoirs américains à l'étranger restant supérieurs à ceux de leurs engagements, le solde en termes de flux est demeuré positif.

Jusqu'en février 2004, le déficit courant américain a focalisé l'attention

Nombre d'intervenants ont ainsi jugé nécessaire une dépréciation du dollar pour deux raisons. Premièrement, avec un plus grand déficit budgétaire, les besoins de financement du déséquilibre courant sont apparus devoir persister, d'autant plus que ce déficit courant était progressivement perçu comme tenant à une insuffisance d'épargne intérieure plutôt qu'à une abondance d'investissement productif. Deuxièmement, le recul de la part des flux privés dans la contrepartie du déséquilibre extérieur américain et, au sein de ceux-ci, la contraction de la proportion des actions et de l'investissement direct étranger (IDE) indiquent que le marché devient moins disposé à en assurer le financement (graphique V.6).

Les modalités d'ajustement du déséquilibre extérieur américain constituent une question essentielle. Les variations des cours de change



et des flux de capitaux déjà opérées ces deux dernières années ont été ordonnées. La question est de savoir si des modifications brutales pourraient provoquer de fortes perturbations. Une analyse de la nature des flux de capitaux pendant les précédentes phases d'ajustement des paiements courants peut, dans ce contexte, apporter des enseignements (infra).

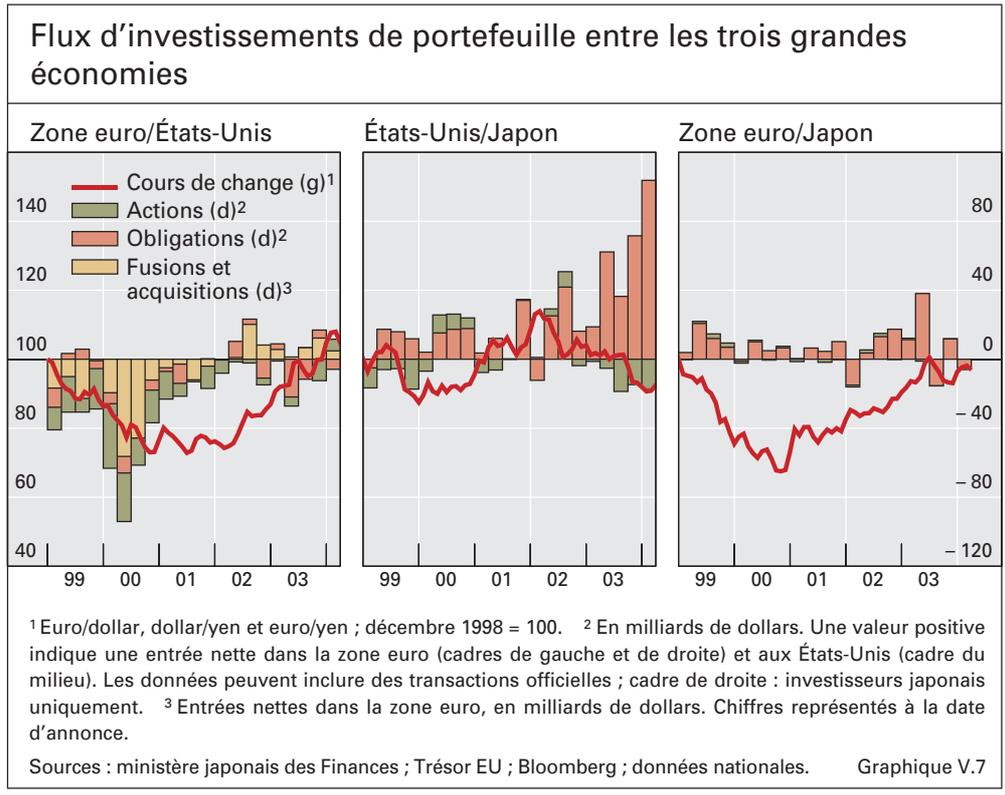
#### Écarts de taux d'intérêt

Influence des écarts de taux d'intérêt sur les flux de capitaux et les changes

La corrélation entre variations de change et écarts de taux effectifs et anticipés est souvent apparue clairement dans nombre d'économies (tableau V.1). Au sein du G 3, l'appréciation de l'euro face au dollar et au yen, entre janvier 2002 et février 2004, a été encouragée par l'attrait de taux d'intérêt plus rémunérateurs pour des capitaux en quête de rendement (graphique V.7). Au

Cours de change et écarts de taux d'intérêt								
	Dollar <sup>1</sup>		Euro <sup>1</sup>		Écart avec les taux américains <sup>2</sup>		Écart avec les taux de la zone euro <sup>2</sup>	
	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04
Nouvelle-Zélande	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australie	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Suède	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Zone euro	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Suisse	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Royaume-Uni	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Norvège	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Japon	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Canada	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

<sup>1</sup> Variation cumulée, en % ; une valeur positive indique une dépréciation contre dollar ou euro. <sup>2</sup> Taux d'intérêt 3 mois.  
 Sources : données nationales. Tableau V.1



Royaume-Uni, de même, le niveau relativement élevé et la hausse des taux d'intérêt ont contribué à l'appréciation de la livre vis-à-vis du dollar et du yen.

Le rôle des écarts de taux d'intérêt a été le plus net pour les dollars australien, néo-zélandais et, dans une moindre mesure, canadien (graphique V.2), qui, traditionnellement, sont influencés par les cours des matières premières. Jusqu'au début 2004, ces trois devises se sont grandement raffermies par rapport au dollar EU. Face à l'euro, l'appréciation des dollars australien et néo-zélandais a toutefois été limitée, malgré des écarts de taux favorables et une hausse de 39 % des cours des matières premières ; le dollar canadien, avec des rendements similaires, mais bénéficiant du renchérissement des produits de base, s'est déprécié.

La quête générale de rendement et les écarts de taux d'intérêt ont également été prépondérants pour un certain nombre de monnaies d'économies émergentes. Avec des conditions de financement attrayantes, compte tenu du bas niveau des taux courts (chapitre IV), et un goût marqué pour le risque, illustré par la faiblesse des primes et l'abondance des émissions obligataires des économies émergentes (chapitre VI), les monnaies offrant des rendements élevés ont eu tendance à s'apprécier face au dollar. Les cas les plus notables sont le peso chilien, qui a gagné environ 9 % entre début 2002 et début 2004, le rand surtout, qui a progressé de quelque 44 %, et le real, pourtant handicapé par des évolutions internes plutôt défavorables.

Comme l'année précédente, les stratégies de *carry trade*, qui consistent à lever des fonds libellés dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour les placer dans une autre mieux rémunérée, ont rencontré un vif succès. Durant la période considérée, elles ont séduit non seulement les fonds macros et

Vif succès des stratégies spéculatives de *carry trade*

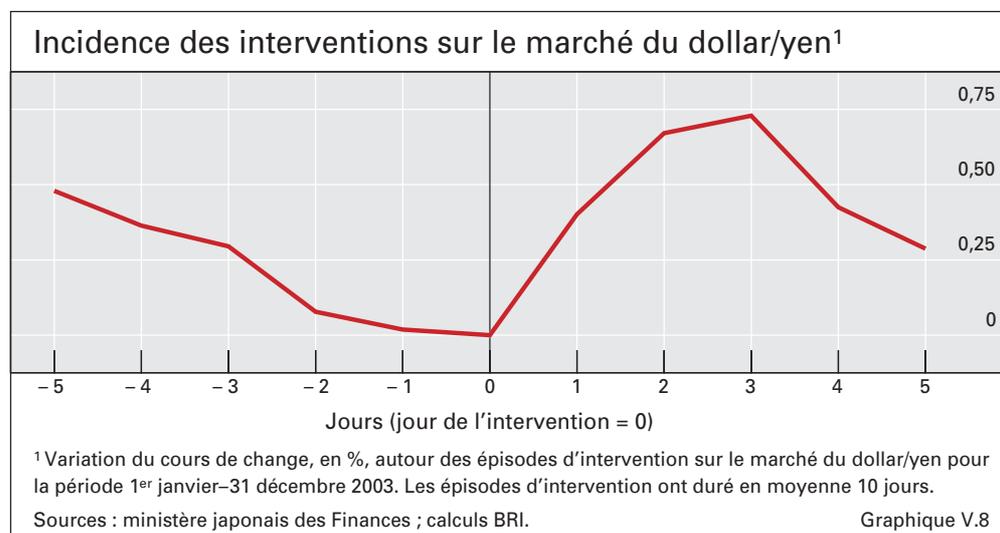
Les anticipations  
quant aux politiques  
monétaires  
infléchissent  
la tendance  
début 2004

les intermédiaires sur produits de base, mais également les investisseurs institutionnels et les sociétés non financières. Il semble que les emprunts dans ce cadre aient été principalement libellés en dollars, yens et francs suisses, et que les placements aient été surtout orientés vers la livre sterling, les dollars australien, canadien et néo-zélandais ainsi que plusieurs monnaies d'économies émergentes.

Début 2004, lorsque l'appréciation généralisée vis-à-vis du dollar s'est atténuée, puis partiellement inversée, l'influence des écarts de taux d'intérêt est devenue moins évidente. Quand le marché a reconsidéré les perspectives de taux directeurs dans un certain nombre de pays, l'influence des écarts constatés s'est estompée, au profit des anticipations (chapitre IV). L'euro s'est nettement replié après le pic de février 2004, lorsqu'un relèvement des taux américains est apparu plus proche, suite à la publication de données sur le niveau élevé de l'emploi et de l'inflation aux États-Unis et à une plus forte probabilité d'un assouplissement dans la zone euro. Avec les craintes d'une hausse du coût de refinancement des emprunts en dollars, induite par les perspectives d'inflexion plus proche de la politique monétaire américaine, les opérations de *carry trade*, notamment celles impliquant les dollars australien ou néo-zélandais, sont devenues moins attrayantes, contribuant ainsi à un recul notable de ces monnaies vis-à-vis du dollar EU. Le dollar canadien et les couronnes norvégienne et suédoise se sont de même repliés quand leurs taux directeurs ont été abaissés et paraissaient devoir l'être encore par la suite, rendant le renouvellement des positions spéculatives moins attrayant. Le franc suisse s'est raffermi par rapport à l'euro lorsqu'un relèvement escompté du taux directeur s'est accompagné d'un début d'inversion des opérations spéculatives. En revanche, la variation de la paire dollar/yen a été moins prononcée en raison des signes confirmés de reprise de l'économie japonaise (chapitre II).

#### Politiques de change en Asie

Les interventions des autorités monétaires ont été bien plus nourries que par le passé, notamment en Asie (tableau V.2). Elles ont atténué les



Réerves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	<i>Pour mémoire : encours à fin 2003</i>
	À cours de change courants						
Total	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3 010,9
Pays industriels	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1 103,6
États-Unis	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Zone euro	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Japon	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asie	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1 208,1
Chine	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Corée	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Hong-Kong RAS	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
Inde	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonésie	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Philippines	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Singapour	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Taiwan, Chine	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
Thaïlande	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
Amérique latine <sup>1</sup>	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentine	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brésil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Chili	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
Mexique	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
PECO <sup>2</sup>	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	À cours de change constants <sup>3</sup>						
Total	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3 029,8
En dollars	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2 092,7
En autres monnaies	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

<sup>1</sup> Pays cités plus Colombie, Pérou et Venezuela. <sup>2</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. <sup>3</sup> Chiffres en partie estimés ; cours de change de fin de période.

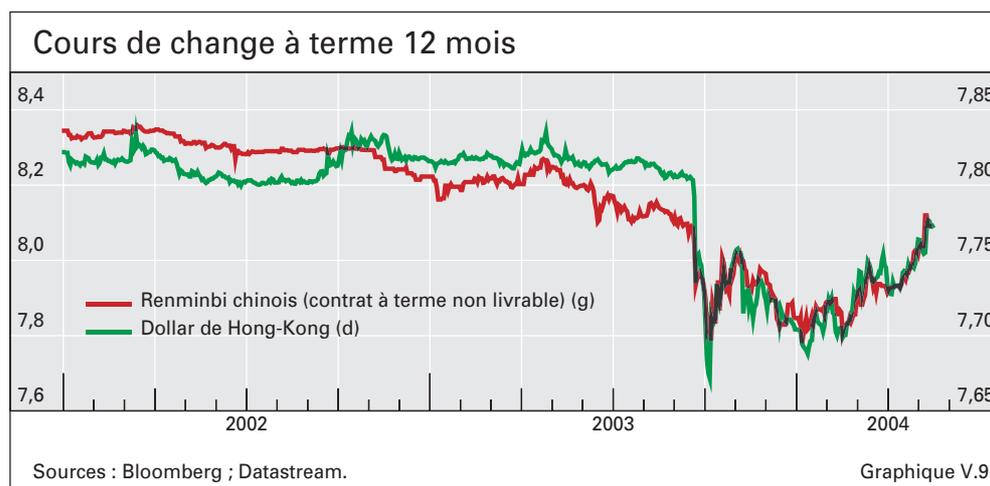
Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI. Tableau V.2

tensions à la hausse sur les monnaies correspondantes, soulevant le problème plus général de la correction des déséquilibres courants dans le monde (infra). Si les interventions des autorités japonaises et chinoises ont eu un tel retentissement, c'est en raison de l'importance des volumes concernés.

Rôle clé des politiques de change en Asie

Les autorités nippones ont acquis \$316 milliards d'actifs américains entre janvier 2003 et mars 2004, soit un multiple de leurs achats des années précédentes. En outre, les statistiques officielles montrent que les interventions, plus fréquentes et plus soutenues qu'auparavant, ont eu, si l'on en juge par le cours du yen, une certaine efficacité, au moins à court terme (graphique V.8). Cette efficacité est peut-être liée à une perception de changement de stratégie de la part des autorités monétaires, qui ont semblé

Interventions massives des autorités nippones



opter pour des interventions massives afin d'introduire un risque équivalent de hausse ou de baisse du yen.

L'attention se porte sur l'attitude des autorités monétaires chinoises

En Chine, les autorités monétaires ont accumulé de substantielles réserves en cherchant à maintenir une parité fixe avec le dollar (tableau V.2). Malgré le maintien de cet ancrage, le marché des contrats à terme non livrables a été soumis à plusieurs vagues de pressions à la hausse (graphique V.9), reflétant le degré de probabilité affecté par le marché à une modification de la politique de change. Le dollar de Hong-Kong a subi à plusieurs reprises des tensions comparables, puis a enregistré, en décembre 2003, une recrudescence inhabituelle de la volatilité sur le marché au comptant.

En Corée, en Inde et à Taiwan (Chine) également, les réserves en dollars ont beaucoup augmenté après des interventions officielles massives visant à limiter l'appréciation de la monnaie vis-à-vis du dollar et, par conséquent, du renminbi.

### Financement des déséquilibres courants et rôle des réserves de change

Les variations dans la composition des entrées de capitaux privés aux États-Unis et le nouvel accroissement de la proportion des flux publics laissent entrevoir une moindre disposition des investisseurs privés à financer le déficit courant américain. Le constat soulève deux interrogations. Cette double évolution (composition et proportion des flux privés) annonce-t-elle le début de l'ajustement de la balance des paiements courants ? Comment les flux de capitaux évolueront-ils une fois cet ajustement amorcé, et, plus précisément, risquent-ils de devenir volatils au point de déstabiliser les marchés ? Pour répondre à ces deux questions, nous examinerons la dynamique des flux privés et publics durant les 28 principaux épisodes d'ajustement des paiements courants depuis 1973.

#### *Financement des déficits courants dans les pays industrialisés depuis 1973*

Phases d'ajustement des paiements courants dans le passé

Les 28 épisodes d'ajustement substantiel et durable des paiements courants intervenus dans les pays industrialisés depuis 1973 (tableau V.3) présentent deux grandes caractéristiques. Premièrement, en moyenne, le

Flux financiers et ajustements des paiements courants	
	Épisodes durant lesquels une variation des flux de financement correspond à un ajustement des paiements courants, en %
Portefeuille des non-résidents : titres de dette	89
Prêts des non-résidents aux résidents	78
Portefeuille des non-résidents : billets et dépôts	58
Portefeuille des résidents : devises et dépôts à l'étranger	70
Investissement direct de l'étranger	36
Investissement direct à l'étranger	35
Avoirs de réserve	68

Un ajustement des paiements courants se définit par trois critères : i) le déficit courant doit dépasser 2 % du PIB avant l'ajustement ; ii) le déficit moyen doit diminuer d'au moins 2 % du PIB sur trois ans et être réduit d'un tiers au minimum ; iii) le plus gros déficit sur les cinq années suivant le maximum ne doit pas être supérieur au plus faible déficit sur les trois années qui l'ont précédé. Le tableau couvre 28 épisodes d'ajustement des paiements courants observés sur la période 1974–2002 : Australie (1989, 1999) ; Autriche (1977, 1980) ; Belgique (1981) ; Canada (1981, 1993) ; Danemark (1986) ; Espagne (1976, 1981, 1991) ; États-Unis (1987) ; Finlande (1991) ; France (1982) ; Grèce (1985) ; Irlande (1981) ; Italie (1974, 1981, 1992) ; Norvège (1977, 1986) ; Nouvelle-Zélande (1984) ; Portugal (1981, 2000) ; Royaume-Uni (1974, 1989) ; Suède (1980, 1992).

Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics* ; estimations BRI. Tableau V.3

déficit courant d'un pays a tendance à s'infléchir lorsqu'il atteint un niveau proche de 4–5 % du PIB. Deuxièmement, cet ajustement s'accompagne généralement d'une dépréciation de la monnaie et d'un net ralentissement de la croissance. Le mouvement de correction du déficit courant des États-Unis pendant la seconde moitié des années 80 a obéi globalement à cette règle.

L'analyse montre que l'évolution de la répartition des flux financiers ne permet d'anticiper ni le début ni les modalités de la correction des déficits courants. C'est ce que confirme l'étude des tendances de chaque catégorie de flux financiers sur les 28 épisodes durant les cinq années qui ont précédé l'inversion (graphique V.10). Si le comportement de certaines catégories a changé en moyenne pendant ce laps de temps, rien ne permet de conclure à une modification systématique de la tendance juste avant la phase d'ajustement, y compris pour les flux officiels. Seuls les avoirs des non-résidents (billets et dépôts) font exception : ils ont généralement atteint un sommet un an avant l'amorce de l'ajustement. À partir de là, on est amené à conclure que l'évolution de la composition des flux vers les États-Unis l'an passé ne permet guère de prévoir le moment de la correction.

En revanche, s'agissant de la composition des flux lors de l'ajustement lui-même, les 28 épisodes passés présentent plusieurs traits communs intéressants. Premièrement, les catégories les plus volatiles, principalement influencées par les écarts de taux d'intérêt, sont aussi celles qui enregistrent la correction la plus marquée. Plus précisément, après avoir augmenté parallèlement au déficit des paiements courants, les avoirs en billets et

Peu d'indications d'une modification systématique des flux *avant*...

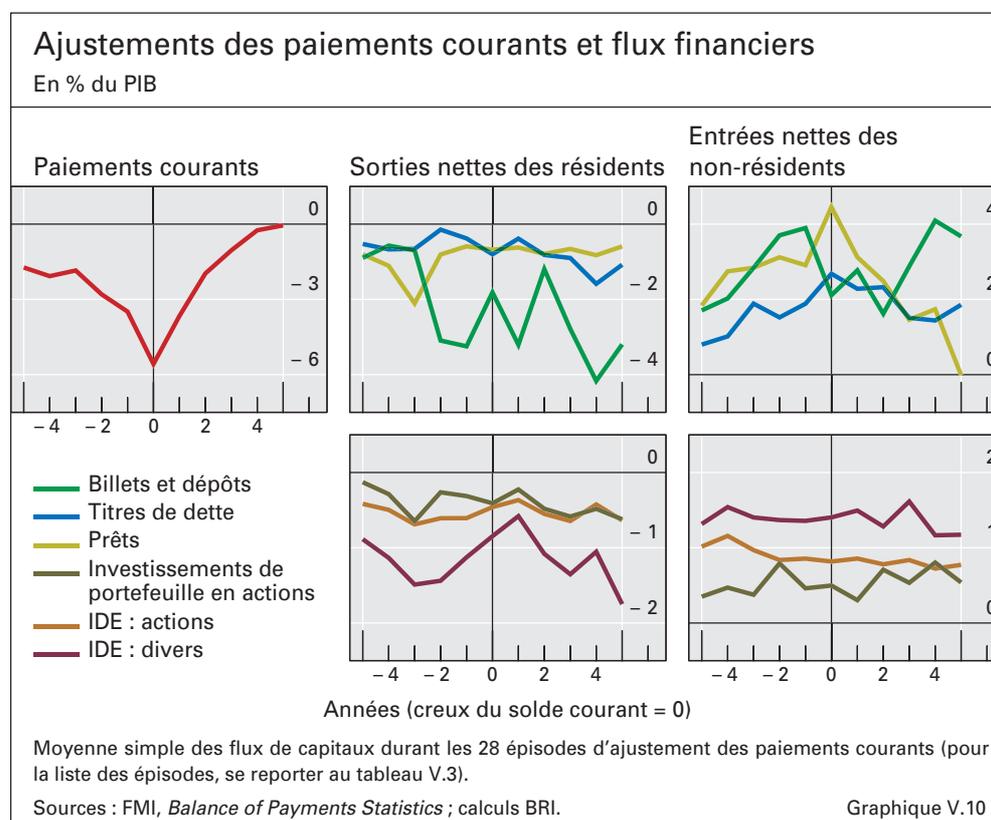
...mais quelques signes *pendant* l'ajustement

dépôts et en titres de dette ont en général nettement diminué lors de la correction (tableau V.3). Si l'IDE, plus stable, a affiché un comportement analogue, tant en entrées qu'en sorties, sa variation a été de moindre ampleur. De leur côté, les investissements de portefeuille en actions, habituellement perçus comme volatils, n'ont en moyenne pas changé de façon notable.

Deuxièmement, l'ajustement s'explique dans une large mesure par le comportement des non-résidents. Leurs dépôts, titres de dette et prêts ont considérablement varié durant ces phases de correction, augmentant le plus souvent avant et reculant en général après le point de retournement. En revanche, les dépôts à l'étranger constituent la seule catégorie de flux financiers émanant des résidents qui se soit systématiquement modifiée.

Troisièmement, l'évolution du financement du déficit courant a sa principale contrepartie dans les flux privés. Les réserves en devises ont également varié, notamment suite à des interventions pour soutenir la monnaie et/ou à des effets de change. Il convient cependant de préciser que, pour tous les pays ayant connu un ajustement substantiel de leur solde courant, à l'exception des États-Unis, les achats d'actifs domestiques par des entités publiques étrangères sont restés modestes, et n'ont donc pas joué de rôle significatif dans ces corrections.

Quatrièmement, dans la plupart des cas, les changements intervenus dans la composition des flux financiers décrits ci-dessus se sont opérés sans heurts. Une exception mérite néanmoins d'être notée : l'ajustement du déficit



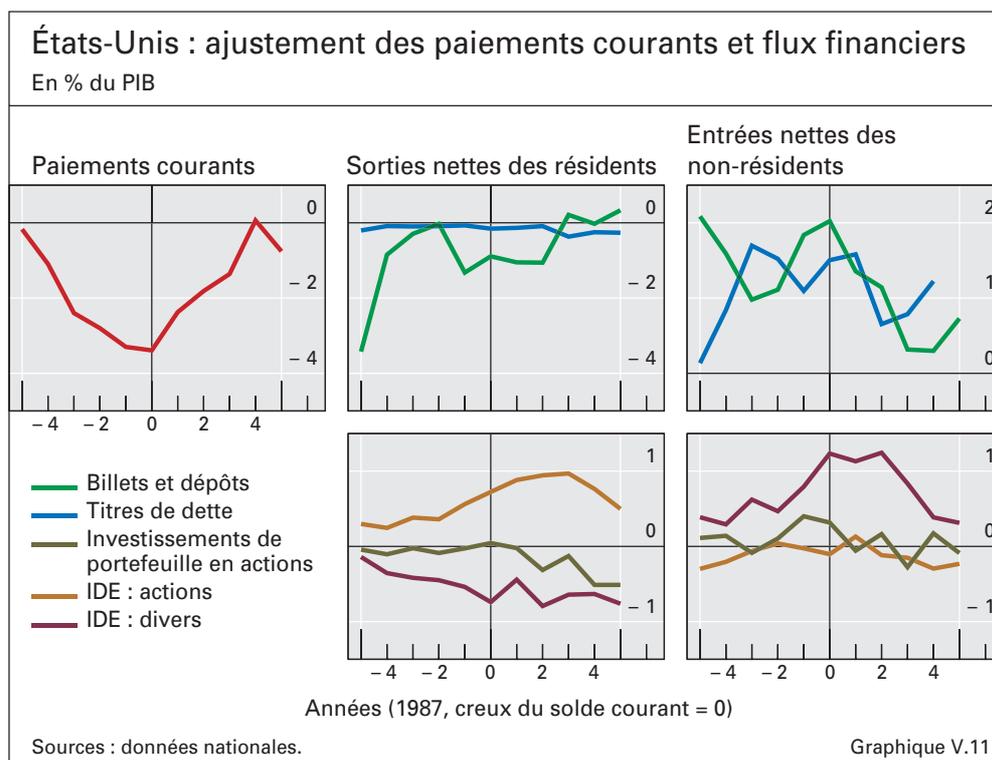
courant suédois en 1992, qui s'est accompagné d'un retrait massif des dépôts des non-résidents (environ 10 % du PIB) et d'un recul tout aussi marqué des prêts aux résidents.

Le comportement des flux privés pendant la correction du déficit courant des États-Unis au milieu des années 80 concorde à plusieurs égards avec les schémas observés ailleurs (graphique V.11). Tout d'abord, les deux catégories de flux qui ont changé le plus fortement autour de 1987 sont les dépôts (des résidents et des non-résidents) et les titres de dette détenus par les non-résidents. Elles ont eu tendance à s'étoffer avant 1987 et à fléchir pendant les trois années qui ont suivi. En outre, l'IDE des non-résidents a contribué à l'ajustement. Enfin, les variations des flux privés se sont opérées en bon ordre : les entrées se sont ralenties graduellement et, pour chaque catégorie de flux, les variations cumulées entre 1987 et 1990 n'ont pas dépassé 2 % du PIB américain.

Cela étant, il existe une différence de taille entre les États-Unis et les autres pays industrialisés, due au fait que le dollar, principale monnaie de réserve, représente une proportion substantielle des avoirs étrangers en devises. Les achats d'actifs en dollars (obligations, en particulier) des entités publiques étrangères ont financé une part non négligeable du déficit cumulé des États-Unis, que ce soit pendant la phase de contraction amorcée en 1987 ou durant la période actuelle (graphique V.6). À chaque fois, les réserves officielles en dollars ont commencé par augmenter sensiblement avec la dépréciation consécutive au creusement du déficit. Dans le cas de 1987, la tendance s'est par la suite inversée avec sa résorption progressive et donc l'amointrissement du besoin de financement. À première vue, le gonflement des réserves en dollars ces deux dernières années pourrait donc conduire à se

Des similitudes entre les États-Unis et d'autres pays...

...mais le rôle des réserves de change constitue une différence de taille



demander si la récente augmentation du déficit courant aux États-Unis ne serait pas sur le point de s'infléchir.

Les politiques de change actuelles diffèrent de celles des années 80

Pour les flux publics, la situation actuelle des États-Unis diffère notablement de celle des années 80. Au milieu de cette décennie, le dollar avait amorcé un repli après une période de surréaction. En 1986 et 1987, les autorités monétaires du G 7 avaient procédé à des interventions concertées visant à mettre un terme à son érosion rapide, coopération dont le point d'orgue avait été la signature de l'accord du Louvre, en février 1987. Par conséquent, ce sont essentiellement le Japon, l'Allemagne et d'autres pays industrialisés dont la monnaie flottait par rapport à la devise américaine qui ont accumulé des réserves en dollars. Les interventions concertées ont cessé lorsque le dollar s'est stabilisé à des niveaux nettement inférieurs. Ces deux dernières années, en revanche, l'accumulation de réserves résulte d'interventions unilatérales du Japon et d'économies émergentes d'Asie, qui ont enrayé le recul du dollar, limitant par conséquent l'ajustement du déficit courant des États-Unis. Ces pays n'ont pas mené de politiques de change coordonnées, mais plutôt interdépendantes.

#### *Rôle des réserves de change*

Pour mettre ces interventions en perspective, il convient d'examiner le rôle des réserves de change, à la fois en termes d'accumulation et de détention. Dans quelle mesure leur accumulation constitue-t-elle un objectif en soi ou simplement une résultante de l'objectif d'équilibre interne ou externe ? Continuera-t-elle à financer le déficit courant américain ? (Leurs répercussions sur le système financier intérieur sont analysées au chapitre III.)

Dans un régime de change fixe, les réserves jouent un rôle crucial

Dans un régime de change fixe, officiel ou *de facto*, les réserves en devises jouent un rôle crucial. Les autorités monétaires les utilisent pour maintenir le cours de la monnaie lorsque, par exemple, des sorties de capitaux exercent des pressions à la baisse, et, de manière symétrique, pour endiguer des pressions à la hausse. En l'absence de restrictions sur les mouvements de capitaux et faute d'ajustement des taux d'intérêt, le volume des réserves accumulées est donc déterminé par la volonté de maintenir la parité. En cas d'importants flux de capitaux (entrants ou sortants), l'instrument des taux d'intérêt peut aussi être utilisé.

Dans un régime de flottement, les réserves peuvent constituer un objectif en soi...

Dans un régime de change flottant, le rôle des réserves est plus difficile à définir ; il peut être utile de distinguer deux cas. Dans le premier, les autorités monétaires peuvent cibler un niveau précis de réserves, pour plusieurs raisons. Elles peuvent souhaiter disposer d'un volume suffisant pour pouvoir intervenir sur les changes afin de préserver la liquidité. Elles atténueront ainsi la volatilité, tout en permettant un ajustement ordonné des cours de change. Elles peuvent aussi vouloir se constituer un « trésor de guerre » de nature à renforcer la crédibilité du pays sur les marchés financiers internationaux, et ainsi contribuer à amoindrir le risque de déstabilisation induit par des mouvements de capitaux. Plus est grand le risque de fuite des capitaux des résidents ou de retrait des non-résidents, plus le matelas de réserves doit être important.

Dans le second cas, les réserves accumulées découlent d'interventions visant à stabiliser le change, comme dans un régime de parités fixes. Les

interventions peuvent alors être axées sur des objectifs internes ou externes. L'objectif externe le plus courant consiste à contenir l'appréciation de la monnaie afin de préserver la compétitivité des secteurs exposés ; une tendance baissière, en revanche, n'appellera généralement pas de réaction. Dans la poursuite de leurs objectifs internes, les banques centrales peuvent souhaiter contrecarrer les pressions à la hausse sur la monnaie pour prévenir des effets désinflationnistes excessifs, par exemple dans le cadre d'une stratégie d'objectif d'inflation. Elles peuvent également intervenir pour stabiliser le cours de change, afin d'éviter des répercussions négatives sur la situation financière des agents économiques.

...ou découler d'interventions dans la poursuite d'objectifs internes ou externes

Dans les pays désireux de se constituer un matelas de réserves, différents critères sont utilisés pour en évaluer le niveau adéquat. La couverture des importations sert traditionnellement de référence : les réserves doivent en représenter un certain multiple. Ce critère est plus pertinent si le but est de réduire les problèmes de liquidité durant les périodes de crises de balances des paiements. Toutefois, depuis la crise en Asie, le niveau de réserves approprié tend à être déterminé par la couverture des mouvements de capitaux, qui peuvent s'inverser rapidement en période de crise, tels que la dette à court terme, susceptible de ne pas être reconduite à échéance. Une autre référence à cet égard est celle de la masse monétaire au sens large, qui reflète le risque de voir les détenteurs d'actifs liquides les convertir en devises.

Critères d'évaluation du niveau des réserves

Il est généralement difficile d'évaluer le niveau optimal des réserves de change. Cependant, une étude de leur taux d'accumulation et de la volatilité du change sur les cinq dernières années, ainsi que des différents critères de mesure du niveau approprié des réserves, peut apporter des éclaircissements sur l'importance relative des diverses motivations à l'origine des interventions répétées en Asie.

Analyse des motivations

À la lumière des tendances récentes (accumulation de réserves et volatilité du change), il est possible d'identifier deux phases divergentes depuis la fin de la crise en Asie. Dans la période qui a immédiatement suivi cette crise (1998–2001), la volatilité de la plupart des devises des économies émergentes d'Asie (vis-à-vis du dollar et en termes effectifs nominaux) a été généralement comparable à celle des grandes monnaies, qui se dépréciaient par rapport au dollar (tableau V.4). Les banques centrales de la région ont alors probablement profité de conditions plus favorables pour reconstituer leurs réserves, fortement entamées pendant la crise. Ainsi, l'accumulation de réserves semble avoir constitué, dans une large mesure, un objectif en soi.

Changement de tendance, en 2002, pour la constitution de réserves et la volatilité du change

En revanche, ces deux dernières années, alors que la tendance du dollar s'inversait, la volatilité des devises des économies émergentes d'Asie vis-à-vis du dollar s'est fortement atténuée et se retrouve désormais nettement inférieure à celle des autres monnaies flottantes. Les cours de change effectifs nominaux affichent également une tendance à la baisse. Parallèlement, les réserves de change se sont étoffées. Une analyse plus poussée indique que les raisons proposées ici pour expliquer l'accumulation de réserves peuvent jouer un rôle complémentaire.

Volatilité des cours de change et variation des réserves						
	Janvier 1988–décembre 2001			Janvier 2002–février 2004		
	Cours de change : volatilité <sup>1</sup>		Variation des réserves <sup>2</sup>	Cours de change : volatilité <sup>1</sup>		Variation des réserves <sup>2</sup>
	Bilatéral	Effectif nominal		Bilatéral	Effectif nominal	
Australie	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Canada	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Japon	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Norvège	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Nouvelle-Zélande	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Royaume-Uni	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
Suède	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Suisse	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Zone euro	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
Chine	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Corée	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Hong-Kong RAS	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
Inde	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonésie	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Malaysia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Philippines	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Singapour	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Taiwan, Chine	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2
Thaïlande	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7

<sup>1</sup> Écart type, calculé pour la période, des variations quotidiennes annualisées (en %). <sup>2</sup> Variation cumulée sur la période, en milliards de dollars.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales ; BRI. Tableau V.4

Une appréciation difficile de l'évolution des réserves

L'analyse des motivations ces deux dernières années dépend des critères retenus. Rapportées aux importations, les réserves de la plupart des pays d'Asie ne se sont pas substantiellement accrues (tableau V.5). En proportion de la masse monétaire, en revanche, elles ont progressé de 40 %, voire plus dans un certain nombre de pays. En outre, dans la majorité des cas, elles ont beaucoup augmenté par rapport à la dette extérieure à court terme.

Les interventions s'inscrivent dans une double logique d'équilibre externe et interne

La modification, autour de 2002, de la volatilité du change et du poids relatif des réserves (rapporté au PIB, à la masse monétaire et à la dette à court terme) peut également obéir à une logique d'objectifs externes. L'atténuation de la volatilité des monnaies des pays voisins de la Chine pourrait partiellement s'expliquer par la volonté de contrer une appréciation vis-à-vis du renminbi, afin de préserver la compétitivité des exportations, ce qui implique une stabilité du change par rapport au dollar.

Cela étant, il convient également de noter que, ces deux dernières années, les interventions en Asie, dans la plupart des cas, n'allaient pas à l'encontre des objectifs d'équilibre interne de la politique monétaire. Dans la majorité des pays à objectif d'inflation, la hausse des prix effective est restée contenue à l'intérieur de bandes-objectifs ou proche de ce niveau. Au Japon, l'accumulation de réserves découle essentiellement de la stratégie de lutte contre les pressions déflationnistes. En Chine, sans être nécessairement en

Réserves officielles en devises et mesures de l'adéquation									
	Réserves/importations <sup>1</sup>			Réserves/agrégat large <sup>2</sup>			Réserves/dette à court terme <sup>3</sup>		
	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003
Canada	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australie	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Norvège	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Nouvelle-Zélande	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Suède	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Suisse	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Royaume-Uni	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asie <sup>5</sup>	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Japon	7	11	20	4	6	11	400	299	235
Chine	9	11	12	11	11	15	373	738	1 300
Corée	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Hong-Kong RAS	4	6	6	19	23	24	37	127	170
Inde	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonésie	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Malaysia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Philippines	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Singapour	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Taiwan, Chine	10	11	19	17	19	33	458	747	849
Thaïlande	6	7	7	25	26	30	80	215	404

<sup>1</sup> En nombre de mois. <sup>2</sup> En %. <sup>3</sup> Titres de dette internationaux et engagements vis-à-vis des banques déclarantes BRI dont la durée est inférieure à 1 an. <sup>4</sup> Moyenne. <sup>5</sup> Moyenne pondérée des pays cités sur la base des PIB et PPA de 2000.

Sources : FMI ; statistiques BRI. Tableau V.5

contradiction avec les objectifs de politique monétaire, cette accumulation a répondu au souci de préserver la solidité du système financier intérieur, au cas où aurait été adopté un régime de change plus souple.

À l'avenir, les banques centrales de la région pourraient continuer de résister aux pressions à la hausse sur leur monnaie et, dans ce cas, l'accumulation de réserves en dollars constituerait un important moyen de financer le déficit extérieur américain. Cette source de financement risque néanmoins de s'amenuiser, quel que soit le scénario envisagé.

Trois scénarios envisageables

Dans le premier scénario, le dollar s'apprécie. Les monnaies d'Asie sont alors amenées à relâcher leur lien, ce qui réduit l'accumulation de réserves en dollars. Un tel changement de comportement a été observé, par exemple, entre 1999 et 2001, lorsqu'un certain nombre de monnaies d'Asie sont devenues davantage corrélées au yen et un peu moins au dollar, en hausse. L'absence d'un financement asiatique pour le déficit américain pourrait ne pas poser problème, puisque le secteur privé serait plus disposé à investir dans des actifs libellés en dollars. Dans ce cas, le déficit courant risquerait de se creuser davantage et le processus d'ajustement pourrait être encore retardé.

Dans le deuxième scénario, les banques centrales d'Asie décident de réduire leurs avoirs en dollars alors même que cette monnaie subit de nouvelles pressions à la baisse – situation dont la probabilité est difficile à évaluer. D'un côté, elle se traduirait par une poursuite de l'érosion du dollar et

risquerait d'entraîner une hausse des rendements américains, ce qui amplifierait alors les moins-values pour les actifs détenus en dollars par les banques centrales. D'un autre côté, chaque banque centrale pourrait juger opportun de liquider ses positions avant que des cessions massives n'engendrent de telles pertes.

Dans le troisième scénario, les pressions à la hausse sur les monnaies d'Asie cessent. Si un choc venait à affecter les économies de la région, en se traduisant soit par des sorties de capitaux, soit par un recul du niveau des entrées, les pressions à la baisse, surtout sur le renminbi, supprimeraient la nécessité d'accumuler davantage de réserves en dollars et pourraient même inverser la tendance. Il serait alors crucial de savoir vers quelle région les flux de capitaux se réorienteraient. Par le passé, dans des circonstances analogues, les États-Unis ont eu tendance à être l'un des principaux bénéficiaires d'une telle réaffectation. Si la situation devait se reproduire dans les circonstances actuelles, la propension des investisseurs privés à financer le déficit courant américain permettrait de compenser le recul des flux publics en provenance d'Asie.