

## V. Marchés des changes

### Faits marquants

La période considérée a été caractérisée par un repli généralisé du dollar EU en 2004. Comme les deux années précédentes, celui-ci s'est nettement déprécié par rapport à l'euro, au yen et à d'autres monnaies flottantes ; cette fois, cependant, il s'est également affaibli vis-à-vis de plusieurs monnaies d'économies émergentes d'Asie. Entre janvier et mi-avril 2005, la tendance à la baisse s'est toutefois en partie inversée.

Trois grands facteurs paraissent à l'origine de ces trajectoires changeantes du dollar. L'augmentation du déficit des paiements courants des États-Unis et l'impression d'une surabondance de dollars dans les avoirs des banques centrales asiatiques ont pu peser sur le change. D'un autre côté, les anticipations sur la croissance et l'évolution des taux d'intérêt ont généralement été favorables au dollar dans les premiers mois de 2005, comme en témoigne l'engouement pour les stratégies de *carry trade*. Enfin, l'accumulation de réserves officielles en Asie a limité sa dépréciation face à diverses monnaies d'économies émergentes de la région. Les hausses vis-à-vis du dollar ont cependant été plus marquées et plus nombreuses que les années précédentes.

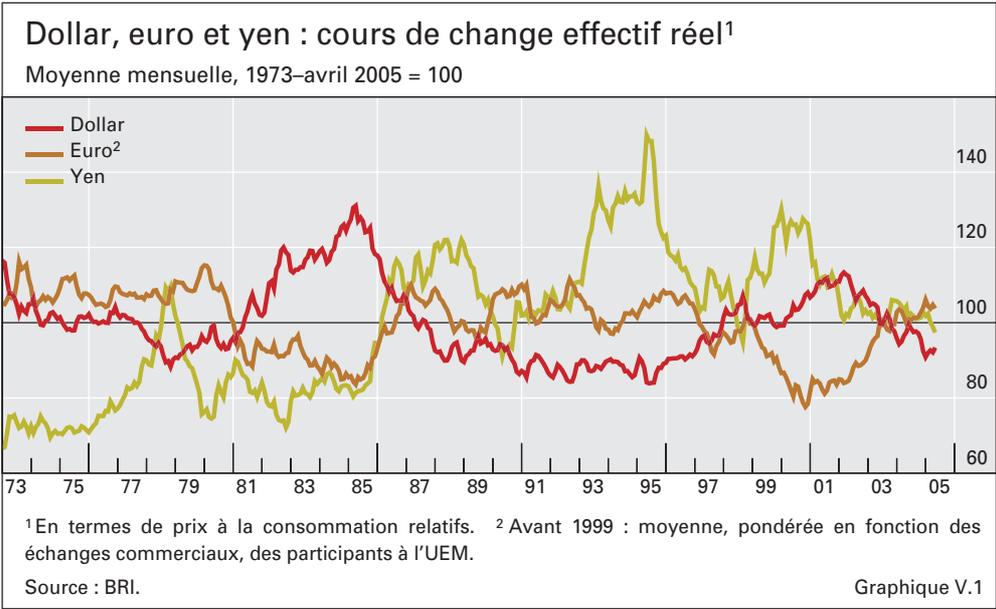
Dans un contexte de faible volatilité, d'importants volumes ont été négociés, surtout par les investisseurs institutionnels et les intervenants ayant recours à l'effet de levier.

Il y a lieu de se demander si le système monétaire international est affecté par les déséquilibres des paiements courants, la composition des portefeuilles mondiaux, ou simultanément par ces deux éléments interdépendants mais distincts. Certes, les premiers ne sont pas tenables à terme, mais ils n'ont peut-être pas encore atteint le point critique communément admis où ils pourraient s'infléchir ; les considérations politiques pourraient d'ailleurs s'imposer avant les impératifs économiques. Quant au déséquilibre potentiel des portefeuilles, il est moins évident qu'on ne l'affirme souvent. Quoiqu'il en soit, un nouvel allègement substantiel du poids du bloc dollar au sens large dans l'économie mondiale pourrait bien, à la longue, entraîner un déséquilibre dans la pondération en devises des portefeuilles.

### Variations de change : constat

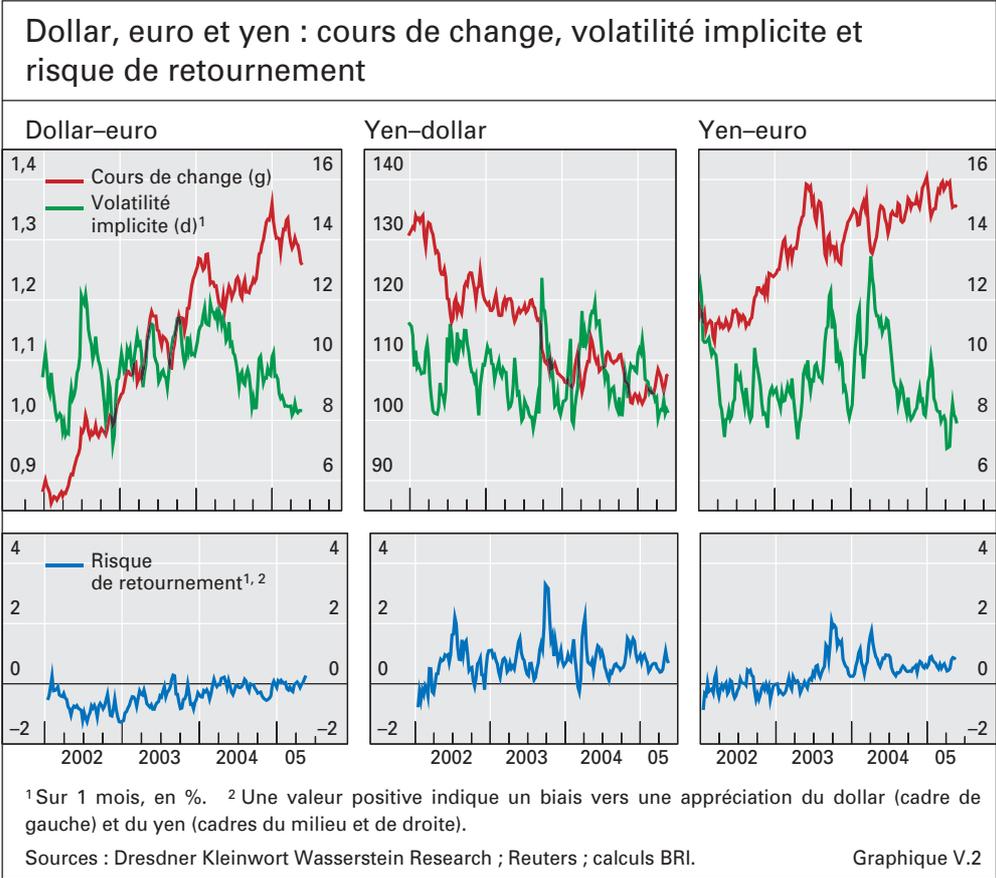
La période examinée peut se subdiviser en deux grandes phases. De mi-mai à fin décembre 2004, le repli généralisé du dollar, amorcé début 2002, s'est poursuivi, avec une nette accentuation au dernier trimestre : fin 2004, il avait ainsi cédé quelque 22 %, en termes effectifs réels, par rapport au pic de janvier 2002

La baisse assez générale du dollar en 2004...



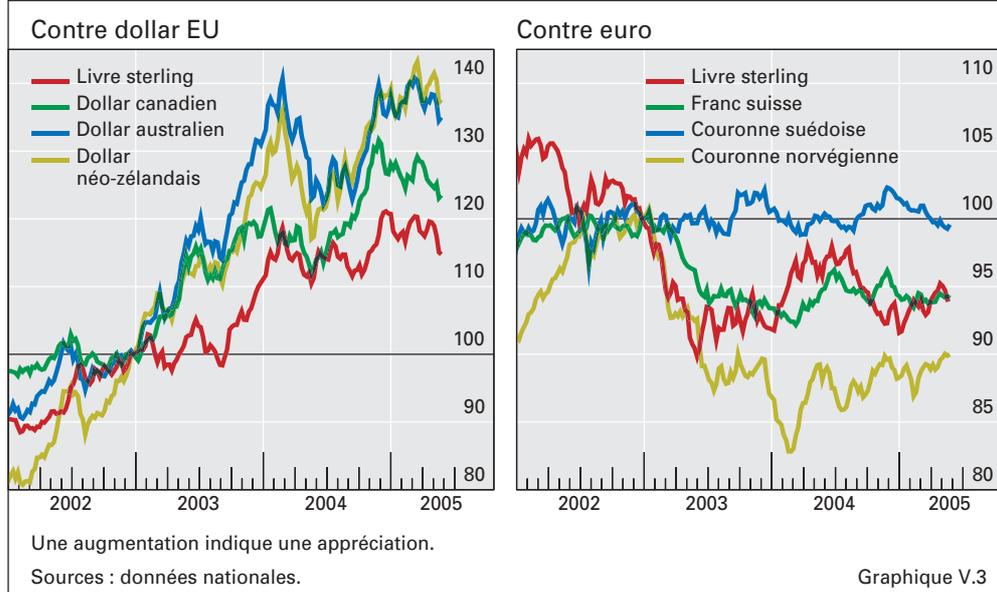
(graphique V.1). L'euro, en revanche, a terminé l'année en hausse de 23 % sur son creux de janvier 2002, tandis que le yen se situait à peu près à son niveau d'il y a trois ans.

L'appréciation des monnaies à l'égard du dollar en 2004 n'a pas été uniforme. Entre mai et décembre, celui-ci a perdu 13 % face à l'euro, qui a inscrit son record absolu le 30 décembre, à \$1,36 (graphique V.2), et 7 % vis-à-vis



## Pays industrialisés hors G 3 : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100



du yen. Après la mi-mars 2004, cependant, le ministère japonais des Finances n'est pas intervenu pour freiner la hausse du yen. Parmi les monnaies ayant le plus progressé figurent les dollars néo-zélandais, canadien et australien ainsi que la livre sterling, avec respectivement 14 %, 13 %, 7 % et 8 % (graphique V.3). Le dollar s'est aussi affaibli par rapport à la plupart des monnaies européennes hors zone euro.

L'euro a gagné 6 % face au yen, qui est donc demeuré à mi-chemin entre l'euro et le dollar. Également en hausse vis-à-vis du dollar australien (5 %) et de la livre sterling (4 %), l'euro n'a guère varié par rapport aux monnaies de la Suisse, de la Suède, de la Norvège, du Canada et de la Nouvelle-Zélande.

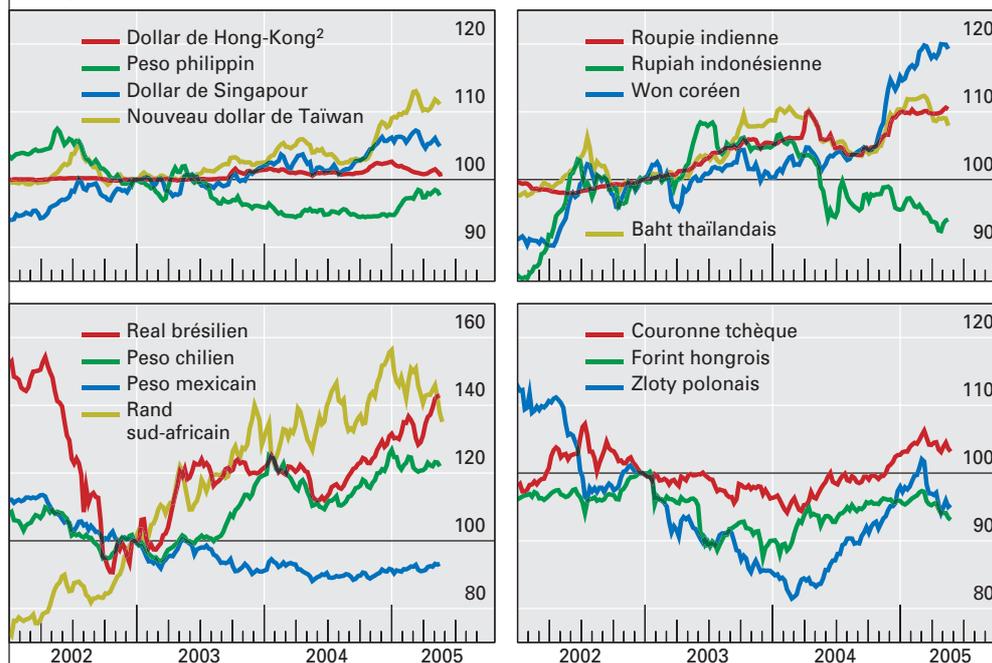
Comme ces dernières années, un certain nombre de monnaies d'économies émergentes ont sensiblement progressé face au dollar (graphique V.4). Fait nouveau, ce mouvement incluait plusieurs monnaies asiatiques, en particulier le won et, dans une moindre mesure, le baht, la roupie et le nouveau dollar de Taïwan. À part le won, les monnaies asiatiques se sont le plus souvent dépréciées vis-à-vis du yen. En Amérique latine, la hausse du real brésilien et du peso chilien par rapport au dollar entre mi-mai 2004 et début 2005 mérite d'être soulignée. La vive appréciation du rand à l'égard du dollar s'est poursuivie, tandis que plusieurs monnaies d'Europe orientale – couronne tchèque, zloty et forint – ont effectué une nette remontée face au dollar et à l'euro, lui-même en hausse.

Durant la seconde phase, de début janvier à mi-avril 2005, le dollar s'est quelque peu repris dans l'ensemble, sous l'effet de la publication de données macroéconomiques positives aux États-Unis. Il s'est apprécié d'environ 6 % contre l'euro et le yen et de 3-4 % par rapport à la livre sterling et aux dollars canadien, australien et néo-zélandais. Les monnaies des économies émergentes d'Asie ont fait exception, en poursuivant leur hausse face au dollar et au yen.

...s'est en partie  
inversée début  
2005

## Économies émergentes : cours de change<sup>1</sup>

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100



<sup>1</sup> Contre dollar EU (monnaies du cadre inférieur droit : contre euro) ; une augmentation indique une appréciation. Cadre inférieur gauche : échelle comprimée. <sup>2</sup> Contrat à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.4

Ces évolutions se sont accompagnées d'une modification du sentiment des marchés, reflétée par les prix des options. Durant la majeure partie de 2004, leur évaluation des probabilités (risque de retournement) était clairement orientée à la baisse du dollar (graphique V.2), surtout vis-à-vis du yen. Début 2005, cependant, la situation a commencé à changer, les prix des options révélant une perception plus positive à l'égard du dollar, avec une quasi-disparition de l'asymétrie des probabilités.

Modification du sentiment des marchés...

Toutes ces variations de change se sont inscrites dans un contexte marqué par deux grandes tendances. Premièrement, comme le suggèrent l'édition 2004 de l'enquête triennale des banques centrales et des sources de marché, le négoce a bien progressé entre 2001 et 2004 (tableau V.1), avec un

...dans le contexte d'un négoce actif...

## Transactions de change : volume déclaré par les courtiers<sup>1</sup>

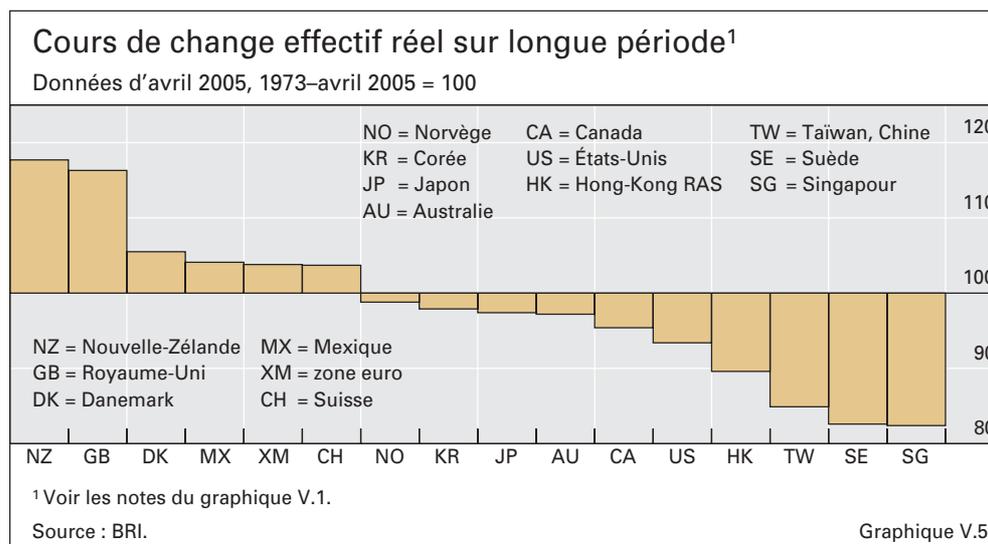
Moyenne journalière d'avril, en milliards de dollars EU

	1992	1995	1998	2001	2004
<b>Contreparties :</b>					
Autres courtiers	540	729	908	689	936
Établissements financiers	97	230	279	329	585
Clientèle non financière	137	178	242	156	252
Lacunes dans les déclarations (e)	44	53	60	26	107
<b>Total change « classique »</b>	<b>818</b>	<b>1 190</b>	<b>1 490</b>	<b>1 200</b>	<b>1 880</b>

<sup>1</sup> Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières.

Source : BRI, *Triennial Central Bank Survey*, mars 2005.

Tableau V.1



volume journalier moyen de \$1 900 milliards en avril 2004. Cette hausse (36 %, à cours de change constants, par rapport à avril 2001) a largement annulé la chute observée entre 1998 et 2001. La part des échanges entre courtiers et clientèle financière a notablement augmenté, passant de 28 % à 33 % du volume total, ce qui serait dû, dans une large mesure, à la présence accrue des investisseurs institutionnels, des spéculateurs et des trésoriers d'entreprise. Deuxièmement, comme sur les autres marchés financiers (chapitre VI), la volatilité historique et implicite a eu tendance à diminuer ou à se stabiliser à des niveaux relativement bas. Globalement, les marchés des changes ont donc continué à bénéficier de conditions ordonnées et d'une abondante liquidité.

S'agissant de l'ampleur des variations de change, deux aspects valent d'être soulignés. Premièrement, les modifications des cours des monnaies du G 3 entre janvier 2002 et décembre 2004 n'ont pas atteint l'amplitude du milieu des années 80, quand le dollar avait perdu environ la moitié de sa valeur à l'égard des deux autres, après une période de hausse excessive jusqu'en 1985 (graphique V.1). Deuxièmement, en termes effectifs réels, les grandes monnaies ne sont guère éloignées à présent de leur cours moyen de l'après Bretton Woods (graphique V.5). En avril 2005, le dollar ne se situait qu'à 6 % au-dessous de sa moyenne d'après 1973, tandis que l'euro et le yen étaient proches de leur cours moyen à long terme. Seuls le dollar néo-zélandais, le livre sterling, le nouveau dollar de Taïwan, la couronne suédoise et le dollar de Singapour s'en étaient écartés de plus de 15 %.

### Variations de change : déterminants

Trois grands facteurs paraissent avoir contribué à l'évolution du change durant la période considérée. Tout d'abord, l'attention portée par les marchés au déséquilibre extérieur des États-Unis et au poids du dollar dans les portefeuilles internationaux semble avoir eu une incidence notable sur la monnaie américaine. Ensuite, les perspectives de croissance intérieure et les écarts de taux d'intérêt ont également joué un rôle dans les fluctuations des principales devises (début 2004, puis durant les premiers mois de 2005) et,

...et d'une faible volatilité

Baisse du dollar inférieure à celle du milieu des années 80

dans une moindre mesure, dans l'évolution des monnaies d'économies émergentes. Enfin, les politiques de change et les interventions dans le monde émergent, en Asie surtout, ont influencé le comportement des monnaies.

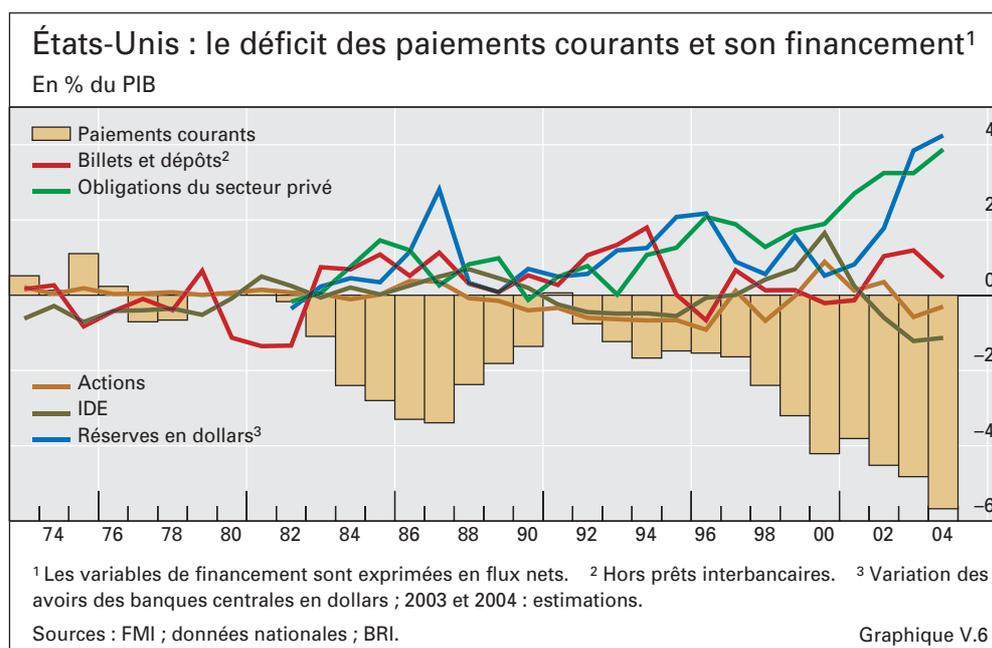
*Le déficit courant américain et l'impression d'une surabondance de dollars*

Comme les deux années précédentes, l'attention suscitée par l'accroissement du déséquilibre extérieur des États-Unis et par ce que certains jugeaient être une surabondance potentielle de dollars dans les portefeuilles a été la principale cause du repli généralisé du dollar en 2004. Les marchés se sont focalisés sur le déficit des paiements courants, qui a atteint 5,7 % du PIB (graphique V.6), et sur les engagements extérieurs nets du pays, supérieurs à 25 % du PIB ; ils ont paru moins sensibles au fait que les États-Unis, malgré leur endettement extérieur net, restaient destinataires nets de revenus d'investissements.

Le marché focalisé sur le déficit courant américain et la surabondance potentielle de dollars

Pendant la majeure partie de 2004, les anticipations d'une poursuite de la dépréciation du dollar ont semblé se traduire par une moindre propension du secteur privé à financer le déficit courant américain : on a constaté un nouveau recul de la part des financements privés, en particulier sous forme d'actions et d'IDE, avec une augmentation des capitaux publics (graphique V.6). Durant l'année, les choix des banques centrales – qui, par ailleurs, avaient accumulé des réserves de change sans précédent – vis-à-vis des actifs en dollars ont suscité un intérêt croissant. Les pertes sur les réserves en monnaie américaine ont focalisé l'attention dans plusieurs pays, et les marchés sont devenus très sensibles à tout signe de diversification des réserves officielles.

Une analyse de régression montre que le déséquilibre extérieur des États-Unis et l'impression d'une surabondance potentielle d'actifs officiels en dollars ont pu peser sur la monnaie américaine. Premièrement, le cours moyen du dollar a fléchi par rapport à l'euro après l'annonce d'un ample déficit de la



Cours dollar–euro : incidence des annonces <sup>1</sup>			
	Coefficient	t de Student	Valeur p
Emplois non agricoles <sup>2</sup>	-0,0011	-2,95	0,00
Balance commerciale <sup>2</sup>	-0,0005	-2,62	0,00
Achats de valeurs du Trésor EU <sup>3</sup> :			
Total	-0,0000	-2,84	0,00
Par les autorités	0,0000	8,30	0,00
Réserves : pas de diversification <sup>4</sup>	-0,0009	-0,50	0,61
Réserves : diversification <sup>5</sup>	0,0038	2,50	0,01

<sup>1</sup> Résultats d'une régression, estimée sur la période janvier 2002–avril 2005, expliquant les variations journalières, en %, du cours dollar–euro après les annonces suivantes : indicateurs macroéconomiques ; entrées de capitaux aux États-Unis ; modifications éventuelles dans la composition en devises des réserves officielles de change. <sup>2</sup> Différence entre la valeur courante de chaque indicateur et sa valeur selon les enquêtes de marché, divisée par leur écart type. <sup>3</sup> Données TIC ; variation mensuelle (en %) des achats nets de titres américains par des non-résidents. <sup>4</sup> Annonces, même non confirmées, indiquant que la part du dollar ne diminue pas dans les réserves de change officielles. <sup>5</sup> Annonces, même non confirmées, indiquant que la part du dollar diminue dans les réserves de change officielles.

Sources : Bloomberg ; Treasury International Capital System (TIC) ; estimations BRI.      Tableau V.2

balance commerciale (tableau V.2). Deuxièmement, le dollar a aussi réagi aux statistiques sur les achats de valeurs du Trésor EU par les non-résidents : il s'est plutôt apprécié quand le total était en hausse et déprécié quand les achats officiels augmentaient ; cela corrobore l'idée que les marchés ont interprété ces modifications dans la composition du financement du déficit américain (privé–officiel) comme un signe de son caractère insoutenable. Troisièmement, le dollar a eu tendance à s'affaiblir quand il a semblé, même s'il ne s'agissait que de rumeurs, que les banques centrales envisageaient de diversifier leurs réserves de change. L'impact de ces annonces a été asymétrique, c'est-à-dire plus fort quand le dollar était attendu en baisse. L'effet des données concernant la balance commerciale américaine ou les réserves de change officielles est devenu statistiquement significatif aux alentours d'août 2004, moment où le recul du dollar a été particulièrement marqué.

#### *Écarts de taux d'intérêt*

Incidence  
ponctuelle des  
écarts de taux  
d'intérêt

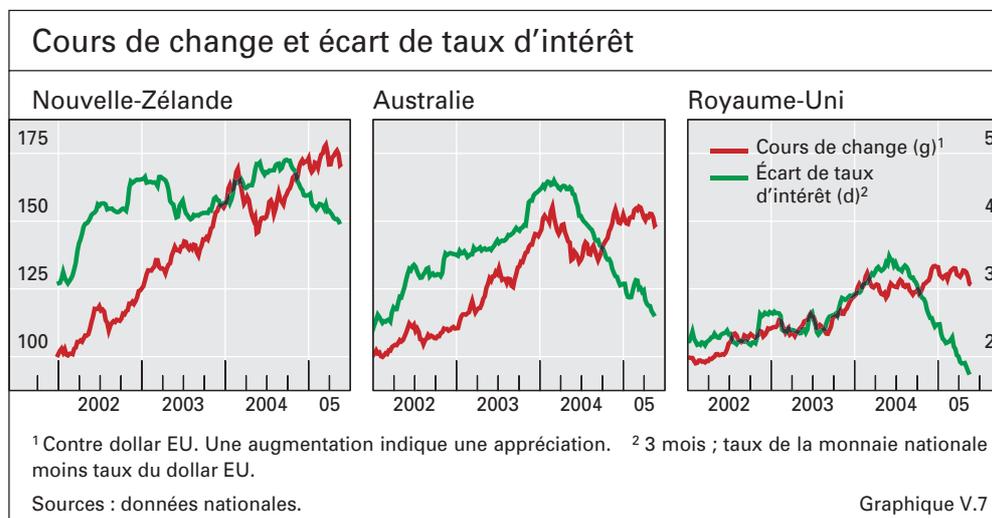
L'évolution du change a aussi été tributaire des anticipations de croissance et des écarts de taux d'intérêt. Chacun sait qu'il est difficile d'établir l'existence d'une corrélation étroite entre les variations de change et les écarts de taux constatés ou anticipés. Des indications en ce sens ont pu cependant être observées, ces dernières années, pour certaines économies à des moments donnés (graphique V.7). Ainsi, entre janvier 2002 et février 2004, des capitaux en quête de rendement ont recherché hors dollar des taux plus rémunérateurs, au bénéfice de plusieurs devises – la livre sterling et les dollars canadien, australien et néo-zélandais, surtout. Ce facteur a renforcé l'influence des cours des produits de base et de l'évolution favorable des termes de l'échange. De même, les deux épisodes d'appréciation du dollar face à ces monnaies, de février à mai 2004 puis de janvier à mi-avril 2005, ont reflété une diminution, voire une inversion, des écarts de taux avec les États-Unis.

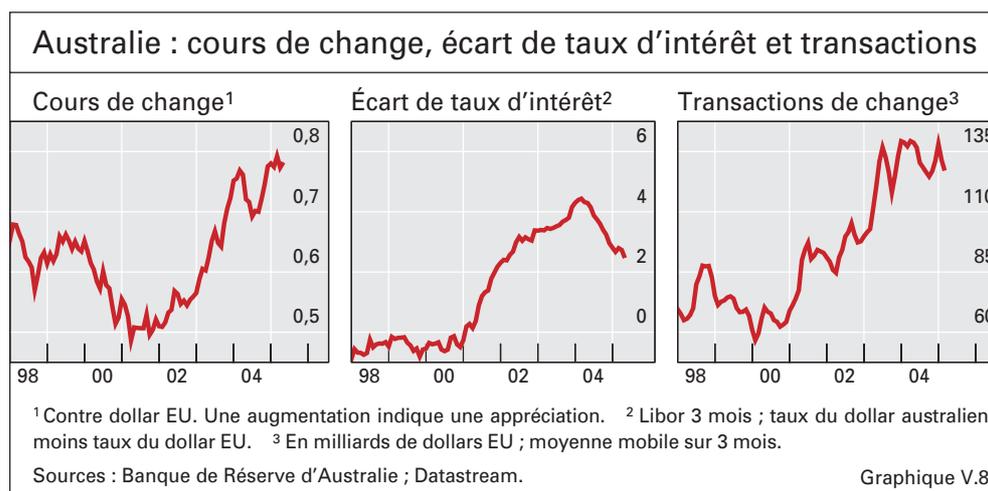
Dans un contexte toujours marqué par une quête générale de rendement, les écarts de taux d'intérêt sont également demeurés importants pour certaines monnaies d'économies émergentes. Ainsi, jusqu'en 2004, en présence de conditions de financement attrayantes (au vu du bas niveau des taux) et d'un goût marqué pour le risque (qui a pesé sur les primes), les monnaies offrant des rendements supérieurs – en particulier le peso chilien, le rand et le real – ont eu tendance à s'apprécier face au dollar. À l'inverse, quand le coût des capitaux a augmenté et que la tolérance à l'égard du risque a diminué, celles dont le différentiel d'intérêt était positif mais décroissant se sont plutôt dépréciées vis-à-vis du dollar. On peut citer, là encore, le peso chilien et le rand, qui ont cédé respectivement quelque 5 % et 10 % dans les premiers mois de 2005.

Prisés par les investisseurs internationaux en quête de rendement, les écarts de taux d'intérêt constatés et anticipés ont influé sur les cours de change par l'intermédiaire des stratégies de *carry trade*, qui consistent à lever des fonds dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour les placer dans une autre, mieux rémunérée, en postulant que l'éventuelle dépréciation de la seconde ne sera pas suffisante pour annuler l'écart de taux. Diverses catégories d'investisseurs y ont eu recours pendant une grande partie de 2004, à commencer par les fonds spéculatifs et les intermédiaires sur produits de base, qui auraient été très présents. Depuis 2002, les investisseurs institutionnels ont multiplié les opérations de ce genre, souvent dans le cadre de stratégies de couverture dynamique, le risque de change étant géré activement et indépendamment du sous-jacent dans la perspective de rendements supplémentaires.

Vif succès des stratégies de *carry trade*

Évoqué par des sources de marché, le rôle de ces stratégies est appuyé par deux autres éléments. Premièrement, l'enquête triennale des banques centrales montre que c'est l'activité entre les courtiers et leur clientèle financière qui a le plus progressé (tableau V.1), avec un accroissement exceptionnel pour deux grandes devises cibles – les dollars australien (+98 %) et néo-zélandais (+152 %) – entre avril 2001 et avril 2004. Des données à fréquence plus élevée sur l'Australie confirment que l'augmentation de l'écart





de taux a coïncidé avec une appréciation de la monnaie et une forte expansion des transactions (graphique V.8). Deuxièmement, une analyse de régression sur un groupe de fonds spéculatifs des États-Unis montre que leurs rendements en 2003 et 2004 étaient corrélés de manière statistiquement significative à une variable prenant en compte les écarts de taux et les variations de cours des dollars canadien et néo-zélandais.

Ces conclusions font apparaître que les stratégies de *carry trade* ont contribué à l'appréciation de certaines monnaies face au dollar EU et au yen en 2004. Le dénouement des positions correspondantes, consécutif aux modifications effectives et anticipées des taux directeurs aux États-Unis, début 2005, pourrait, à l'inverse, avoir conforté le rebond généralisé du dollar.

#### *Politiques de change en Asie*

Un troisième facteur, déjà important les années précédentes, a continué d'affecter les cours de change durant la période considérée : les interventions des autorités, notamment en Asie, en réaction aux tensions sur leur monnaie. Deux différences sont toutefois à noter par rapport au passé.

Premièrement, le ministère japonais des Finances a cessé d'intervenir sur les changes en mars 2004. L'attention s'est alors portée principalement sur la Chine, où les autorités monétaires ont continué d'accumuler de substantielles réserves en dollars pour préserver la parité avec la monnaie américaine (tableau V.3). Le cours au comptant étant fixe, l'effet des vagues spéculatives a été ressenti au niveau des contrats à terme non livrables (*non-deliverable forwards*, NDF) au troisième trimestre 2004, puis à partir de décembre 2004 (graphique V.9). Le cours des NDF a évolué en fonction du degré de probabilité attribué par les marchés à une modification de l'ancrage par la banque centrale. Les spéculations sur le renminbi ont également affecté le dollar de Hong-Kong, dont le cours à terme a souvent suivi de très près celui des NDF.

Deuxièmement, bien que dans plusieurs économies asiatiques – Corée, Taïwan (Chine) et Thaïlande surtout – le rythme d'accumulation des réserves

Persistence d'importantes interventions en Asie...

...malgré l'absence des autorités japonaises...

Réerves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Encours (février 2005)
	À cours de change courants						
Total	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3 812,2
Pays industrialisés	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1 306,4
États-Unis	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Zone euro	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Japon	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asie	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1 624,4
Chine	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Corée	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Hong-Kong RAS	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
Inde	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonésie	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Malaysia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Philippines	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Singapour	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Taïwan, Chine	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
Thaïlande	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
Amérique latine <sup>1</sup>	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentine	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brésil	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Chili	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
Mexique	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
PECO <sup>2</sup>	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

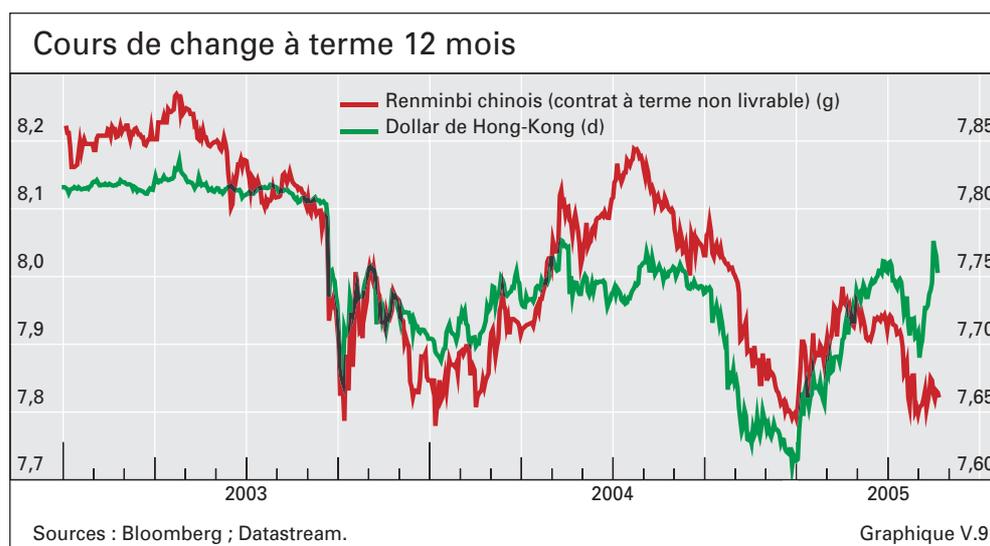
<sup>1</sup> Pays cités plus Colombie, Pérou et Venezuela. <sup>2</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau V.3

de change se soit accéléré en 2004, les monnaies ont moins étroitement suivi le dollar (graphique V.10). Au second semestre, le won a reproduit plus de la moitié des variations du yen face au dollar, bien plus donc que lors des années précédentes. En particulier, à chaque appréciation de 1 % (en glissement hebdomadaire) du yen, le won a gagné en moyenne 0,6 % vis-à-vis du dollar. Ce parallélisme pourrait notamment résulter de l'orientation des politiques de change en Asie vers des cours effectifs, processus qui semble s'être amorcé vers 2001. On en trouve la confirmation indirecte en Corée, à Singapour, à Taïwan (Chine) et en Thaïlande, où la volatilité du cours effectif nominal a généralement moins augmenté – ou plus diminué – que celle du cours bilatéral avec le dollar (tableau V.4). Par conséquent, si le rôle du dollar en Asie demeure important, le cours effectif prime peut-être désormais, pour les autorités, sur le cours bilatéral. Cette réorientation se matérialise notamment dans la place que l'évolution des anticipations relatives au renminbi semble occuper sur les marchés d'Asie. Même si les mouvements du cours yen-dollar influencent sensiblement les monnaies locales, l'importance du cours NDF paraît de plus en plus grande. Cela pourrait s'expliquer par le fait que les

...et l'appréciation plus marquée de certaines monnaies asiatiques



monnaies locales non rattachées au dollar sont utilisées comme substituts du renminbi. Les pressions spéculatives sur ce dernier se seraient alors répercutées sur les premières.

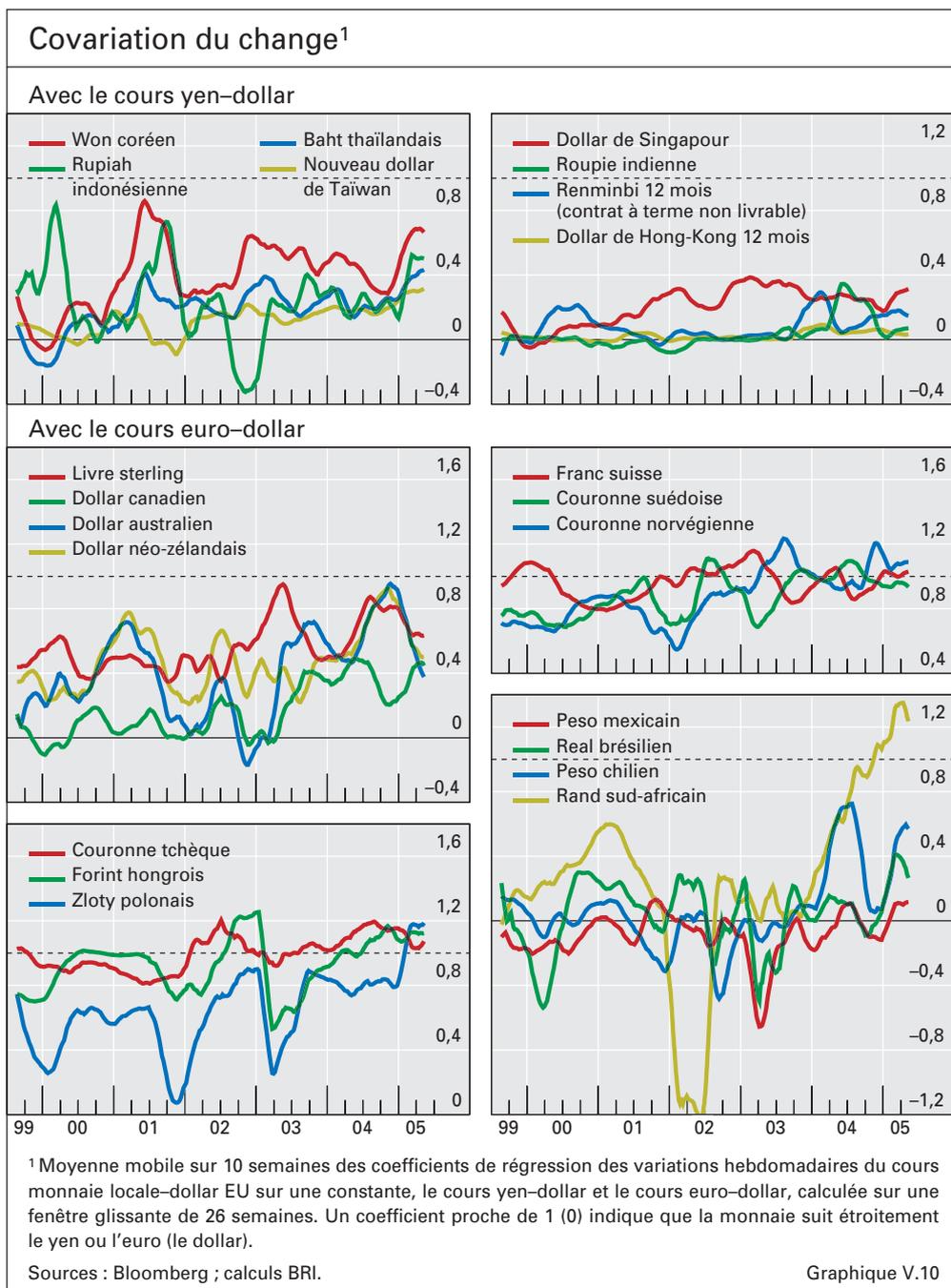
Une évolution similaire des corrélations avec les trois principales devises s'est produite pour les monnaies qui, dans le passé, suivaient de près le dollar, même en l'absence d'interventions sur les changes. Courant 2004, quand celui-ci a fléchi, le cours des dollars australien, canadien et néo-zélandais vis-à-vis du dollar a montré une corrélation exceptionnellement étroite avec celui de l'euro.

Il reste à savoir si ces phénomènes ne sont que transitoires ou s'ils annoncent un changement plus durable du rôle d'ancrage de la monnaie américaine.

<b>Volatilité du cours de change et variation des réserves</b>						
	Janvier 1999–décembre 2001			Janvier 2002–avril 2005		
	Volatilité du cours <sup>1</sup>		Variation des réserves <sup>2</sup>	Volatilité du cours <sup>1</sup>		Variation des réserves <sup>2,3</sup>
	bilatéral	effectif nominal		bilatéral	effectif nominal	
Chine	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Corée	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Hong-Kong RAS	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
Inde	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonésie	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Malaysia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Philippines	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Singapour	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Taiwan, Chine	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5
Thaïlande	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3

<sup>1</sup> Écart type, calculé pour la période, des variations hebdomadaires annualisées (en %). <sup>2</sup> Variation cumulée sur la période, en milliards de dollars EU. <sup>3</sup> Jusqu'à mars 2005.

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



## Déséquilibres des paiements courants et de portefeuille

Deux grandes tendances affectant le système monétaire international ont fait l'objet d'une attention particulière ces dernières années. La première est liée à l'accentuation des déséquilibres extérieurs. La seconde, connexe mais différente, concerne la progression notable des engagements nets en dollars des États-Unis, qui ont financé à la fois le déficit des paiements courants et l'acquisition d'actifs en monnaies étrangères. Les résidents d'autres pays sont à présent détenteurs d'une importante position longue en dollars qui continue à s'accroître, pour un tiers sous forme de réserves de change officielles.

Ces développements pourraient déboucher sur une correction désordonnée des déséquilibres ou mener au protectionnisme, ce qui pourrait nuire à la croissance économique et aux échanges commerciaux ou être source de tensions financières. En outre, des fluctuations erratiques des cours de change pourraient modifier le rôle de monnaie de réserve du dollar EU et de l'euro, avec des conséquences imprévisibles.

Origine du problème : déséquilibres dans les paiements courants...

On distingue deux hypothèses sur l'origine du problème et les solutions envisageables. L'une met en accusation les déficits des paiements courants, qui alourdissent l'endettement et le service de la dette et compromettent à terme la solvabilité. Lorsqu'une génération dépense trop, la suivante doit se restreindre, entraînant ainsi une érosion de la valeur réelle de la monnaie. Se pose alors la question : la persistance des déséquilibres des paiements courants fait-elle problème pour le système monétaire international ?

...ou dans la composition des portefeuilles ?

La seconde hypothèse se fonde sur le principe que les actifs détenus dans des monnaies différentes ne sont pas parfaitement substituables. Ainsi, quand la proportion d'actifs libellés dans une monnaie donnée augmente dans un portefeuille, il en va de même pour la prime de risque correspondante, de sorte que la valeur de la monnaie doit baisser pour rétablir un équilibre entre rendements. Se pose alors cette autre question : la composition des portefeuilles mondiaux constitue-t-elle un problème pour le système monétaire international ?

Des origines systémiques pour les déséquilibres chroniques ?

Ceux qui répondent par l'affirmative à ces deux questions estiment également que le système monétaire international lui-même est peut-être en partie responsable de la situation actuelle. Ils ajoutent qu'il existait autrefois une certaine discipline imposant l'ajustement avant que les déficits ou la surabondance d'une monnaie ne prennent de dangereuses proportions. Sous le régime de l'étalon-or, les corrections avaient un caractère automatique, même si les pays avaient la possibilité, dont ils faisaient usage, de tourner la difficulté en empruntant ou en prêtant à l'étranger. À l'époque de Bretton Woods, le FMI était le garant du système, notamment en imposant aux pays endettés certaines contraintes. Aujourd'hui, il n'existe apparemment aucun moyen réglementaire ou discrétionnaire de forcer créanciers ou débiteurs à réagir en cas d'accroissement des déséquilibres et des positions nettes. Ceux qui concluent à l'existence d'un problème sont conduits alors à proposer de modifier le système lui-même, soit pour résoudre les difficultés rencontrées, soit pour en prévenir d'autres.

À l'inverse, ceux qui répondent par la négative ne voient pas la nécessité d'une réforme systémique, certains laissant même entendre qu'un « nouveau Bretton Woods » est déjà en place. Dans ce schéma, les pays asiatiques stabilisent leur monnaie face au dollar afin de vendre des marchandises aux États-Unis et prêtent simultanément les fonds requis pour leur règlement. Les tenants de cette thèse soutiennent que cet arrangement mutuellement bénéfique pourrait durer des dizaines d'années.

Il convient de déterminer si problème il y a et, dans l'affirmative, de considérer s'il est plutôt dû au déséquilibre des paiements courants ou à la composition des portefeuilles. La distinction est importante parce que la solution proposée dépend du diagnostic. Ainsi, un déséquilibre au niveau

des portefeuilles pourrait être atténué par l'émission, par les résidents des États-Unis, d'obligations en euros, yens ou or (comme les « obligations Carter » du Trésor libellées en marks allemands, francs suisses et yens à la fin des années 70). Cela risque cependant d'aggraver un problème de déficit et d'endettement, car une dépréciation du dollar amplifierait alors la position débitrice des États-Unis.

Dans un souci de clarté, les questions se rapportant à ces deux types de déséquilibres sont examinées séparément, au risque d'estomper leurs nombreux liens. En effet, si le déficit des paiements courants et les engagements internationaux nets des États-Unis s'avèrent intenable à terme, un tel constat pourrait conduire à réexaminer les allocations de portefeuille. De même, les levées massives de fonds en dollars par les États-Unis – que le rôle de réserve du dollar peut avoir facilitées –, visant à financer des avoirs extérieurs rentables, ont nettement réduit les charges du service de la dette et atténué du même coup les préoccupations liées au déficit. En effet, l'expansion des avoirs en dollars détenus par le reste du monde a contribué à limiter l'augmentation, à travers le service de la dette, des engagements internationaux nets des États-Unis résultant des déficits commerciaux.

Les déséquilibres sont liés

## Un problème de déséquilibre des paiements courants ?

Les arguments présentés ici concernent les contraintes intertemporelles des budgets nationaux et, par conséquent, l'accumulation d'endettement extérieur, mais non la monnaie. Ils pourraient donc valoir également pour le déséquilibre courant d'une région à monnaie unique comme la zone euro. La différence, dans ce cas, viendrait de ce que seules les tendances divergentes des prix, et non les variations de change nominales, pourraient modifier le cours de change réel (en termes de prix relatifs des biens entrant dans les échanges internationaux par rapport aux autres). Ce type de déséquilibre représente-t-il un problème au niveau mondial ? L'analyse des arguments exposés reconnaît le caractère économiquement insoutenable des comptes extérieurs américains, mais suggère que l'accumulation d'endettement se trouve à un stade moins avancé que la plupart des analystes ne le supposent. En fait, des contraintes politiques pourraient se faire sentir avant les impératifs purement économiques.

Le premier point de discordance concerne le degré d'insoutenabilité, sous l'angle économique ou politique, du déficit des paiements courants américains. Le second tient aux raisons avancées pour expliquer cette dérive. La divergence de vues sur cette question se retrouve sur celle du rôle du système monétaire international.

### *Oui*

La préoccupation dominante est que les comptes extérieurs américains soient insoutenable parce que l'on ne perçoit aucune limite claire à l'augmentation de l'endettement par rapport à la production sous-jacente. Le déficit courant, qui atteint environ 6 % du PIB des États-Unis ou 1 % du PIB mondial, représente déjà deux tiers des excédents courants et près de 8 % de l'épargne

Les déficits des États-Unis sont-ils insoutenable en termes économiques...

totale du reste du monde. De plus, en supposant que les importations américaines restent fortement corrélées au revenu, l'écart de croissance en faveur des États-Unis par rapport à leurs principaux partenaires commerciaux implique que le déficit continuera à se creuser. Plusieurs études prévoient une détérioration rapide : l'une estime le déficit à 7,8 % du PIB en 2008, d'autres à 8,5 %, voire 13 %, en 2010.

Des déficits d'une telle ampleur supposeraient un doublement des engagements internationaux nets, qui passeraient en seulement quelques années du quart à la moitié du PIB des États-Unis. Les réduire par une absorption moindre, tout en maintenant l'emploi dans le secteur américain des biens n'entrant pas dans les échanges internationaux, exigerait un important ajustement de change en termes réels.

...ou en termes politiques ?

Un autre aspect du caractère potentiellement insoutenable du déficit courant est d'ordre politique. C'est peut-être des autorités – qui, aux États-Unis, tolèrent de tels déficits et, en Europe, acceptent les conséquences internes de leur réduction – qu'il faut attendre une réaction. À cet égard, le risque ne réside pas tant dans une crise d'endettement que dans un glissement vers le protectionnisme.

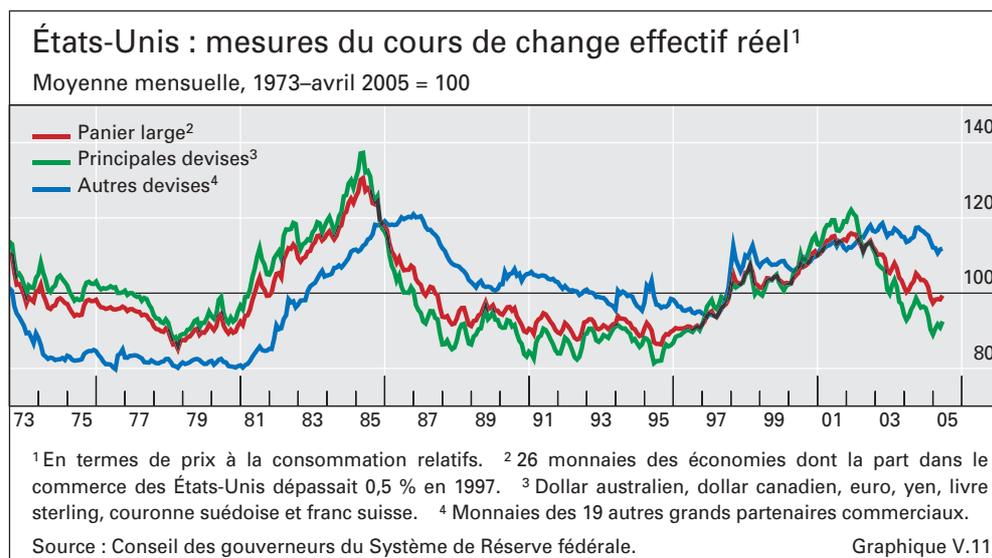
Les déficits des États-Unis reflètent-ils un excédent d'épargne mondial...

Pour expliquer un tel déséquilibre, d'aucuns estiment que la politique des autres pays, reposant sur une croissance tirée par les exportations, et les excédents courants correspondants sont la cause de ces déficits insoutenables aux États-Unis. La première économie mondiale s'ajuste, tout simplement, puisqu'il ne peut y avoir que  $n-1$  comptes courants indépendants. Ainsi, le solde courant américain s'est détérioré après la crise financière asiatique de 1997–98, lorsque la région est passée en situation d'excédent courant. Sous cet angle, l'endettement extérieur et le déficit courant américains, qui se situent respectivement à 25 % et 6 % du PIB, permettent l'accumulation de richesse et la persistance d'excédents dans les autres pays. Un classement établi selon le montant en dollars des positions extérieures nettes donne : Japon (actifs nets : 38 % du PIB ; excédent : 3 % du PIB en 2003), Suisse (149 %, 14 %), Hong-Kong RAS (252 %, 11 %), Taiwan, Chine (108 %, 11 %), Allemagne (7 %, 2 %), Belgique (42 %, 4 %), Singapour (83 %, 31 %) et Norvège (28 %, 13 %).

...ou une consommation américaine excessive ?

D'autres avancent comme explication la prédisposition de l'économie américaine à la surconsommation. Le taux d'épargne privée aux États-Unis a chuté à un creux historique et le déficit budgétaire est élevé. L'investissement net privé diminue alors même que le déficit courant augmente. En outre, l'investissement dans le secteur des biens n'entrant pas dans les échanges internationaux ne crée pas les ressources nécessaires au service de la dette extérieure et ne fera que rendre l'ajustement plus difficile.

Au-delà de ces causes immédiates de la persistance des déficits et excédents, certains observateurs, particulièrement dans les pays à régime de change souple dont la monnaie s'apprécie, mettent l'accent sur les failles du système monétaire international. Ils soulignent notamment l'absence de moyens pour empêcher les pays excédentaires de s'opposer à l'appréciation de leur monnaie par le biais d'interventions stérilisées, contrairement à ce qui se passait sous le régime de l'étalon-or. Ils expliquent qu'à l'époque



l'accroissement des réserves gonflait la masse monétaire intérieure et faisait monter les prix, poussant à la hausse le cours de change réel. En outre, l'opinion largement répandue sur les marchés selon laquelle le placement des réserves de change officielles de l'Asie a maintenu les taux longs américains à de bas niveaux laisse penser que le resserrement récent de la politique monétaire aux États-Unis n'a peut-être pas vraiment limité la capacité d'absorption de l'économie américaine. Toujours selon ce point de vue, par leurs interventions stérilisées et leurs placements en obligations américaines, les économies d'Asie se dispensent, et dispensent les États-Unis, de la nécessité d'un ajustement. Le fardeau s'en trouve reporté sur les pays à régime de change plus souple. Il est précisé à cet égard que, si le cours de change réel des « Autres devises » était à son niveau de 1995–96, l'indice global du dollar serait déjà tombé, fin 2004, à ses creux de 1980 ou 1995 (graphique V.11).

### Non

Ceux qui considèrent le déficit des paiements courants américains comme un problème moins pressant avancent deux arguments. En premier lieu, s'il y a un problème d'endettement aux États-Unis, il n'en est encore qu'à un stade très précoce ; en outre, la dynamique des comptes extérieurs américains reste très favorable. Selon le département américain du Commerce, la position créditrice extérieure nette est allée en diminuant au cours des années 80 et elle n'est devenue débitrice nette qu'en 1989. De plus, même en 2003, les États-Unis ont encore perçu un montant net de revenus d'investissements internationaux de \$38 milliards (et de \$30 milliards en 2004). Cette situation tient au fait que le rendement des avoirs américains à l'étranger (4 %) est supérieur à celui des engagements des États-Unis (2,6 %), ce qui compense largement l'écart entre les avoirs et les engagements bruts (71 % et 96 % du PIB respectivement). La différence de rendement global traduit une double réalité : les États-Unis placent auprès du reste du monde davantage d'instruments à court terme et à faible risque qu'ils n'en souscrivent ; leurs multinationales à

Les déficits courants des États-Unis pourraient perdurer...

l'étranger génèrent un taux de rendement plus élevé que celui des groupes étrangers aux États-Unis. Quelle qu'en soit la cause, si la rémunération des engagements d'un pays est inférieure à son taux de croissance nominal, ses engagements extérieurs peuvent être stabilisés même en présence d'un déficit commercial. De nombreuses projections sur les comptes extérieurs américains négligent cet élément.

À un degré moindre, un autre facteur limite la hausse de l'endettement extérieur des États-Unis : c'est le reste du monde qui assume le risque de change. Lorsque leur monnaie se déprécie, les économies émergentes empruntant en dollars subissent des pertes de change. En revanche, quand le dollar baisse, les avoirs extérieurs américains enregistrent des gains de change (infra). Cet effet, assimilé par certains à un « allègement de dette » induit par la dépréciation du dollar, contribue à modérer la progression du ratio des engagements extérieurs nets américains par rapport au PIB.

Le second argument avancé accepte l'idée que le déficit courant américain traduit une situation passive de type  $n-1$ , mais la juge légitime et soutenable, du moins pendant un certain temps. Si le compte en capital est l'élément dynamique, on peut penser que la liberté de mouvement des capitaux les incite à rechercher des rendements plus élevés ou plus sûrs aux États-Unis. De cette façon, la désépargne qui affecte la première économie mondiale n'est que la contrepartie d'une abondance d'épargne à l'étranger (ou peut-être d'une pénurie d'investissement). Si c'est plutôt la balance des paiements courants qui impulse le dynamisme, l'argument s'apparente alors à la thèse d'un « nouveau Bretton Woods » pour caractériser la relation entre les États-Unis et l'Asie. Selon ce schéma, la croissance tirée par les exportations satisfait la demande d'emplois en Asie. Les États-Unis reçoivent des biens de consommation et l'Asie des titres à faible risque libellés en dollars. L'arrangement apparaît stable, quels que soient les déséquilibres qui en résultent.

...à en juger par  
l'exemple australien

Certains analystes ont établi un parallèle avec l'Australie, dont les paiements courants sont depuis longtemps déficitaires : sa position débitrice extérieure nette, avec 70 % du PIB, est près du triple de celle des États-Unis. En fait, les autres pays rechercheraient des rendements plus élevés ou plus sûrs en investissant dans les entreprises australiennes (actions et obligations) et en étant prêts à accepter le risque d'un endettement en monnaie locale. À en juger par ce précédent, la situation des paiements courants américains pourrait se révéler insoutenable, mais ce serait alors un problème pour une autre génération.

Ceux qui estiment que le déséquilibre courant ne revêt aucun caractère urgent auraient également tendance à nier que le système monétaire international actuel impose moins de discipline aux pays excédentaires que ses prédécesseurs. Ils mettent en garde contre la tentation d'entretenir une vision idéalisée d'un régime antérieur au lieu d'en analyser le fonctionnement. La stérilisation était une pratique courante à la fois sous le régime de l'étalon-or classique et sous celui de l'étalon de change-or de l'entre-deux-guerres. Les flux d'or et l'expansion de la base monétaire étaient le plus souvent, les premiers temps, de signes opposés, de sorte que l'absence, aujourd'hui, de

pressions à l'ajustement sur les pays excédentaires ne constitue pas une nouveauté. En outre, les déséquilibres courants ne sont ni plus importants ni plus tenaces qu'ils ne l'étaient sous l'étalon-or. Les comportements nationaux en matière d'investissement et d'épargne seraient même plus étroitement corrélés de nos jours, ce qui indique que la mobilité nette du capital n'a pas augmenté.

En conclusion, il ne fait guère de doute que les comptes extérieurs américains suivent une trajectoire insoutenable. Si le coût peu élevé du service de la dette peut faire douter de l'urgence du problème, un attentisme prolongé des autorités augmente les risques d'un ajustement désordonné du marché. De plus, quelle que soit l'opinion de chacun sur le caractère soutenable ou non des déséquilibres, les politiques protectionnistes et les accusations publiques à l'encontre de partenaires commerciaux suscitent des préoccupations, ce dernier élément étant de nature à déstabiliser les marchés financiers. Enfin, il reste à savoir si notre système monétaire international, ou combinaison de systèmes, accroît la probabilité d'un tel problème.

### Un problème de déséquilibre des portefeuilles ?

La question posée ici est la suivante : la position débitrice nette des États-Unis *en dollars*, qui représente plus de la moitié du PIB et continue d'augmenter, correspond-elle à un excès de dollars dans les portefeuilles mondiaux ? Il convient de faire un rappel historique, en précisant que l'hypothèse a précédé l'apparition d'un déficit courant chronique aux États-Unis. Il y a quarante ans, lorsque le solde des paiements courants américains était excédentaire, les Européens s'inquiétaient déjà de voir des entreprises américaines acheter des sociétés européennes avec des dollars empruntés à l'étranger. À l'époque, comme aujourd'hui d'ailleurs, des engagements en dollars à faible risque finançaient déjà des actifs en monnaies étrangères assortis d'un risque plus élevé. Ces préoccupations sont réapparues depuis, lors de chaque phase descendante des cycles du dollar sous le régime des changes flottants. La question essentielle qui se pose maintenant est de savoir si les portefeuilles officiels sont surpondérés en dollars. Plus généralement, cependant, on peut se demander si ce n'est pas également le cas des portefeuilles privés. Ce débat s'est trouvé relancé récemment, notamment parce que le dollar connaît sa première phase descendante depuis l'entrée en vigueur de l'euro. La profondeur, l'étendue et la liquidité des marchés de l'euro font de lui le premier substitut crédible du dollar.

Surabondance de dollars...

#### *Oui*

L'argument selon lequel les portefeuilles internationaux sont déséquilibrés se fonde au départ sur la position extérieure des États-Unis ventilée par monnaie. En 2003, les engagements nets des États-Unis en dollars (engagements libellés en dollars moins créances dans cette monnaie vis-à-vis du reste du monde) atteignaient \$7 200 milliards, soit 66 % du PIB, selon les estimations. C'est très largement supérieur à leur position débitrice extérieure nette en toutes monnaies (ensemble des engagements extérieurs moins

...dans les portefeuilles privés...

ensemble des avoirs extérieurs), soit 25 % du PIB. La différence représente le solde net positif en monnaies étrangères. La position courte des États-Unis en dollars correspond à une très forte position longue nette du reste du monde, équivalant en fait à plus du cinquième du PIB mondial, hors celui des États-Unis, aux cours de change actuels.

Le fait que les créanciers des États-Unis supportent le risque de marché lié à la dépréciation du dollar peut faire craindre qu'ils cherchent à couvrir leurs positions en période de tensions. En outre, la stabilité des répartitions entre grandes monnaies dans les portefeuilles pourrait être menacée par l'absence de risque de marché du côté des débiteurs, dans la mesure où la dépréciation du dollar réévalue les portefeuilles américains et exerce des effets de richesse qui soutiennent la consommation (même si elle rend les produits étrangers plus onéreux). Les responsables de la politique économique américaine pourraient ainsi se sentir moins contraints de s'opposer à la baisse de leur monnaie, et le reste du monde pourrait alors redouter un certain laisser-faire de leur part.

Les pertes engendrées par la dépréciation du dollar n'ont pas la même incidence en Europe et en Asie, mais les observateurs relèvent, dans les deux cas, des éléments déstabilisateurs. En Europe, de telles pertes subies par les entreprises amenuisent les fonds propres et prolongent le processus de désendettement, ce qui les incite à la prudence en matière d'investissement et d'embauche. Cela freine du même coup tout développement de la capacité d'absorption européenne par rapport à la production et, par conséquent, empêche un ajustement des paiements courants ; cela porte à croire que la dépréciation du dollar est appelée à se poursuivre. En Asie, toute réaction est tempérée par le fait qu'une grande partie de la position longue en dollars est détenue par le secteur public. Cependant, lorsque les parlementaires de l'opposition ont interpellé les autorités au sujet des pertes de change officielles, ces dernières ont parfois répondu par des déclarations d'intention sur la diversification des réserves, qui risquaient de déstabiliser les marchés.

Pour beaucoup d'observateurs, la concentration sur les portefeuilles officiels de la position longue en dollars (environ un tiers du total), répartie, de plus, entre seulement quelques économies d'Asie, rend particulièrement problématique le maintien du statu quo. Les gestionnaires des portefeuilles officiels sont, en effet, relativement peu nombreux. Ces mêmes observateurs notent que les autres gestionnaires de réserves et investisseurs privés, y compris ceux qui jouent sur l'effet de levier, sont extrêmement sensibles aux signes, parfois davantage rapportés que réels, de recomposition hors du dollar.

D'aucuns soutiennent que les portefeuilles officiels sont déjà surpondérés en dollars. La part du dollar correspond en effet à 64 % des réserves de change, alors qu'elle ne représente que 45 %, par exemple, de l'encours d'obligations à moyen et long terme internationales (hors émissions en monnaie locale). D'autres font valoir que, même s'il n'y a pas surpondération, elle pourrait se matérialiser prochainement, surtout si les monnaies s'orientent davantage sur leur cours effectif, comme le laisse penser l'expérience récente (supra).

...et les portefeuilles officiels ?

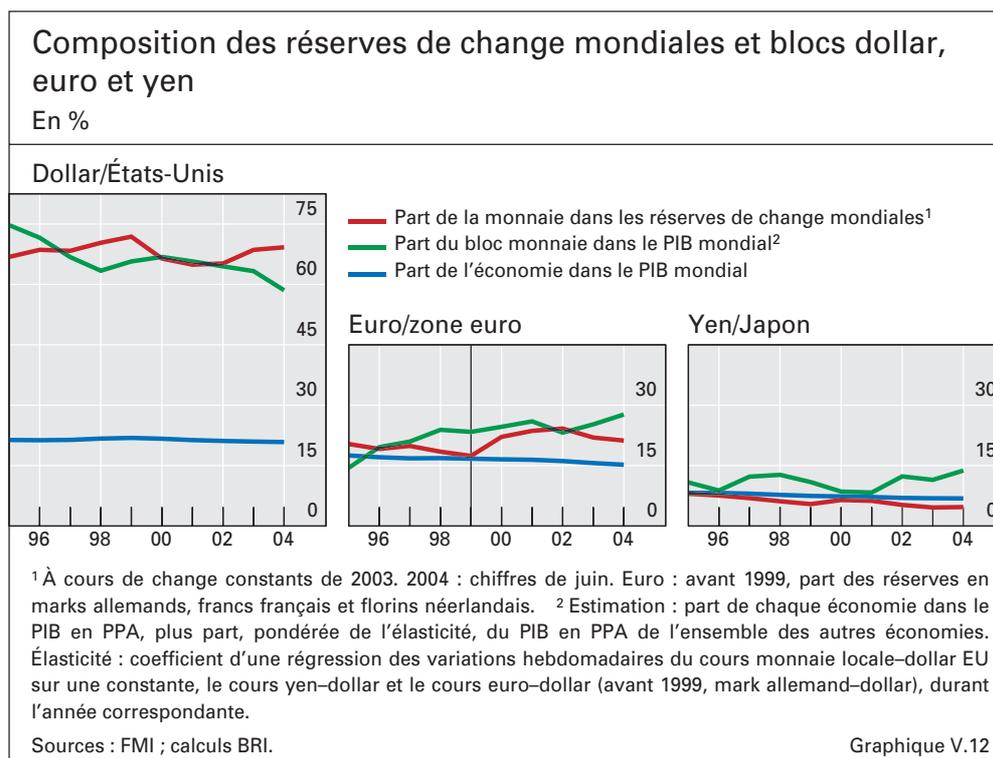
Certes, en principe, une équivalence parfaite entre les volumes négociés sur une monnaie et la composition des réserves officielles n'est pas nécessaire. Ceux qui sont convaincus de l'existence d'une surabondance souligneront toutefois que les parts (connues) des monnaies dans les réserves semblent globalement refléter les tendances sur les changes. Les émetteurs de devises européennes référencées à l'euro présentent une proportion connue assez faible de dollars : 29–30 % en Slovaquie et Croatie, 36 % en Suisse et au Royaume-Uni, et 45 % en Lettonie. Avec une monnaie moins liée à l'euro, l'Australie arrive à 45 % et le Canada à 53 %. Hong-Kong RAS, dont la devise est rattachée au dollar, se situe à 75–80 %.

Toujours selon ce point de vue, il existe un risque de transfert désordonné des placements du dollar vers l'euro si un retournement des changes vient à se produire. À la fin du 19<sup>e</sup> siècle, le passage de l'argent et du bimétallisme à l'or dans l'Empire allemand, aux États-Unis et dans l'Union monétaire latine (Belgique, France, Grèce, Italie et Suisse) a comprimé l'offre d'or et contribué à la déflation. La différence, aujourd'hui, réside dans la possibilité d'une offre plus abondante à la fois de titres libellés en euros (par le biais de la gestion de la dette et d'interventions stérilisées) et de la base monétaire de l'euro (à travers des baisses de taux d'intérêt). En principe, cela permettrait mieux de compenser un éventuel transfert désordonné en direction de l'euro.

*Non*

D'autres analystes soutiennent qu'il n'y a pas surabondance et que les positions longues en dollars dans le monde ne sont pas telles que certains le prétendent. La tendance aux placements en monnaie nationale est en recul, même lorsque les comptes extérieurs d'une économie augmentent plus

Les portefeuilles privés se diversifient...



...et la part du dollar dans les portefeuilles officiels n'est pas manifestement excessive

rapidement que sa production. Les actifs en dollars restent, dans de nombreux cas, le premier vecteur naturel de diversification des portefeuilles.

On peut contester l'idée, en particulier, que les réserves officielles seraient surpondérées en dollars. À l'exception du Japon, la part du dollar dans les réserves de change ne dépassait guère 57 % à la mi-2004 (ce chiffre pourrait être encore inférieur en raison de ventes à terme non communiquées de dollars contre euros). Cette proportion paraît élevée si l'on considère le poids des États-Unis dans l'économie mondiale, mais pas si l'on considère celui du bloc dollar. Un classement des économies, évaluées en termes de parités de pouvoir d'achat, en blocs dollar, euro et yen selon le comportement de leur monnaie (graphique V.10) montre que le bloc dollar représenterait 59 % du PIB mondial (graphique V.12), chiffre pratiquement identique à la part actuelle du dollar dans les réserves mondiales (hors celles du Japon).

Si des transferts officiels (ou privés) se produisaient du dollar vers l'euro, ils pourraient avoir, en outre, une incidence moins marquée sur le marché des changes qu'on ne le prévoit souvent. D'un point de vue analytique, la diversification des portefeuilles en faveur de l'euro s'apparente, par ses effets sur les bilans privés, à une intervention stérilisée. De nombreux observateurs avancent cependant que les émissions de titres d'État libellés dans ces deux monnaies sont interchangeable, si bien qu'il faudrait de très importants reports pour qu'elles aient un effet significatif sur le cours de change. De plus, si de tels réaménagements officiels étaient envisagés, le fait que l'essentiel des avoirs officiels en dollars se trouve concentré sur quelques détenteurs seulement pourrait même constituer un avantage. Un effort de coopération pourrait permettre d'éviter des désinvestissements désordonnés dus au phénomène du « dilemme du prisonnier ».

En résumé, la thèse du déséquilibre dans la composition des portefeuilles, privés et officiels, paraît plus ténue que ne le suggèrent de nombreux analystes. Certes, le bloc dollar s'est amenuisé, et si cette tendance s'accélérait, un déséquilibre dans ces portefeuilles pourrait bien en résulter à terme.