

Réserves en dollars EU dans le monde et avoirs officiels aux États-Unis¹

Les réserves en dollars EU des banques centrales sont en partie placées hors des États-Unis. Ces montants ne financent pas à proprement parler le déficit des paiements courants américain, mais ils soutiennent le dollar. Ils augmentent rapidement en période d'interventions massives sur les changes.

JEL : E580, F210, F310, F320, F330, F340, G150, N200.

Les réserves mondiales « officielles » en dollars EU (c'est-à-dire des banques centrales) dépassent les avoirs officiels détenus aux États-Unis, ce qui suscite un intérêt croissant depuis quelques années². À l'évidence, les banques centrales placent une partie de leurs dollars EU (ci-après « dollars ») hors des États-Unis depuis des générations. Mais les interventions de change atteignent désormais des niveaux sans précédent, et les placements en eurodollars se sont accrus en parallèle. Comment expliquer ce phénomène et comment contribue-t-il à financer le déficit des paiements courants américain ou à soutenir le cours du dollar ?

Nous commençons par évaluer les réserves officielles en eurodollars à partir des données nationales et des statistiques BRI. Puis nous résumons le débat concernant leur rôle dans le financement du déficit courant américain et récapitulons les explications politiques et économiques : si les écarts de rendement, autrefois déterminants, ont perdu de leur importance, ce n'est le cas ni pour le risque-pays ni, après des interventions massives, pour le différenciel d'investissement (décalage temporel entre la disposition des fonds et leur emploi).

Nous montrons ensuite que, si ces eurolacements ne financent pas à proprement parler le déficit courant américain, ils soutiennent en revanche le

¹ Nous remercions Swapan-Kumar Pradhan et Michela Scatigna pour leur assistance technique. Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² BRI (2004) ; Higgins et Klitgaard (2004) ; Truman (2005). Summers (2004) note : « Il existe d'importantes différences, que certains . . . comprennent sans doute – mais pas moi – entre les statistiques BRI sur les réserves détenues par les banques centrales et celles du US Bureau of Economic Analysis sur le financement officiel du déficit des paiements courants ».

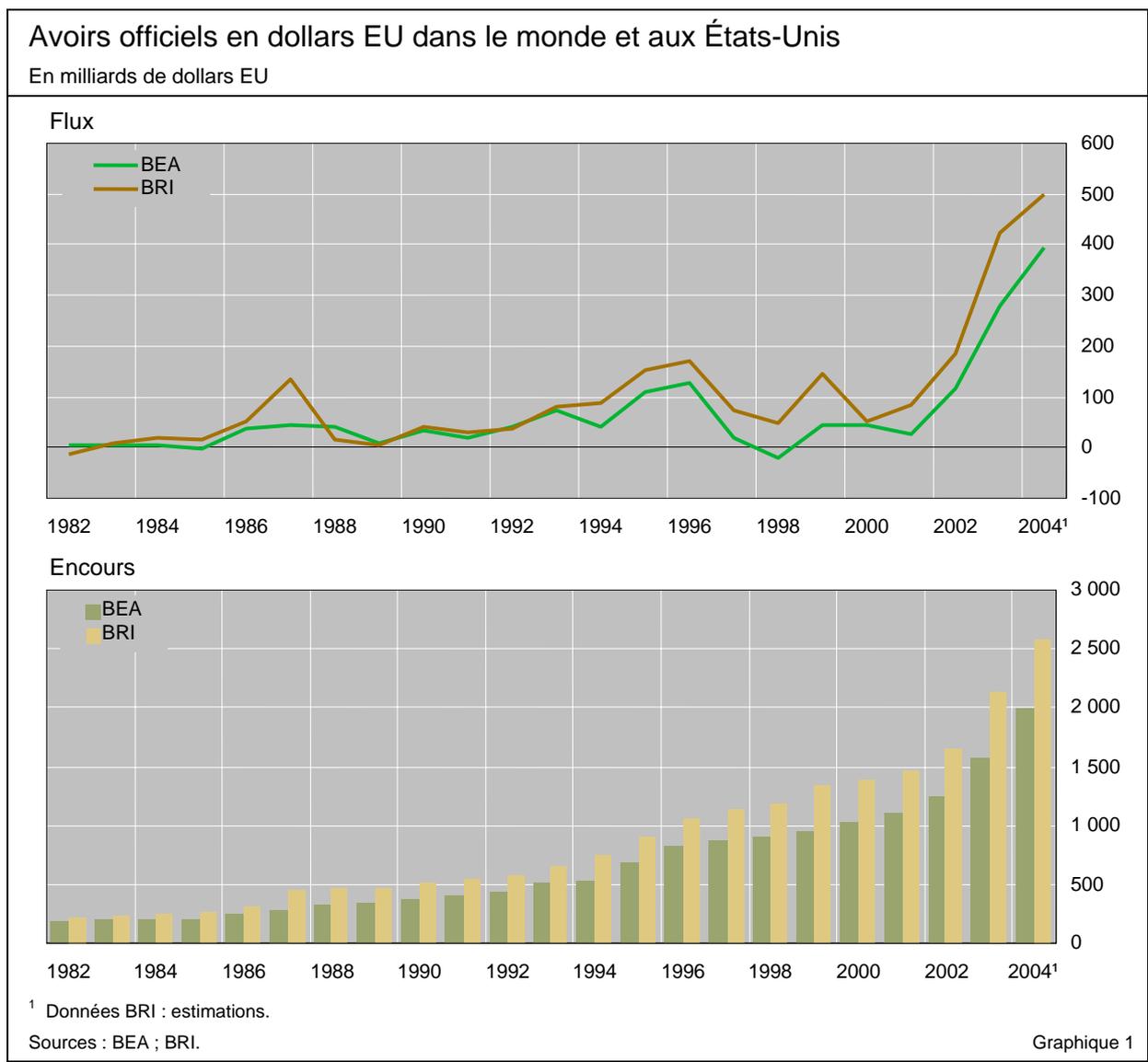
dollar, à un degré que l'on peut évaluer par le besoin de financement extérieur net des États-Unis en **dollars** (y compris pour l'achat d'actifs en monnaies étrangères).

La question des causes et conséquences des dépôts en dollars des banques centrales hors des États-Unis n'est finalement qu'un cas particulier de celle, plus large et plus ancienne, de l'existence et du rôle des marchés extraterritoriaux. Ainsi, l'étude passe en revue et met à jour un demi-siècle de recherches sur ce sujet, auxquelles la BRI a été étroitement associée.

Réserves mondiales en dollars et placements officiels en actifs américains

La variation des réserves officielles mondiales en dollars établie par le FMI et la BRI diffère de celle des placements officiels en actifs américains publiée par le Bureau of Economic Analysis (BEA), avec toutefois deux constantes.

Premièrement, la part des réserves en dollars qui apparaît détenue hors des États-Unis est importante (graphique 1) : environ un quart mi-2004, si l'on



Réserves en dollars EU : détail des instruments de placement, fin juin 2004

En milliards de dollars EU

| | Court terme | Long terme ¹ | Total |
|--|---------------------|-------------------------|----------------------|
| Titres du Trésor EU | 249 | 923 | 1 172 |
| Autres instruments | 635 | 434 | 1 069 |
| Pensions et dépôts aux États-Unis | 141 | | |
| Papier commercial et certificats de dépôt aux États-Unis | 93 | | |
| Dépôts sur l'euromarché | 401 | 37 | |
| Titres d'agences | | 216 | |
| Obligations d'entreprises | | 47 | |
| Actions | | 134 | |
| Total | 884 (39,4 %) | 1 357 (60,6 %) | 2 241 (100 %) |
| <i>Part des titres du Trésor EU, par durée</i> | <i>28,2 %</i> | <i>68,0 %</i> | <i>52,3 %</i> |
| <i>Total des réserves en dollars EU (estimation)</i> | | | <i>2 334</i> |

¹ Long terme : durée initiale. Sur la base de l'échéance résiduelle, la part des titres du Trésor EU se situe à 51,7 %.

Sources : Trésor EU *et al.* (2005) pour les titres du Trésor EU et des agences, les obligations d'entreprises et les actions ; BEA, *International Transactions*, tableau 4, pour les dépôts et les titres du marché monétaire aux États-Unis ; *Rapport trimestriel BRI*, tableau 5C, BRI (2005, pp. 181–182) et données SDDS du Japon, juin 2004, pour les dépôts en eurodollars. Tableau 1

Importance
des avoirs en
eurodollars...

considère que les réserves en dollars non identifiées sont placées en obligations en eurodollars³ ; au moins 20 %, si l'on se réfère aux seuls avoirs en dollars identifiés (\$438 milliards, sur un total de \$2 241 milliards, tableau 1). On constate d'ailleurs que la croissance annuelle des réserves mondiales en dollars est toujours supérieure à celle des placements officiels en actifs américains déclarée par le BEA.

...surtout en période
d'interventions
massives

Deuxièmement, durant les années de vive augmentation des réserves en dollars, la part placée hors des États-Unis tend à augmenter. Ainsi, en 1987, la hausse des actifs officiels déclarée par le BEA était bien inférieure à l'accroissement (historique) des réserves en dollars. On note, à l'appui de cette observation, que la forte progression des avoirs mondiaux en dollars des banques centrales, ces dernières années, s'est accompagnée d'un gonflement important des placements sur l'euromarché, ce qui s'explique, en partie, par le fait que les encours ne s'ajustent pas immédiatement (infra).

Placement en
eurodollars :
choix sans
grande incidence...

Nous allons montrer que, aujourd'hui, si une banque centrale place un dépôt en dollars à New York ou ailleurs (Tokyo, Hong-Kong RAS, Singapour, Bahreïn, Londres ou les Caraïbes) cela n'a pas vraiment d'incidence sur les prix mondiaux des actifs. Comme il n'importe guère plus qu'une banque centrale achète un bon du Trésor EU conservé aux États-Unis ou un titre en dollars émis par l'agence KfW (avec la garantie de l'État allemand) et détenu en Europe. Ce choix influencera, tout au plus, l'écart de rendement entre places (mais c'est peu probable) ou la prime payée par l'émetteur.

...ou de grande
portée ?

En revanche, le choix entre États-Unis et euromarché a une grande incidence sur la balance des paiements américaine, comme on l'a bien vu en

³ Si les avoirs sur l'euromarché expliquent la différence entre total estimé des avoirs en dollars (\$2 334 milliards) et avoirs identifiés (\$2 241 milliards), ils devraient se situer à \$531 milliards, soit environ un quart du dernier chiffre. Comparer avec McCauley et Fung (2003).

1987. À l'époque, des interventions massives de banques centrales d'Asie et d'Europe ont gonflé de \$134 milliards les réserves officielles en dollars, alors que le déficit des paiements courants américain se situait à \$160 milliards et que les achats d'actifs américains par les banques centrales se seraient élevés à \$45 milliards seulement selon le BEA. La réglementation incitait alors les banques centrales à placer sur l'euromarché leurs dépôts bancaires en dollars (infra), le déficit courant américain étant couvert, dans une large mesure, par les flux interbancaires. Les fonds placés à Tokyo, Hong-Kong ou Londres par les gestionnaires de réserves officielles ont pu passer pour une transaction interbancaire (ou intragroupe), exclue des entrées privées recensées par le BEA. Dans ces conditions, on pouvait affirmer que la part du déficit des paiements courants financée par les banques centrales dépassait en fait les quatre cinquièmes. Higgins et Klitgaard (2004) estiment ce raisonnement toujours valable aujourd'hui et qualifient d'« écart statistique » la différence entre les mesures BEA et BRI.

Les eurodollars financent-ils le déficit courant des États-Unis ?

Truman (2005) pense cependant qu'il est erroné de traiter les créances en dollars identifiées sur les non-résidents de la même façon que celles sur les résidents. Après tout, l'économie des États-Unis ne doit assurer le service de la dette que pour ses propres agents. En outre, divers autres pays peuvent financer leur déficit courant en empruntant des dollars, et les débiteurs des pays ayant un solde courant non déficitaire émettent, eux aussi, des titres de dette en dollars. Si même les pays à gros déficit courant, comme l'Australie, n'entrent pas en concurrence directe avec les États-Unis pour les financements en dollars, les émetteurs hors des États-Unis ont néanmoins vendu un montant net record de \$257 milliards de titres de dette en dollars en 2004, selon les données BRI⁴.

Il est utile de distinguer la question du financement des paiements courants américains (flux) ou des investissements nets (encours) de celle du rééquilibrage des portefeuilles résultant de la disposition de nouveaux actifs en dollars (flux ou encours) (Tille (2004), BRI (2005, chapitre V)). L'acquisition ou la détention de dollars par les banques centrales étrangères soutiennent la monnaie américaine, même si elles ne financent ni le déficit ni la dette. La dernière partie de l'étude montre qu'il est plus instructif, à cet égard, de comparer la variation des réserves de change mondiales en dollars, d'une part, et les émissions nettes de dette en **dollars** aux États-Unis, de l'autre.

Raisonnement en termes de positions longue et courte en dollars

Raisons politiques et économiques des placements en eurodollars

Les banques centrales ont diverses raisons de placer leurs réserves en dollars hors des États-Unis : économiques (ce sont celles des investisseurs privés) et politiques (qui leur sont propres).

⁴ Les obligations en dollars émises hors des États-Unis par des signatures de qualité sont prises en portefeuille par les banques centrales (infra), en concurrence, donc, avec les titres des agences américaines. En outre, le produit des obligations en dollars des organismes, banques et entreprises du Brésil, de Corée ou de Russie peut, une fois converti en monnaie nationale, être utilisé pour des interventions, renforçant ainsi les réserves officielles.

Risque-pays

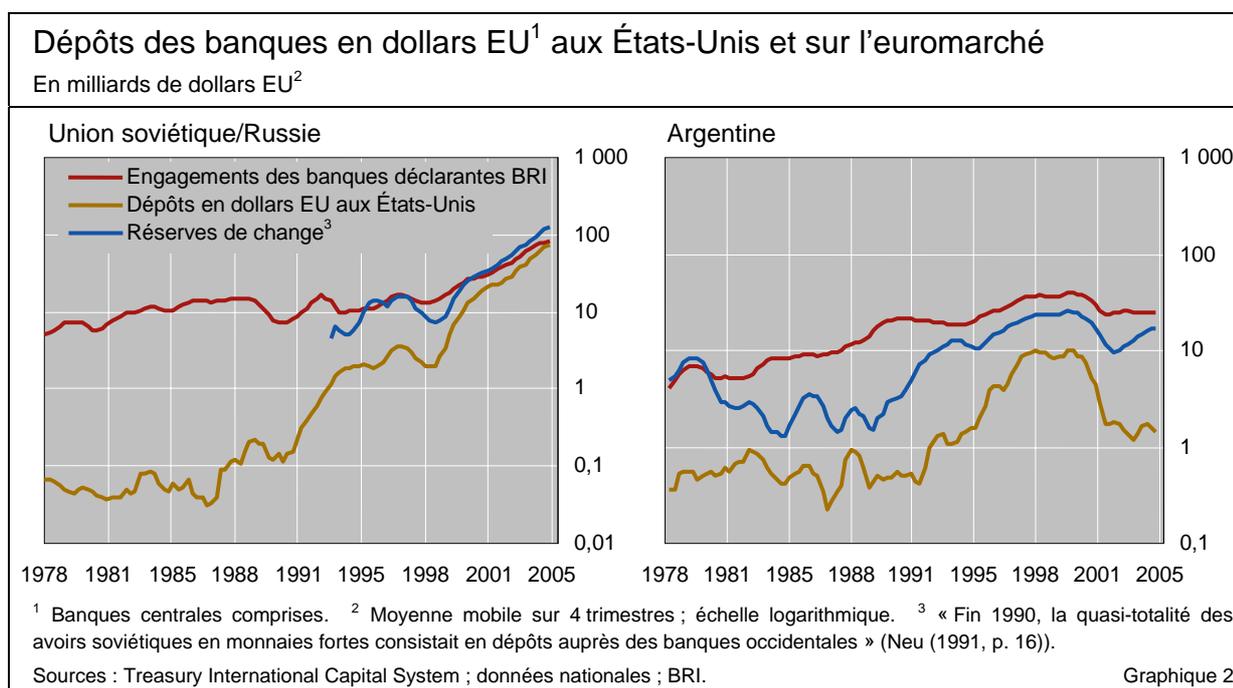
Considérations
liées au
risque-pays :

Pour un investisseur, le risque-pays couvre tous les facteurs pouvant l'empêcher d'utiliser les fonds placés dans une juridiction. Nous donnons au concept une acception large, étendue aux aspects juridictionnels et opérationnels (Borio et Packer (2004)).

choix stratégique...

Choix stratégique. L'histoire du marché de l'eurodollar (marché des placements à court terme en dollars hors des États-Unis) commence avec le placement de dollars à Londres par l'Union soviétique (Einzig (1970, page 30), Kindleberger (1973, page 289)), peut-être en vue de dissimuler aux autorités des États-Unis des paiements en dollars et (à l'époque de la guerre froide) d'assurer la libre disposition des fonds en cas de tensions. L'utilité d'une telle précaution a été démontrée en 1979, par le gel des avoirs iraniens⁵.

À la fin des années 70 et au début de la décennie suivante, vers l'époque de l'invasion de l'Afghanistan, les dépôts de l'URSS aux États-Unis se chiffraient en dizaines de millions de dollars seulement, alors que les réserves officielles soviétiques se comptaient en dizaines de milliards de dollars (graphique 2, cadre de gauche). Avec la dissolution de l'URSS et l'amélioration des relations avec les États-Unis, les banques russes, y compris la banque centrale, se sont mises à placer leurs dollars aux États-Unis, pour un montant qui correspond plus ou moins, aujourd'hui, à celui des réserves.



⁵ Voir Hufbauer *et al.* (1990a, p. 38). Le gel des avoirs iraniens par les États-Unis s'est étendu aux capitaux détenus auprès d'agences à l'étranger de banques américaines, d'abord en toutes monnaies, puis uniquement en dollars (Kirton (1987, p. 274)). De son côté, le Royaume-Uni, durant la guerre des Malouines, a imposé un gel aux actifs argentins, sans l'appliquer aux capitaux détenus auprès des agences des banques britanniques à l'étranger (Hufbauer *et al.* (1990b, p. 537)). Il est donc à noter que toutes les juridictions étrangères n'offrent pas le même niveau de sécurité ; en outre, le gel d'actifs peut aussi constituer une défense contre la spoliation ; ce fut le cas, par exemple, pour les avoirs koweïtiens, bloqués par les États-Unis et leurs alliés après l'invasion de l'Irak, en 1990.

| Lieu de dépôt des dollars EU officiels et pays d'origine des banques, décembre 2004 | | | |
|---|---------------|--------------------|-------|
| En milliards de dollars EU | | | |
| Pays d'origine des banques | Lieu de dépôt | | Total |
| | États-Unis | Euromarché | |
| États-Unis | 73,6 | 7,8 | 81,4 |
| Euromarché | 73,0 | 264,9 ¹ | 337,9 |
| Total | 146,6 | 272,7 | 419,3 |

Le test χ^2 sur l'indépendance des variables « lieu » et « pays d'origine » donne la valeur 137, alors que la valeur critique au niveau de significativité de 1 % est 6,6.

¹ Y compris \$5 milliards provenant d'autorités monétaires locales.

Source : statistiques bancaires territoriales BRI (par pays d'origine de l'établissement prêteur). Tableau 2

Risque juridictionnel. Une autre raison de déposer les dollars hors des États-Unis est d'éviter le risque juridictionnel. En l'absence de clauses d'action collective dans la documentation des obligations souveraines, un problème peut se poser lorsqu'un État restructure sa dette. Certains investisseurs américains semblent se spécialiser dans l'achat de titres souverains en difficulté pour refuser de participer au règlement proposé, dans le but de faire racheter leurs titres à un prix supérieur en engageant des poursuites judiciaires (ou simplement en menaçant de le faire) ; les actions en justice peuvent aboutir à la saisie des actifs du débiteur défaillant. Aussi les emprunteurs peuvent-ils trouver logique de placer des actifs souverains hors d'atteinte des tribunaux américains ou d'autres juridictions comparables.

...risque
juridictionnel...

Il est difficile d'estimer dans quelle mesure le risque juridictionnel conduit à la constitution de dépôts en dollars hors des États-Unis. Seul un petit nombre de pays peuvent, concurremment, essayer de réduire le risque de cette façon. À l'heure actuelle, l'Argentine fait l'objet de litiges aux États-Unis et ses avoirs dans des banques américaines, depuis son défaut, sont relativement faibles, surtout par rapport aux années 90, où elle conservait des dollars auprès de banques new-yorkaises pour assurer la crédibilité de son engagement de convertibilité (graphique 2, cadre de droite).

Risque de dysfonctionnement des marchés. Depuis que les banques centrales ont allongé l'échéance de leur portefeuille de placements, leur liquidité dépend davantage du bon fonctionnement des marchés des titres, pensions notamment. L'interruption du négoce des valeurs du Trésor EU, après les attentats de New York, en septembre 2001, a montré qu'il pouvait être avantageux de diversifier les sites de négoce et de conservation. Alors que les opérations normales sur valeurs du Trésor étaient suspendues, les banques centrales détenant des titres en dollars auprès de dépositaires européens ont pu poursuivre leurs transactions en dollars, car le système de paiement américain n'était pas affecté.

...et sécurité des
opérations...

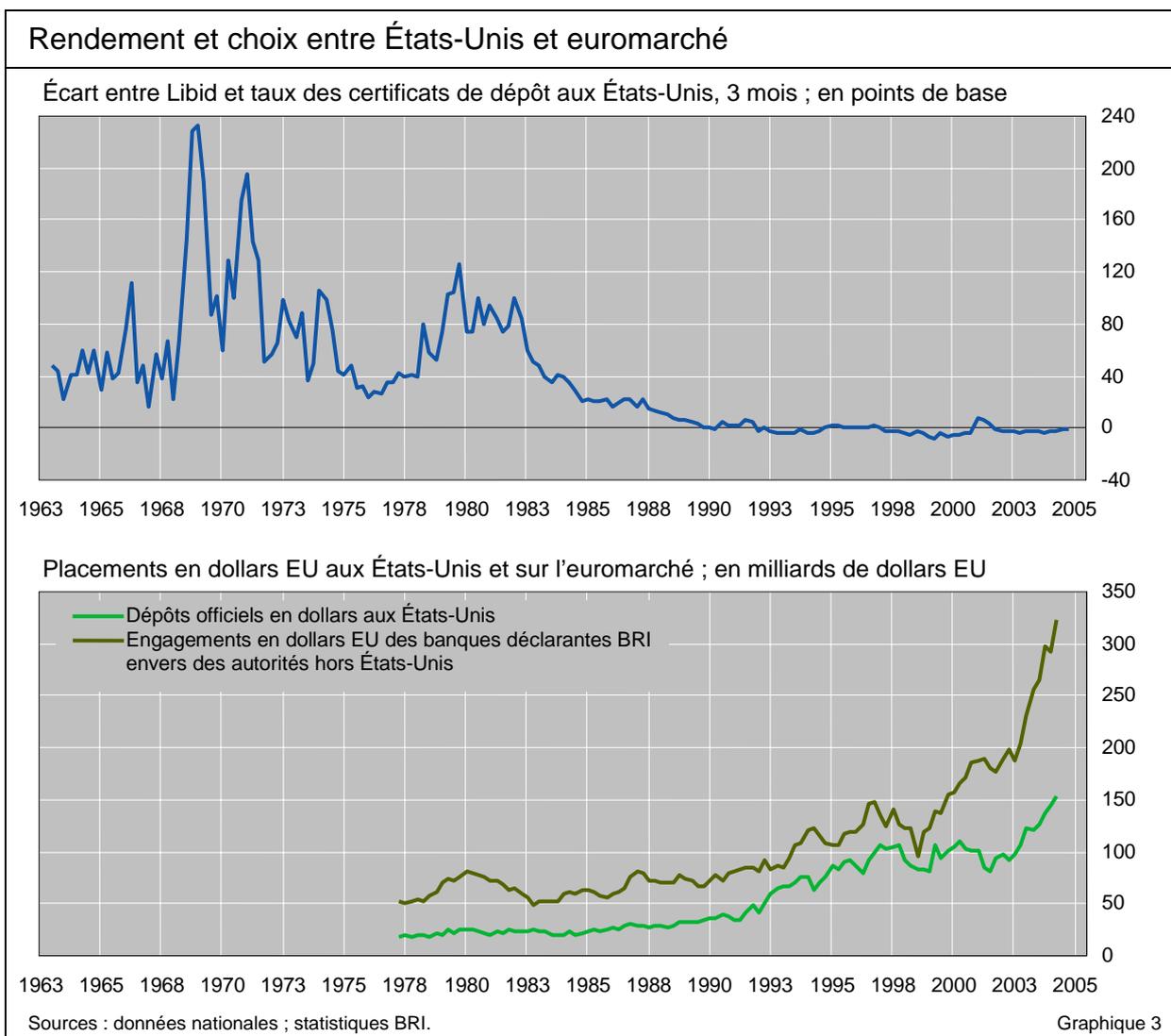
Lieu de placement et pays d'origine de la banque. Il convient de bien distinguer lieu de placement (choix entre États-Unis et euromarché) et pays d'origine de la banque où s'effectue le placement. Les banques américaines ne

reçoivent qu'une faible proportion des dépôts officiels en eurodollars⁶, et, même dans le cas des dépôts aux États-Unis, la moitié des fonds sont confiés à des banques (ou entreprises d'investissement) dont le siège se trouve hors du pays (tableau 2). À l'inverse, une banque centrale qui place ses fonds auprès d'un établissement dont le siège n'est pas aux États-Unis peut encore choisir ce pays comme lieu de placement.

Rendement

...mais le rendement se révèle un facteur plus important...

Au cours des deux dernières générations, le rendement s'est révélé un facteur plus important que le risque-pays pour la croissance de l'euromarché. Pendant la majeure partie de son existence, le marché de l'eurodollar a offert une prime substantielle par rapport au marché des États-Unis (graphique 3, cadre du



⁶ Les banques américaines ne reçoivent qu'un cinquième environ des dépôts officiels en dollars déclarés à la BRI. Notons incidemment que ce constat remet en question l'avantage souvent mentionné que présenterait le rôle de monnaie de réserve du dollar pour les services financiers américains et, par les emplois et bénéfices générés, pour l'économie des États-Unis.

haut). Celle-ci s'expliquait, à l'origine, par un manque d'intégration entre les marchés monétaires de Londres et de New York et par les réserves obligatoires imposées aux États-Unis (seul facteur à partir du milieu des années 70).

Avant l'intégration mondiale des marchés monétaires du dollar, il y a trente ans, les rendements étaient souvent plus élevés à Londres qu'à New York, et la différence dépassait le coût des réserves obligatoires aux États-Unis⁷. Le programme de restriction volontaire du crédit mis en place en 1965 aux États-Unis n'a pas permis aux banques de placer à Londres suffisamment de fonds levés chez elles pour égaliser les coûts de financement sur les deux marchés⁸, les empêchant, par exemple, d'annuler le différentiel de 100–300 pb en faveur de l'euromarché en 1971 (Kreicher (1982)). Les banques centrales étaient fortement incitées à sortir leurs dépôts des États-Unis, puisque les gestionnaires de réserves pouvaient obtenir en eurodollars des rendements bien supérieurs à ceux des bons du Trésor EU ou des certificats de dépôt américains⁹.

En janvier 1974, les États-Unis ont aboli les contrôles sur les mouvements de capitaux. Les opérations d'arbitrage ont alors eu tendance à maintenir les taux de l'eurodollar proches de ceux, tous frais inclus, du marché monétaire américain, lesquels sont cependant demeurés supérieurs, en raison des réserves obligatoires et de l'écart de taux d'intérêt. Avec une rémunération de 10 %, un coefficient de réserves de 6 % sur un certificat de dépôt américain signifiait un surcoût de près de 60 pb. Les banques étaient donc prêtes à payer ce surcoût à Londres pour y financer leurs prêts. Ainsi, pendant quinze ans après l'intégration des marchés monétaires national et extraterritorial du dollar, ce dernier a continué d'offrir une prime¹⁰.

Depuis 1990, cet avantage est minime, voire inexistant. Fin 1990, la Réserve fédérale a annulé les réserves obligatoires sur les gros certificats de dépôt. Certes, les cotisations au système de protection des déposants prélevées aux États-Unis par la Federal Deposit Insurance Corporation sur la plupart des gros dépôts bancaires (mais pas tous) ont continué de pénaliser le

⁷ Références classiques sur ce sujet : Johnston (1979), Aliber (1980, 2002) et Kreicher (1982).

⁸ La BRI (1965, p. 180) a noté que « le volume des avances nouvelles des banques américaines à des non-résidents est, depuis février 1965, soumis à une certaine surveillance des autorités monétaires des États-Unis ».

⁹ La BRI (1964, p. 166) a indiqué que les autorités italiennes et japonaises avaient placé des dollars auprès de leurs propres banques et que la BRI elle-même en avait déposé hors des États-Unis, « vraisemblablement en vue d'obtenir un rendement plus élevé sur ces fonds ». La Bundesbank, en revanche, a parfois invité les banques allemandes contreparties dans des swaps à placer en bons du Trésor EU les dollars ainsi acquis.

¹⁰ Londres, comme les autres centres hors des États-Unis, a ainsi permis aux banques centrales de ne pas payer le faible seigneurage que le secteur public américain prélevait sur les dépôts en dollars soumis à constitution de réserves. Les revenus de seigneurage prélevés sur les non-résidents provenaient alors pour la plupart (en totalité aujourd'hui) des avoirs en billets de banques américains, détenus en majorité par le secteur privé.

Restrictions sur les dépôts officiels en eurodollars

Avant l'intégration des marchés monétaires local et extraterritorial du dollar, les banques centrales membres de la BRI avaient exprimé deux préoccupations au sujet du marché de l'eurodollar : l'absence de réserves obligatoires risquait de rendre incontrôlable la création de monnaie et de crédit ; les entreprises européennes pourraient emprunter ces eurodollars pour financer des achats de devises européennes, amenant ainsi les banques centrales à acquérir davantage de dollars. Mayer (1970) a comparé les placements des banques centrales en eurodollars à l'extraction d'or, qui permet d'accroître les réserves d'un pays sans diminution correspondante des avoirs de réserve ailleurs^①.

En réaction, une mesure fut décidée en 1971 : les banques centrales des principaux pays bancaires (G 10, Suisse comprise) convinrent de ne plus placer de fonds sur l'euromarché^②. Une autre action, plus ambitieuse, ne vit pas le jour : à la BRI, en 1980, les États-Unis proposèrent un accord au sein du G 10 visant à assujettir les euromonnaies, dans l'ensemble du système bancaire mondial, à des réserves obligatoires (Frydl (1982, p. 18)).

Le refus des banques centrales d'utiliser l'euromarché était motivé, car, à l'époque, les contrôles sur les mouvements de capitaux segmentaient les marchés local et extraterritorial, mais il perdit ensuite sa justification. Depuis le milieu des années 70, le choix, par une banque centrale ou tout autre déposant, d'un placement aux Caraïbes ou à Londres plutôt qu'à New York n'a qu'une conséquence mineure : accroître/réduire un peu les entrées/sorties nettes interbancaires aux États-Unis. Pour les établissements arbitrant entre les deux marchés, ces dépôts locaux et extraterritoriaux sont devenus, à coût global égal, de parfaits substituts.

^① Machlup (1972) ; Dufey et Giddy (1978). ^② Zijlstra (1971) : « la nécessité d'orienter et de contrôler le marché des euromonnaies devient de plus en plus évidente. Les gouverneurs qui se réunissent régulièrement à Bâle ont décidé de créer un groupe d'études, sous ma présidence, en vue d'analyser le problème et définir la mission d'un groupe permanent qui pourrait leur présenter des suggestions sur les mesures à adopter. Je suis persuadé que les gouverneurs sauront faire en sorte que le marché des euromonnaies s'harmonise davantage avec un fonctionnement satisfaisant du système monétaire international . . . [Nous] avons déjà pris la décision de ne pas effectuer, jusqu'à nouvel ordre, de nouveaux placements officiels sur le marché et même de retirer des fonds lorsque la prudence dicte une telle action à la lumière des conditions régnant sur le marché. » Cette politique peut être vue comme la mise en pratique partielle du principe d'exclusivité formulé par Lord Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre : les banques centrales devraient exécuter toutes les opérations dans une monnaie donnée par l'intermédiaire de la banque centrale d'émission de cette monnaie – « doctrine sans grand effet pratique », selon Sayers (1976, vol. 1, p. 158 et vol. 3, pp. 74–75).

marché interne. Depuis 1997, cependant, les banques les mieux notées en sont exemptées¹¹.

...comme le
montre le choix des
banques centrales

Les banques centrales ont d'abord réagi à cet écart de taux comme tout investisseur attentif au rendement, mais elles sont ensuite convenues de renoncer à cette prime, dans l'intérêt de la stabilité monétaire et financière (encadré)¹². Ainsi, lorsque le niveau élevé des taux d'intérêt américains a accru le différentiel en faveur de l'euromarché, autour de 1980, les banques

¹¹ « À l'heure actuelle, 93 % des établissements assurés auprès de la FDIC, détenant 98 % des dépôts assurés, ne paient aucune prime » (Congressional Budget Office (2005)).

¹² Les banques centrales sont attentives au profil risque/rendement, mais il est difficile d'imaginer un bon indicateur du risque sur dépôts en eurodollars. Frydl (1982) a conclu que le degré de risque attribué aux dépôts en eurodollars avait diminué après la faillite de la banque Herstatt en 1974. Il a également affirmé que l'adoption du Concordat de Bâle (répartition des responsabilités prudentielles entre autorités du pays d'origine et du pays d'accueil) avait quelque peu rassuré les investisseurs en eurodollars. Quoi qu'il en soit, les crises de la dette latino-américaine et de Continental Illinois, en 1982 et 1984 respectivement, ont engendré une prime de risque importante, quoique temporaire, sur les taux de l'eurodollar par rapport à ceux du marché monétaire des États-Unis.

centrales ont augmenté la part de leurs dépôts hors des États-Unis (graphique 3, cadre du bas). Le tableau 3 présente une régression de la part des dépôts bancaires officiels en eurodollars sur l'écart de rendement entre taux interbancaire demandé à Londres (Libid) et taux des certificats de dépôt américains. Avant la réduction à zéro du coefficient américain de réserves obligatoires sur les gros certificats de dépôt, au quatrième trimestre 1990, un élargissement de 10 pb de cet écart était associé à une hausse de 0,2 point de pourcentage de la part des eurodépôts officiels au cours du trimestre et de 0,6 point de pourcentage avec un trimestre de décalage¹³.

Depuis 1990, le choix du lieu (États-Unis ou euromarché) est surtout influencé par le fait que telle ou telle banque centrale accroît/réduit ses réserves et par des préférences habituelles, qui peuvent être notamment dues à de simples considérations pratiques : pour des raisons de zone horaire, les banques centrales d'Amérique latine sont sans doute plus enclines que celles d'Asie à placer leurs dollars aux États-Unis.

| Part de l'euromarché dans les dépôts bancaires officiels en dollars EU et prime de rendement sur eurodépôts | | | | |
|---|-------------|-------------|--------------|-----------------|
| | Coefficient | Erreur type | T de Student | Significativité |
| Constante | 0,2611 | 0,086 | 3,047 | 0,004 |
| Euromarché ¹ | 0,6237 | 0,122 | 5,093 | 0,000 |
| Prime | 0,0002 | 0,000 | 2,117 | 0,040 |
| Période échantillon : 1978 T1–1990 T3 R ² ajusté : 0,616 Test Durbin Watson : 2,360 | | | | |
| Constante | 0,0811 | 0,049 | 1,641 | 0,107 |
| Euromarché ¹ | 0,8682 | 0,078 | 11,066 | 0,000 |
| Prime | –0,0007 | 0,001 | –0,618 | 0,539 |
| Période échantillon : 1990 T4–2004 T4 R ² ajusté : 0,707 Test Durbin Watson : 2,020 | | | | |
| Part de l'euromarché dans les dépôts bancaires en dollars (variable dépendante) : ratio des engagements en dollars envers les institutions monétaires des banques hors États-Unis (chiffres BRI) par rapport à la somme de ces engagements et des engagements en dollars envers les institutions monétaires des États-Unis. Prime : écart entre Libid et taux des certificats de dépôt 3 mois. La seconde période échantillon commence au moment (décembre 1990) où le coefficient des réserves obligatoires sur les dépôts de gros montant et sur les emprunts nets en eurodollars a été abaissé à zéro (McCauley et Seth (1992)). | | | | |
| ¹ Avec décalage de 1 trimestre. | | | | |
| Sources : données nationales ; statistiques BRI ; estimations BRI. | | | | Tableau 3 |

¹³ Pourquoi les agents des États-Unis (fonds de pension, compagnies d'assurances, fonds communs de placement et gouvernements fédéral et locaux) ont-ils acheté de gros montants de certificats de dépôt américains avant 1990, alors qu'ils pouvaient obtenir des rendements supérieurs auprès des agences des mêmes banques aux Caraïbes ou à Londres ? Jamais cette question n'a reçu de réponse entièrement satisfaisante. Certains agents étaient tenus par des directives limitant leurs avoirs à l'étranger, mais alors pourquoi celles-ci n'ont-elles pas été modifiées ? Il est clair que le développement des fonds communs de placement monétaires a accru les portefeuilles américains capables d'investir sur le marché de l'eurodollar. Le refus des investisseurs américains peut être perçu comme une réaction au risque-pays ou comme une forme de préférence nationale.

Influence de la réglementation du marché des titres

La volonté de ne pas acquitter les coûts administratifs n'est pas établie...

Jusqu'ici, nous avons surtout examiné les dépôts bancaires, qui représentent en fait moins du tiers des avoirs officiels en dollars. Or, progressivement, les banques centrales ont allongé la durée de leurs portefeuilles en achetant des titres à long terme ; là encore, elles ont pu choisir entre placements aux États-Unis ou sur l'euro-marché, mais il n'existe malheureusement pas de mesure directe de ces derniers.

Il existe un parallélisme inverse entre les deux instruments. Dans chaque cas, un « impôt » américain a, jusqu'à son abolition, joué sur le rendement relatif : coefficient de réserves obligatoires sur les gros dépôts (à la charge de la banque) ; retenue à la source sur le produit des obligations américaines détenues par les non-résidents (payée par le détenteur). En conséquence, les banques à Londres pouvaient servir un rendement plus élevé sur les dépôts en dollars, à frais globaux égaux, et les émetteurs d'euro-obligations en dollars pouvaient offrir aux non-résidents des rendements plus faibles, car nets¹⁴.

Les banques centrales, exemptées de retenue à la source, n'avaient guère de raisons d'acheter sur l'euro-marché des titres présentant un rendement moins élevé. Jusqu'au début des années 80, des informations indirectes montrent qu'elles détenaient peu d'euro-obligations en dollars¹⁵. Cependant, avec la suppression de la retenue à la source, en juillet 1984, les marchés obligataires en dollars et eurodollars ont rapidement rapproché leur tarification. L'économie réalisée à l'émission en eurodollars a commencé à se mesurer en points de base, au lieu de dizaines de points de base, voire de points de pourcentage (Papke (2000)).

Depuis 1984, au contraire, les banques centrales ont peut-être été incitées à acheter sur l'euro-marché par le surcoût résultant de l'enregistrement auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC), où il est possible de partager l'économie de ce coût entre l'acheteur (banques centrales comprises) et l'émetteur. En s'acquittant du coût sur le marché interne, cependant, les investisseurs bénéficient d'une plus grande liquidité, grâce à un marché secondaire plus vaste. Aujourd'hui, nombre de titres de haute qualité placés sur l'euro-marché sont des obligations planétaires, également émises aux États-Unis et enregistrées auprès de la SEC, tandis que d'autres peuvent être vendus aux États-Unis à des investisseurs institutionnels en application de la règle 144 A de la SEC.

¹⁴ Pour les dépôts, la concurrence a, en général, contraint les banques à Londres de répercuter sur les déposants l'économie découlant de l'absence de coefficient de réserves. Pour les obligations, en revanche, chaque émetteur de qualité se comportait comme s'il était en situation de monopole dans sa catégorie de notation et avait le choix entre deux courbes de demande différentes, l'une (plus élastique) sur le marché américain, l'autre sur l'euro-marché ; il ne privilégiait pas les émissions en eurodollars – dont le coût n'était donc pas ramené à celui des émissions aux États-Unis. De leur côté, les investisseurs pouvaient renoncer au rendement supérieur des obligations américaines, car il était érodé par la retenue à la source. Sur l'euro-marché, l'émetteur et l'acheteur d'obligations en dollars se partageaient le gain résultant de la non-imposition.

¹⁵ Selon Fung et McCauley (2000), la somme des avoirs officiels aux États-Unis et des eurodépôts déclarés à la BRI était, en 1980, très proche des réserves en dollars estimées.

| Émissions internationales en dollars EU : déclaration à la SEC | | | | |
|--|-------------------------|----------------------|--------------|---------------|
| En milliards de dollars EU, 2000–mai 2005 | | | | |
| Émetteur hors États-Unis | SEC : enregistrement | SEC : règle 144 A | Néant | Total |
| CADES (État français) | – | – | 6,75 | 6,75 |
| Hydro Québec | 0,75 | – | – | 0,75 |
| KfW (État allemand) | 23,00 | – | 21,36 | 44,36 |
| Gouvernement du Québec | 4,75 | – | 0,02 | 4,77 |
| République italienne | 48,00 | – | 4,15 | 52,15 |
| Swedish Export Credit Corp. | 3,10 | 0,25 | 2,99 | 6,34 |
| Japan Bank for International Cooperation | 1,00 | – | 2,25 | 3,25 |
| Total | 80,60 | 0,25 | 37,52 | 118,37 |

Même si elles sont placées aux États-Unis, les obligations de ces émetteurs acquises par des banques centrales hors États-Unis ne sont pas recensées dans les chiffres (flux et encours) BEA.

Sources : Dealogic ; BRI. Tableau 4

Si l'on examine le statut SEC de quelques émissions internationales en dollars, ces cinq dernières années, d'emprunteurs connus pour avoir la faveur des banques centrales (tableau 4), on voit que ce n'est pas pour éviter le coût de la réglementation que les banques centrales se tournent vers l'euromarché. Si certaines signatures, comme l'organisme français CADES, n'ont jamais effectué de formalités auprès de la SEC, d'autres ont enregistré la plupart de leurs titres en dollars, tel l'organisme allemand de financement KfW et (à plus de 90 % depuis 2000) la République italienne. Globalement, ces emprunteurs ont enregistré la majorité de leurs émissions (et plus des deux tiers en valeur). Les émetteurs semblent considérer que les banques centrales sont prêtes à supporter le coût de l'enregistrement SEC afin de bénéficier d'une plus grande liquidité sur le marché secondaire¹⁶.

Ajustement progressif des encours et différé d'investissement

D'importantes acquisitions de dollars sur courte période paraissent conduire à une augmentation temporaire des avoirs hors des États-Unis. Ceci pourrait résulter du fait que les gestionnaires de réserves placent leurs fonds en dépôts bancaires en attendant de les investir en titres. Or, comme nous l'avons vu, ces dépôts sont essentiellement détenus hors des États-Unis (autrefois pour le rendement, aujourd'hui surtout pour des raisons pratiques ou par habitude), tandis que les titres sont en majorité conservés aux États-Unis. En période d'accroissement rapide des réserves, ce différé d'investissement peut concerner des montants élevés¹⁷. Il peut s'expliquer par le fait que, comme

...mais le différé d'investissement semble vraiment jouer un rôle

¹⁶ Si la réglementation ne semble pas être une des motivations majeures des banques centrales qui achètent des euro-obligations en dollars, peut-être des considérations de rendement, de diversification de portefeuille et de diversification du risque de dysfonctionnement des marchés jouent-elles un rôle plus important.

¹⁷ L'accroissement des dépôts en eurodollars ne peut résulter immédiatement des interventions, puisqu'un achat de dollars est normalement réglé aux États-Unis.

Japon : réserves de change, portefeuilles-titres et dépôts sur l'euromarché

En milliards de dollars EU



Source : ministère japonais des Finances.

Graphique 4

dans d'autres processus d'ajustement d'encours, il est coûteux de transformer des dépôts bancaires en portefeuilles de titres, d'autant plus coûteux que le montant des fonds à transférer est important (ou, à montant donné, que le transfert est rapide). Parfois, les gestionnaires de réserves préfèrent s'adresser au marché primaire, ce qui requiert du temps ; il se peut aussi que, au moment où ont lieu les interventions, aucune opportunité d'achat de titres ne se présente.

Le flux d'investissements qui a accompagné les interventions massives du Japon en 2003–04 en fournit une illustration (graphique 4). Les dollars ont d'abord été déposés sur des comptes bancaires au Japon, avant d'être progressivement placés en titres. Les achats de dollars ont donc fait augmenter la part des eurodépôts dans le portefeuille global, et celle-ci s'est ensuite repliée peu à peu, au fur et à mesure des acquisitions de titres.

Conclusions

Nous formulons trois conclusions, de plus en plus larges, sur le financement officiel du déficit extérieur des États-Unis en 2004. À proprement parler, le secteur officiel, par ses acquisitions de titres de dette américains sur le marché des États-Unis, a financé 59 % du déficit courant (\$395 milliards sur \$668 milliards, tableau 5). Si l'on inclut les avoirs sur l'euromarché, toutefois, les banques centrales étrangères ont acheté suffisamment de dollars (\$498 milliards) pour financer 75 % de ce déficit¹⁸. Notons que l'écart entre

¹⁸ La comparaison de la progression des réserves mondiales en dollars et du déficit courant américain soulève quelques questions. Il est tout à fait possible que la progression des réserves officielles en dollars dépasse l'ampleur du déficit courant, auquel cas elle finance obligatoirement plus que le déficit. Effectivement, à la fin des années 60, où cette différence a été observée pour la première fois, le solde courant américain était excédentaire. La préoccupation formulée à l'époque était que les banques centrales européennes, par leurs acquisitions de bons du Trésor ou d'eurodollars, puissent financer les rachats d'entreprises européennes (et les prises de participation) par les sociétés américaines (Kindleberger (1965)).

| Avoirs officiels en dollars EU et financement extérieur des États-Unis | | | | | |
|---|------|------|------|---------|-------|
| En milliards de dollars EU | | | | | |
| | Flux | | | Encours | |
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 |
| Avoirs officiels étrangers aux États-Unis ¹ | 116 | 278 | 395 | 1 567 | 1 982 |
| Achats/avoirs officiels de dollars ² | 187 | 423 | 498 | 2 077 | 2 575 |
| Déficit courant/investissements internationaux nets des États-Unis | 475 | 520 | 668 | 2 157 | 2 484 |
| Financement/endettement extérieur en dollars ³ | 510 | 672 | 836 | 3 012 | 3 734 |
| Emprunts nets (hors actions des États-Unis)/dette en dollars ⁴ | 515 | 697 | 791 | 3 288 | 3 901 |
| Emprunts/engagements extérieurs nets en dollars ⁵ | 652 | 799 | 958 | 7 446 | 8 516 |

¹ Chiffres BEA. ² Estimations d'après les chiffres BEA (avoirs officiels étrangers aux États-Unis), les statistiques bancaires internationales BRI, tableau 5C (dépôts en eurodollars), et les données SDDS du Japon (dépôts de réserves). ³ Somme des éléments suivants : flux/encours d'investissements directs nets et d'investissements de portefeuille nets ; valeur absolue du déficit courant/des engagements internationaux nets. ⁴ Somme des éléments suivants : flux/encours de réserves officielles des États-Unis ; accroissement/encours net des portefeuilles de titres à revenu fixe en monnaies étrangères ; accroissement/encours net des créances en monnaies étrangères des secteurs bancaire et non bancaire aux États-Unis ; emprunts extérieurs/dette extérieure sous forme de titres à revenu fixe. ⁵ Estimations obtenues en additionnant les éléments suivants : valeur absolue du déficit courant/des investissements internationaux nets ; flux/encours d'investissements directs et d'investissements de portefeuille à l'étranger ; accroissement/encours net des portefeuilles de titres à revenu fixe en monnaies étrangères ; accroissement/encours net des créances en monnaies étrangères des secteurs bancaire et non bancaire aux États-Unis ; flux/encours d'avoirs officiels de réserve des États-Unis.

Sources : BEA ; Nguyen (2005) ; Sauers et Pierce (2005) ; Trésor EU *et al.* (2005) ; estimations BRI.

Tableau 5

pourcentages était moins marqué en 2004 qu'en 2003 (53 % et 81 %), ce qui traduit à la fois le ralentissement de l'accumulation de réserves d'une année sur l'autre et le processus d'ajustement de l'encours (visible sur le graphique 4). Il faut garder à l'esprit que les avoirs sur l'euromarché ne financent pas directement les déficits américains, puisqu'ils recouvrent des engagements de résidents d'autres pays. En revanche, il n'est pas douteux que l'augmentation des réserves officielles en dollars, investies aux États-Unis ou non, soutient le cours de la monnaie américaine.

Pour mesurer ce soutien, le critère le plus approprié est celui des besoins globaux de financement en dollars de l'économie américaine – c'est-à-dire, plutôt que le volume du déficit courant, les émissions nettes de titres de dette en **dollars** aux États-Unis¹⁹. Ces émissions nettes dépassent chaque année le déficit courant (en valeur absolue) du montant des acquisitions d'actifs en

¹⁹ On peut également comparer la variation des réserves mondiales en dollars aux emprunts obligataires des États-Unis. Dans cette perspective, les emprunts des États-Unis servent à couvrir le déficit courant, plus les sorties nettes au titre de l'IDE et des acquisitions d'actions hors des États-Unis. Cette mesure présente toutefois une difficulté par rapport à celle qui est décrite dans l'étude : elle serait inadaptée si les banques centrales achetaient des actions plutôt que des obligations.

monnaies étrangères par les résidents des États-Unis. En fait, l'économie américaine s'endette en dollars pour financer, premièrement, une importation nette de biens et services et, deuxièmement, l'acquisition d'actions/d'entreprises à l'étranger et d'obligations en devises. De ce point de vue, l'augmentation des réserves officielles en dollars couvre un pourcentage plus faible : 51 % seulement de l'accroissement de la dette des États-Unis en dollars en 2004 (tableau 5, deuxième et dernière lignes). Des études supplémentaires sont nécessaires pour une évaluation encore plus large, prenant en compte les emprunts et prêts en dollars hors des États-Unis.

Il est donc à la fois facile de sous-estimer et possible de surestimer le soutien apporté au dollar par les autorités étrangères. Les gestionnaires de réserves officielles continuent de les placer dans une large proportion hors des États-Unis, alors même qu'ils ont perdu leur principale raison de le faire ; le cours du dollar est soutenu par de tels investissements, qu'ils soient effectués aux États-Unis ou ailleurs. La méthodologie la plus appropriée consiste à comparer l'augmentation des réserves officielles mondiales en dollars, non pas au déficit courant américain, mais à un concept plus vaste, le besoin de financement des États-Unis en dollars.

Bibliographie

Aliber, R. Z. (1980) : « The integration of the offshore and domestic banking system », *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, pp. 509–526.

Aliber, R. Z. (2002) : *The New International Money Game*, 6^e édition, Chicago, University of Chicago Press.

Banque des Règlements Internationaux (1964) : 34^e *Rapport annuel*.

Banque des Règlements Internationaux (1965) : 35^e *Rapport annuel*.

Banque des Règlements Internationaux (2004) : 74^e *Rapport annuel*.

Banque des Règlements Internationaux (2005) : 75^e *Rapport annuel*.

Borio, C. E. V. et F. Packer (2004) : « Risque-pays : évaluation des nouvelles approches », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 47–65.

Congressional Budget Office (2005) : « Modifying Federal deposit insurance », étude présentée à Richard S. Shelby, Président de la Commission bancaire du Sénat des États-Unis, par Douglas Holtz-Eakin, Directeur du CBO.

Dufey, G. et I. H. Giddy (1978) : *The international money market*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall.

Einzig, P. (1970) : *The eurodollar system*, 5^e édition, New York : St Martin's Press.

Frydl, E. (1982) : « The eurodollar conundrum », *FRBNY Quarterly Review*, printemps, pp. 11–19.

Fung, B. et R. N. McCauley (2000) : « Composition par instrument des réserves de change en dollars EU », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 62–63.

Higgins, M. et T. Klitgaard (2004) : « Reserve accumulation : implications for global capital flows and financial markets », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 10, n° 10, Banque de Réserve fédérale de New York, septembre/octobre, www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci10-10.html.

Hufbauer, G. C., J. J. Schott et K. A. Elliott (1990a) : *Economic sanctions reconsidered : history and current policy*, 2^e édition, Washington, Institute for International Economics.

Hufbauer, G. C., J. J. Schott et K. A. Elliott (1990b) : *Economic sanctions reconsidered : supplemental case studies*, 2^e édition, Washington, Institute for International Economics.

Johnston, R. B. (1979) : « Some aspects of the determination of eurocurrency interest rates », *Bank of England Quarterly Bulletin*, mars, pp. 35–46.

Kindleberger, C. P. (1965) : « Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity », *Essays in international finance*, Princeton, Princeton University Press, mai.

Kindleberger, C. P. (1973) : *International economics*, 5^e édition, Homewood, Illinois, Irwin.

Kirton, J. (1987) : « Economic sanctions and alliance consultations : Canada, the United States and the strains of 1979–82 », sous la direction de D. Leyton-Brown, *The utility of international economic sanctions*, Londres, Croom Helm.

Kreicher, L. L. (1982) : « Eurodollar arbitrage », *FRBNY Quarterly Review*, vol. 7, été, pp. 10–22.

Machlup, F. (1972) : « The eurodollar system and its control », in F. Machlup et al., *International Monetary Problems*, Washington D.C., American Enterprise Institute.

Mayer, H. (1970) : « Some theoretical problems relating to the eurodollar market », *Princeton Essays in International Finance*, n° 79, Princeton, Princeton University Press.

McCauley, R. N. et B. Fung (2003) : « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 39–46.

McCauley, R. N. et R. Seth (1992) : « Foreign bank credit to US corporations : the implication of offshore loans », *FRBNY Quarterly Review*, vol. 17, printemps, pp. 52–65.

Neu, C. R. (1991) : *Soviet international finance in the Gorbachev era*, Santa Monica : RAND, R-4116-USDP.

Nguyen, E. L. (2005) : « The international investment position of the United States at yearend 2004 », *Survey of Current Business*, juillet, pp. 30–39.

Papke, L. E. (2000) : « One-way treaty with the world : the US withholding tax and the Netherlands Antilles », *International Tax and Public Finance*, vol. 7, n° 3.

Sauers, R. M. et K. K. Pierce (2005) : « US international transactions, first quarter of 2005 », *Survey of Current Business*, juillet, pp. 72–121.

Sayers, R. L. (1976) : *The Bank of England, 1891–1944*, Cambridge, Cambridge University Press.

Summers, L. H. (2004) : « The US current account deficit and the global economy », Conférence Per Jacobsson, 3 octobre.

Tille, C. (2004) : *Financial integration and the wealth effect of exchange rate fluctuations*, Banque de Réserve fédérale de New York, document non publié.

Trésor EU, Banque de Réserve fédérale de New York, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale (2005) : *Report on foreign portfolio holdings of U.S. securities as of June 30, 2004*, juin, <http://www.ustreas.gov/tic/shl2004r.pdf>.

Truman, E. M. (2005) : « Postponing global adjustment », *Institute for International Economics Working Paper*, n° 05–6, juillet.

Zijlstra, J. (1971) : « Allocution du Président » à l'occasion de la quarante et unième Assemblée générale ordinaire de la BRI.

