



LE DOLLAR ET LA FORMATION D'UN PÔLE MONÉTAIRE EN ASIE

MICHEL AGLIETTA *
BRONKA RZEPKOWSKI **

Depuis le printemps 2003, l'économie mondiale a retrouvé les chemins de la croissance. Mais les conditions financières en sont très déséquilibrées. Les États-Unis prétendent être la locomotive mondiale. Mais leur dynamisme doit beaucoup à une sérieuse insuffisance d'épargne publique et privée qui les conduit à solliciter lourdement le reste du monde. Mais les investisseurs privés se sont montrés réticents ; d'où une faiblesse chronique du dollar. Celui-ci a reçu le soutien prépondérant des banques centrales asiatiques.

L'autre pilier de la reprise américaine a été la politique monétaire pour écarter le risque déflationniste. Elle a entraîné une expansion des liquidités mondiales bien plus rapide que la croissance du PIB nominal et de la valeur du commerce international. Cette liquidité très abondante a nourri des tensions inflationnistes sur les prix immobiliers et sur les matières premières.

La Chine, qui était déjà sur un profil de croissance rapide, connaît tous les symptômes du surinvestissement et des goulots d'étranglement dans plusieurs secteurs industriels, tensions qu'elle transmet aux marchés internationaux *via* ses importations insatiables.

Cette expansion à bien des égards échevelée, tandis que la zone euro peine à sortir du marasme, attire l'attention sur la viabilité des conditions monétaires qui la soutiennent. Les pays asiatiques vont-ils accumuler indéfiniment des réserves à un rythme bien supérieur à leurs besoins ? Préserver ainsi un fonctionnement du système monétaire international fondé sur l'hégémonie du dollar est-il dans l'intérêt des

* Professeur d'économie à l'Université de Paris X et conseiller scientifique au CEPII.

** Lors de la rédaction de cet article, Bronka Rzepkowski était économiste au CEPII. Elle a rejoint la Banque centrale européenne au 1^{er} septembre 2004.

pays asiatiques ? Y a-t-il une alternative crédible dans le détachement de ces monnaies, prélude à la formation d'un espace monétaire régional ?

Pour étudier ces questions cruciales, on analysera d'abord les traits caractéristiques des politiques monétaires asiatiques. On en évaluera les coûts et les conflits d'objectifs qu'elles peuvent entraîner. Puis on envisagera des scénarios de changement conditionnels aux hypothèses sur le destin du dollar. On pourra ainsi argumenter qu'il existe une réelle opportunité d'autonomie monétaire en Asie.

RÉGIMES D'ANCRAGE SUR LE DOLLAR ET EXPANSION MONÉTAIRE EN ASIE

Depuis le début de 2002, le dollar a montré des signes récurrents de faiblesse. De janvier 2002 à février 2004, il s'est fortement déprécié contre les monnaies occidentales à change flexible. Il a ainsi perdu 43 % contre l'euro, 30 % contre la livre sterling, 20 % contre le dollar canadien et 51 % contre le dollar australien (BRI, 74^{ème} rapport annuel, chap. V, p. 82). Il s'est ensuite stabilisé après avoir regagné quelques points.

Les monnaies asiatiques ont réagi différemment. Le yuan chinois et le dollar de Hong-Kong ont conservé des taux de change rigoureusement fixes. Les monnaies censées être à changes flexibles n'ont gagné que quelques pourcentages contre le dollar. L'effet de la pression baissière du dollar s'est manifesté par une augmentation très importante des réserves de change.

Cette politique de change de l'ensemble des pays asiatiques a contribué à stabiliser leurs taux de change croisés. Il est judicieux d'étudier précisément la manière dont elle a été faite dans les différents pays et les incidences monétaires qu'elle a eues avant de s'interroger sur ses changements possibles.

L'ampleur du financement du déficit extérieur américain par les banques centrales

Les statistiques de balance des paiements du *Bureau of Economic Analysis (BEA)* évaluent, sous le poste « actifs détenus aux États-Unis par les autorités publiques étrangères », la contribution *directe* des banques centrales étrangères au financement du déficit courant américain. Plus précisément, ce poste enregistre l'ensemble des engagements des résidents américains vis-à-vis des autorités publiques étrangères (banques centrales, départements du Trésor, ministères des Finances et Fonds de stabilisation) quelle qu'en soit la forme : actions, obligations privées et publiques, bons du Trésor et dépôts bancaires. L'augmentation des réserves des banques centrales aurait ainsi couvert 46,8 % du

besoin de financement américain en 2003 et 86,4 % sur le premier trimestre 2004 (tableau n° 1). Ces chiffres peuvent apparaître élevés ; mais à de nombreuses reprises, la contribution des banques centrales a atteint des niveaux plus élevés, notamment lorsque le dollar touchait des cours planchers historiques (graphique n° 1). Cette proportion a ainsi dépassé les 100 % en 1995 et 1996, reflétant notamment les interventions concertées et de grande ampleur des banques centrales pour enrayer la baisse du dollar après la crise mexicaine.

Cependant, si l'on estime la contribution des banques centrales au financement du déficit extérieur américain à partir des réserves de changes fournies par le FMI, celle-ci apparaît nettement plus élevée. En effet, les réserves mondiales en 2003 ont augmenté de 661,5 Md\$ et de 288,9 Md\$ au cours des 3 premiers mois de 2004. Sous l'hypothèse que la part du dollar dans les réserves mondiales est restée celle qui fut estimée par le FMI à la fin 2002 (64,5 %¹), les réserves accumulées en dollars auraient financé 80,4 % du déficit de la balance courante américaine en 2003 et 128,5 % sur le premier trimestre 2004. La différence entre les données du FMI et celles du BEA (Bureau of Economic Analysis) s'explique par le fait qu'une proportion croissante des réserves en dollars est placée sous forme de dépôts auprès de banques en dehors du système bancaire américain (Fung et McCauley, 2003). Lorsque ces fonds sont investis aux États-Unis par les banques commerciales, la comptabilité de la balance des paiements américaine les enregistre en tant qu'engagements vis-à-vis d'institutions bancaires et financières étrangères et non comme des engagements vis-à-vis d'autorités publiques étrangères. Une part de la contribution des banques centrales au financement du déficit américain peut ainsi se trouver enregistrée dans le poste « autres investissements » ou dans la rubrique « investissements de portefeuille » de la balance américaine.

L'estimation à partir des réserves de change ne peut être qu'approximative. En effet, elle néglige les effets de valorisation dus à la variation des taux de change et aux taux d'intérêt. De plus, elle ne prend pas en compte le fait que ce sont essentiellement les banques centrales asiatiques qui ont accumulé des réserves en dollars depuis 2002. Pour maintenir leur compétitivité et ainsi soutenir la croissance, de nombreux pays en Asie ont choisi d'ancrer leur monnaie sur le dollar, que ce soit au travers de régimes de taux de change fixe (Chine, Hong-Kong et Malaisie) ou de flottement administré (Japon, Corée, Taïwan, Inde). L'intégration commerciale s'est fortement intensifiée dans cette région en raison d'une relative stabilité induite des taux de change croisés en Asie. Face au déficit courant américain et devant les pressions à la baisse du dollar (en terme effectif nominal), les pays en flottement géré sont massivement intervenus sur le marché des changes, non seulement pour

limiter l'appréciation de leur monnaie par rapport au dollar, mais également par rapport au yuan chinois et au dollar de Hong-Kong. Les banques centrales asiatiques ont ainsi financé plus de la moitié du déficit extérieur américain en 2003 et une très large proportion du déficit du premier trimestre 2004.

Tableau n° 1
Financement du déficit courant américain
(en Md\$ US et %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004 Q1
Balance courante américaine	-296,8	-413,4	-385,7	-473,9	-530,7	-144,9
(en % du PIB)	(3,2)	(4,2)	(3,8)	(4,5)	(4,8)	(5,1)
Compte des opérations financières	227,8	477,4	421	537,9	544,2	157,75
• Solde des investissements directs	64,5	162,1	24,7	-62,4	-133,9	-39,2
(en % du déficit de la balance courante)	(21,7)	(39,2)	(6,4)	(-13,2)	(-25,2)	(-27,1)
• Solde des investissements de portefeuille	170,6	303,7	349,5	490,8	486,6	226,6
(en % du déficit de la balance courante)	(57,5)	(73,5)	(90,6)	(103,6)	(91,7)	(156,4)
• Autres investissements	-7,3	11,6	46,8	145,5	191,5	-29,65
(en % du déficit de la balance courante)	(-2,4)	(2,8)	(12,1)	(30,7)	(36,1)	(-20,5)
Dont variation des actifs détenus par les autorités publiques étrangères*	43,5	37,7	5,1	114	248,6	125,2
(en % du déficit de la balance courante)	(15)	(9,2)	(1,3)	(24,1)	(46,8)	(86,4)

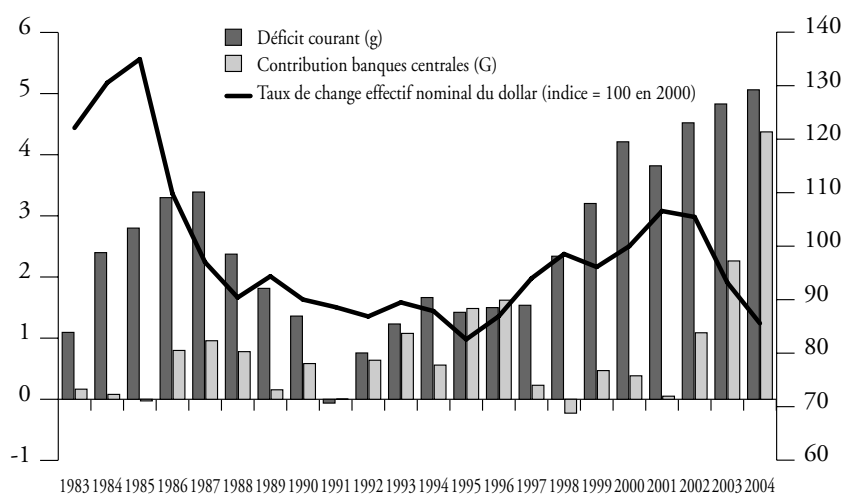
* Actifs détenus en investissement de portefeuille et autres investissements.

Source : Bureau of Economic Analysis, chiffres révisés le 18 juin 2004 pour 2002 et 2003.

Des limites à l'accumulation de réserves ?

Cette politique d'accumulation de réserves par les banques centrales asiatiques est-elle soutenable à moyen terme ? La question des coûts et des risques associés à une telle stratégie se pose avec d'autant plus d'acuité que les montants de réserves accumulés dépassent désormais très largement les besoins liés aux opérations commerciales et financières de ces pays (graphique n° 2). Si depuis la crise asiatique et jusqu'à la fin de l'année 2001, la politique de reconstitution des réserves par les banques centrales asiatiques pouvait être justifiée sur la base des fondamentaux de ces économies, depuis 2002, l'accroissement des réserves en devises semble uniquement lié à la poursuite de l'objectif de stabilisation du change (Edison, 2003).

Graphique n° 1
Financement du déficit courant américain
par les banques centrales



Source : Bureau of Economic Analysis et IFS.

L'un des risques lié à l'accumulation de réserves est que l'augmentation induite de l'offre de monnaie centrale alimente *in fine* la distribution du crédit et, au-delà, les pressions inflationnistes sur le marché des biens et des actifs. Pour contenir ce risque, il faut compenser l'expansion monétaire induite par l'acquisition des réserves en dollars. Les banques centrales disposent à cette fin de trois instruments de stérilisation. Elles peuvent, tout d'abord, accroître le taux de réserves obligatoires ; ce qui a pour effet d'éponger une partie de la liquidité bancaire. Elles peuvent également modifier la structure de leur actif, en réduisant les créances sur les agents résidents à due concurrence de l'augmentation de leurs avoirs en devises (vente de titres de la dette publique, baisse du refinancement aux banques). Enfin, elles peuvent émettre des titres de stérilisation (obligations ou certificats de dépôts) qui figureront au passif de leur bilan.

Les opérations de stérilisation ont un coût, que celui-ci incombe à la banque centrale ou au gouvernement. Ce coût dépend de l'écart entre les taux d'intérêt intérieurs et étrangers, du montant des réserves à stériliser et du taux d'appréciation de la monnaie nationale. Mais celui-ci diffère selon la stratégie adoptée par la banque centrale. La modification de la structure de l'actif au profit de titres étrangers généralement moins bien rémunérés que les titres nationaux n'implique qu'un coût d'opportunité, un manque à gagner (stratégie adoptée par l'Inde). En revanche, l'émission d'obligation de stérilisation, politique suivie par

la Chine, la Corée et Taïwan, induit un coût réel. En effet, la banque centrale (ou le gouvernement dans le cas de la Corée) devra offrir un rendement suffisamment attractif pour que les banques locales acceptent de détenir ces titres². Pour les pays asiatiques qui ont le plus accumulé de réserves, à savoir, le Japon et la Chine et dans une moindre mesure, Taïwan, la Corée et l'Inde - l'augmentation de leurs réserves représentant environ 92 % de la variation des réserves en Asie -, les coûts de stérilisation apparaissent relativement modestes. Pour la Corée, l'Inde et Taïwan, le coût cumulé est de l'ordre de 0,2 % de PIB. Quant à la Chine, ce coût rapporté au PIB est infime. De plus, la politique d'accroissement de réserves dans ce pays s'est avérée payante, dans la mesure où elle a permis la recapitalisation de deux banques, la *Bank of China* et la *China Reconstruction Bank*, la banque centrale utilisant près de 45 milliards de réserves à cette fin (*Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, 2004).

Les risques de dérapage monétaire pour l'économie de ces pays, tant sur le plan financier que réel, dépendent du degré de stérilisation des entrées de capitaux étrangers et de la position des pays dans le cycle. Dans un contexte déflationniste, l'injection de liquidité provenant de l'entrée de devises au Japon s'est révélée positive, puisque les objectifs interne et externe de la politique monétaire se rejoignaient. La base monétaire s'est fortement accrue en 2002 (+ 25,7 %), et en 2003 (16,4 %) avant de connaître une vive décélération à partir d'avril 2004. En Chine, les autorités monétaires n'ont-elles aussi que très partiellement stérilisé les entrées de devises en 2002 (24 %), contre 61,4 % en 2003 et 96,6 % au cours du premier trimestre 2004. En dépit de ces efforts de stérilisation accrus, la banque centrale ne semblait plus contrôler les effets de liquidité bancaire sur la distribution de crédit au cours des premiers mois 2004. En effet, en mars 2004, l'offre de monnaie continuait de croître à un rythme annuel de 19 %, la progression des crédits dépassait 20,7 %, soit 10 points de pourcentage au-delà de l'objectif affiché et celle des investissements fixes explosait à plus de 43 %. De là, après un premier relèvement du ratio des réserves obligatoires en septembre 2003, à deux reprises au cours du mois d'avril 2004, ces taux ont été augmentés, la première fois uniquement pour les banques présentant des ratios de solvabilité faibles, la seconde fois pour l'ensemble des banques.

Mais surtout, des risques nettement plus sérieux à court et moyen terme affecteraient ces pays s'ils décidaient de laisser leur monnaie s'apprécier fortement. Dans la mesure où les réserves de changes sont principalement investies en titres américains, une dépréciation importante du dollar entraînerait, en monnaie locale, une perte en capital significative pour la banque centrale, compte tenu de l'importance du

stock de réserves rapporté au PIB (BoE, 2003). Ainsi, une dépréciation de 10 % du dollar se traduirait par une perte de 2,2 points de PIB pour la Chine, de près de 2 points pour la Corée et de 5,8 points pour Taïwan (tableau n° 2) ; ces chiffres se fondent sur l'hypothèse que 80 % des réserves asiatiques sont investies en dollars. Toutes les banques centrales disposent d'un poste de réévaluation au passif de leur bilan, qui leur permet de lisser l'impact des fluctuations de change sur l'évaluation de leurs réserves en monnaie locale. Cependant, l'ampleur de ces pertes pourrait dépasser les montants absorbables par le poste de réévaluation et pourrait même dépasser le capital propre de la banque centrale. Dans ce cas, un problème de solvabilité pourrait apparaître, l'actif devenant inférieur au passif du bilan. Une telle situation nécessiterait normalement une recapitalisation de la banque centrale par le gouvernement, *via*, par exemple, une injection de bons du Trésor. Sans cette intervention du gouvernement, les banques centrales seraient en plus exposées à une baisse significative de leur seigneurage : leurs revenus d'intérêt tirés de leurs réserves de change se réduiraient proportionnellement à la baisse du dollar. Dans tous les cas, une forte appréciation des monnaies asiatiques se traduirait par un coût budgétaire non négligeable.

Tableau n° 2
Ratio des réserves sur PIB
(en %)

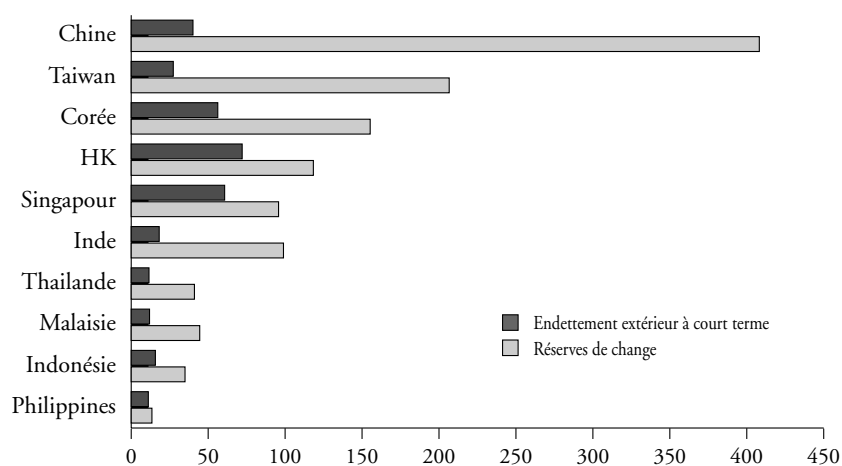
	Chine	Corée	Inde	Japon	Taïwan
1990	7,3	5,8	0,4	2,3	46,1
1995	10,4	6,4	4,8	3,0	34,1
1999	15,6	18,1	7,1	6,7	36,9
2000	15,3	20,5	8,0	7,3	34,5
2001	18,3	21,8	9,4	9,7	43,5
2002	23,2	20,9	13,2	10,6	57,4
2003	28,6	25,3	16,5	15,3	72,2
2004 Q*	27,1	24,5	16,0	17,7	73,0

* Premier trimestre.

Source : banques centrales nationales et IFS.

Cependant la plus grande menace d'une appréciation excessive des monnaies nationales est le coup de frein à la croissance. La Chine et l'Inde sont lancées dans un régime de croissance élevée qui soutient des changements structurels rapides. Dans la phase actuelle, la compétitivité des exportations est indispensable au financement des importations en très forte progression. En outre, ces deux grands pays continentaux sont les pôles d'une intégration régionale du commerce. Celle-ci dépend

Graphique n° 2
Endettement extérieur à court terme et réserves officielles
de change - fin 2003



Note : l'endettement extérieur dû dans l'année comprend le passif des banques, les crédits commerciaux non bancaires et les titres de dette émis à l'étranger.

Source : Joint BIS-IMF-OECD-World Bank statistics on external debt

d'une cohérence des taux de change entre les pays participants. Or des appréciations désordonnées des monnaies nationales dans une crise du dollar auraient toutes les chances de disloquer les taux de change bilatéraux entre les pays. L'exemple de l'Europe dans les années 1970 a bien montré qu'une intégration économique régionale a besoin d'une concertation monétaire dans laquelle le change est une variable d'intérêt commun. Il est opportun de réfléchir aux scénarios qui peuvent faire advenir ce régime.

*L'OPPORTUNITÉ D'UNE MODIFICATION DES RÉGIMES
DE CHANGE EN ASIE : DES SCÉNARIOS POSSIBLES*

Comme on l'a montré plus haut, les monnaies asiatiques sont soumises à des tensions persistantes. Elles y ont résisté avec plus ou moins de succès. Les monnaies de la Grande Chine (yuan, dollar de Hong-Kong, dollar de Taïwan) ont conservé des changes fixes ou consenti une appréciation modeste. Le won coréen et surtout le yen ont subi une appréciation plus importante. Mais les marchés *offshore* indiquent des anticipations d'appréciation généralisée et une forte corrélation entre les anticipations sur les autres monnaies par rapport au yuan chinois (tableau n° 3).

Tableau n° 3
Corrélation entre les NDF* chinois et les NDF asiatiques

	1 mois	3 mois	6 mois	1 an
Taïwan	0,51	0,61	0,67	0,73
Hong-Kong	0,79	0,87	0,91	0,90
Corée	0,49	0,56	0,61	0,69
Inde	0,64	0,75	0,82	0,90
Japon	0,68	0,78	0,84	0,89

* NDF : Non deliverable forwards (contrats à terme sur les devises mentionnées dans le tableau).

Note : les coefficients de corrélation sont calculés sur la période du 14 février 2002 au 8 juillet 2004. Il s'agit d'un taux de change à terme pour Hong-Kong.

Source : Datastream.

Le sentiment des smarchés serait ainsi que les politiques menées depuis le début de la phase de baisse du dollar en janvier 2002 ne seraient pas indéfiniment tenables. Il est aussi que les destins de ces monnaies sont liés. La conjecture d'un changement des régimes de change est donc en train de se former. Jusqu'ici les pays asiatiques ont résisté, en même temps mais de manière séparée, à la baisse du dollar. Les marchés ont l'opinion que les monnaies asiatiques se détachent du dollar, mais que leurs taux de change réciproques vont rester liés. Une telle éventualité suppose que les gouvernements privilégient l'intégration économique régionale et considèrent donc le change comme une question d'intérêt commun. Cette orientation doit toutefois demeurer compatible avec leurs objectifs pérennes : préserver la compétitivité externe de leurs économies et se doter des moyens monétaires d'une maîtrise de la demande interne.

Pour estimer dans quelles conditions ces visées sont compatibles et donc pour juger de la pertinence du sentiment des marchés, il faut revenir sur les forces qui suscitent les tensions sur les monnaies asiatiques. La première est l'ampleur du déficit courant américain, dans la mesure où elle entraîne une dépréciation du dollar qui provoque en retour un ajustement pour le limiter. La seconde est le bas niveau des taux d'intérêt américains couplé à une résurgence de l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux depuis la fin 2002 [BRI, 74^{ème} rapport annuel, p109]. Cette configuration de marché a déclenché des réarrangements de portefeuille dans le sens d'une recherche de rendement. Les pays asiatiques dont la croissance est forte (Chine, Inde) ou qui est repartie en 2003 (Corée, Hong-Kong, Taïwan) et plus tardivement (Japon) ont été les proies des entrées spéculatives de capitaux sous l'impulsion des *Hedge Funds*. Ces entrées de capitaux ont emballé l'offre de monnaie d'autant plus que les taux de change étaient ancrés sur le dollar (Chine et Taïwan). Elles ont provoqué de vives

appréciations des devises dans les pays où les autorités monétaires ont cherché à freiner le rythme d'augmentation des réserves de change (Japon, Corée, Inde).

Les politiques actuelles, menées unilatéralement dans chaque pays, entraînent, soit une expansion monétaire qui pourrait commencer à menacer la stabilité des prix (*via*, notamment, l'augmentation des prix immobiliers dans les métropoles), soit une appréciation du change qui fait varier les termes de l'échange entre les pays de la région indépendamment des facteurs réels de la compétitivité. Il en résulte qu'une transformation des régimes de change vers une plus grande flexibilité vis-à-vis du dollar, qui rendrait les taux de change réels bilatéraux moins vulnérables à la spéculation, serait bénéfique. Mais cette transformation pose deux problèmes : l'opportunité d'engager la transition et la manière de réguler le régime de change régional qui en serait l'aboutissement.

Les scénarios de transition

La consistance économique de ces scénarios dépend de l'évolution des facteurs qui ont conduit aux tensions rendant le *statu quo* peu favorable aux intérêts des pays de la région. Il est nécessaire de formuler des scénarios parce que la résultante des facteurs qui agissent sur l'évolution du dollar est incertaine.

En premier lieu, dans la finance globalisée et rendue très liquide par plus de 3 ans de politique monétaire très accommodante, la relation entre le déficit courant des États-Unis et la dépréciation du dollar est loin d'être mécanique. C'est ainsi que le dollar a cessé de baisser contre les autres devises occidentales depuis février 2004 et s'est même retourné, alors que le déficit courant continuait à se creuser et dépassait 5 % du PIB. La relation, du moins à court terme, dépend de l'opinion des agents financiers internationaux sur les causes du déficit courant. S'il est interprété comme la conséquence du dynamisme innovateur portant une croissance retrouvée, les flux de capitaux privés vont retourner vers les États-Unis et le dollar va s'apprécier en confirmant le mouvement amorcé en avril 2004. Si, au contraire, le déficit courant est vu comme le résultat d'une faiblesse de l'épargne due à une politique budgétaire creusant des déficits structurels durables, la faiblesse du dollar va reprendre. Car l'économie américaine est le siège de paradoxes qui jettent le doute sur la poursuite de la croissance.

Une autre source d'incertitude est la sortie de la phase la plus longue de politique monétaire insolite qui ait jamais existé aux États-Unis. Comment va se faire la remontée des taux d'intérêt vers une courbe de taux compatible avec la croissance potentielle ? Quelle va être la sensibilité de l'endettement d'une part, des portefeuilles d'actifs financiers



d'autre part, à l'augmentation des taux d'intérêt ? L'attraction de l'économie américaine pour les non résidents sera bien différente selon que la hausse des taux reflètera une rentabilité du capital solide, une insuffisance d'épargne privée intérieure face à un blocage politique sur la conduite à tenir pour maîtriser le déficit public, une remontée des anticipations d'inflation.

Scénario rose : appréciation du dollar

Si les marchés financiers conservent une vue optimiste de la croissance américaine, le découplage des monnaies asiatiques à l'égard du dollar se présenterait sous les meilleurs auspices. Car il n'y aurait pas à craindre une appréciation excessive des monnaies les plus liées au dollar jusqu'ici, au premier chef le yuan chinois. Au contraire, sous l'hypothèse d'une appréciation du dollar, la Chine aura intérêt à desserrer son lien avec le dollar pour préserver sa compétitivité. Les autres pays de la région, très liés commercialement à la Chine, prendraient le yuan comme monnaie de référence de leur politique de change, sauf sans doute le Japon qui devrait piloter le yen par rapport au principal partenaire commercial (la Chine) et par rapport au principal partenaire financier (les États-Unis).

Dans cette configuration, il n'y a pas de dilemme aigu entre tension sur le change et accumulation de réserves grâce au caractère équilibrant des capitaux privés. Un flux net entrant de capitaux vers les États-Unis est, en effet, compatible avec le jugement optimiste sur l'économie américaine. Cela entraînerait moins d'entrées de capitaux en Asie et une réduction importante, voire un arrêt, de l'accumulation de réserves. Les politiques monétaires pourraient donc être affectées à des objectifs internes, sans avoir recours à l'expédient de stérilisations plus ou moins efficaces et pas sans coûts budgétaires.

La contrepartie de cette réorientation des mouvements de capitaux privés est une perpétuation du déficit américain à un niveau élevé. Il serait soutenu par la structure de rendements, tant que le revenu d'un dollar d'actif investi par les résidents américains à l'étranger est bien supérieur en moyenne au revenu d'un dollar d'actif investi par les non résidents aux États-Unis. Cette configuration n'est certes pas indéfiniment soutenable au fur et à mesure du développement de l'Asie, mais elle repousse l'ajustement des comptes extérieurs des États-Unis.

Scénario gris : dépréciation du dollar

Dans ce scénario, le dollar repart à la baisse parce que les contrastes de l'économie américaine ont raison de la confiance des investisseurs non résidents. La question de l'ajustement de la balance courante se pose immédiatement. Le danger se trouve dans l'amplitude de la baisse

du dollar qui peut être très grande si les anticipations de marché se focalisent sur le compte courant. En effet, compte tenu du solde initial très détérioré et de la faiblesse des élasticités prix du commerce extérieur, il n'est pas envisageable que le change puisse à lui seul supporter l'ajustement. Une augmentation substantielle de l'épargne intérieure (de 3 à 5 % du PIB), provoquant un ralentissement prononcé de la croissance, serait indispensable dans une configuration non coopérative des politiques économiques. Elle ne pourrait se faire que par un relèvement des taux d'intérêt plus vif et plus ample que dans le premier scénario. Le dollar baisserait donc brutalement, puis la baisse serait enrayée. L'inversion de la croissance entre les États-Unis et le reste du monde se combinerait au niveau compétitif du dollar pour réaliser l'ajustement.

Dans cette conjoncture, la pression haussière sur les monnaies asiatiques serait fortement renforcée et cela dans un ralentissement de l'économie mondiale. Les gouvernements de ces pays considéreraient sans doute qu'il n'est pas opportun de modifier le régime de change tant que la baisse du dollar n'est pas arrivée à son terme. Mais dans la situation conflictuelle que la baisse du dollar provoquerait, leur comportement dirigerait les pressions déflationnistes de l'appréciation du change sur les monnaies occidentales autres que le dollar. Les banques centrales de ces pays devraient mener des politiques monétaires expansives pour faciliter l'ajustement américain en luttant contre les répercussions néfastes chez eux.

Quel arrangement monétaire régional au-delà du découplage avec le dollar ?

Il résulte de l'analyse ci-dessus que tôt ou tard le groupe des monnaies asiatiques va devenir plus flexible par rapport au dollar parce que cette région recèle un énorme potentiel de croissance. C'est pourquoi les marchés financiers internationaux vont se persuader que ces monnaies doivent être évaluées sur la base de leurs fondamentaux propres.

Il est possible que dans la transition, les pays les plus liés au dollar, c'est-à-dire essentiellement la Chine et Hong-Kong optent pour un ancrage souple sur un panier de devises, combiné à un élargissement des marges de fluctuation. L'important pour la Chine, dans la phase de transition, est d'associer une capacité de réponse du taux de change aux déséquilibres de court terme et une tendance de long terme qui devrait être une appréciation progressive du taux de change réel du yuan avec le rattrapage de productivité sur les pays développés. Pour éviter toute rigidité, qui est une licence donnée à la spéculation dès que les contrôles de capitaux sont relâchés, il faut proscrire une zone cible formelle avec marges de fluctuation et parité centrale glissante. En revanche, le suivi



par l'autorité monétaire d'un taux de change de référence par rapport au panier de devises choisi est utile pour estimer l'ampleur des déviations du taux de change courant. L'autorité monétaire peut aussi se donner une bande de surveillance : une bande large non annoncée autour du taux de change de référence, à l'intérieur de laquelle elle se garde d'intervenir et à l'extérieur de laquelle elle peut appliquer la tactique de l'élastique pour surprendre les spéculateurs (*leaning with the wind*). Toutefois ce régime intermédiaire, dans la mesure où il conserve un lien avec un panier de devises extérieures, n'est qu'une première étape dans l'établissement d'un système de change régional.

Dans les deux prochaines décennies, la croissance chinoise sera un facteur de dynamisme pour toute la région. Le financement de l'expansion se fera surtout sur base régionale, étant donné l'épargne élevée dans l'ensemble des pays de la région. Cette épargne est une permanence provenant des structures familiales, du vieillissement et des systèmes de retraites par capitalisation. On doit donc s'attendre au développement des flux de capitaux intrarégionaux, doublant l'intégration commerciale d'une intégration financière. Il est donc logique de faire l'hypothèse d'une utilisation de plus en plus grande des monnaies nationales des pays asiatiques dans les paiements intrarégionaux. Sous cette hypothèse, le régime de change consistant à gagner une certaine flexibilité commune tout en préservant la cohérence par référence à une même monnaie externe, même s'il est initialement le moyen d'une transition, n'est sûrement pas le bon régime à terme. Le problème se complique d'ailleurs du fait du yen. Cette monnaie est à la fois une composante du panier de référence, celle d'un pays qui est et sera créancier de la Chine, mais aussi d'un rival politique. Car la Chine et le Japon ont chacun des intérêts de puissance globale dans un monde qui va devenir multipolaire.

Un arrangement monétaire régional qui prend en compte le développement international des monnaies composantes doit se détacher complètement des monnaies occidentales. Cela implique une concertation monétaire qui définisse un système de change sur une base entièrement régionale, un mécanisme de règlement et un pool de liquidités mis en commun pour endiguer les crises de liquidité. Il faut donc un accord politique jetant les bases d'une action collective dans le domaine monétaire. Dans cette perspective, les enseignements du système monétaire européen ne sont pas pertinents, parce qu'aucune monnaie ne pourra jouer le rôle de pivot incontesté qui était celui du deutschemark. Mais d'un autre côté, il y a de fortes réticences dans la région à créer des institutions multilatérales.

L'évolution la plus probable est l'usage des monnaies nationales dans les paiements internationaux. Cela conduit à des règlements bilatéraux,

donc à des demandes de toutes les monnaies par les non résidents. Ces demandes vont stimuler l'essor et l'approfondissement des marchés financiers nationaux. Chaque pays devra donc réguler sa liquidité en tenant compte de ce que font les autres. Un intérêt commun à une concertation monétaire minimale devrait ainsi apparaître comme conséquence du développement des marchés de change. Elle pourrait comprendre la définition d'une grille de taux de change régionaux de référence, un examen en commun de l'état des marchés de change aboutissant à des recommandations pour infléchir la politique monétaire de tel ou tel pays, la mise en commun de réserves ou un réseau extensif d'accords de *swaps* entre les banques centrales pour endiguer les crises de liquidité. Ces initiatives suffiraient à établir un système monétaire régional capable de jouer un rôle déterminant dans la concertation globale.

NOTES

1. D'après le FMI, la part du dollar dans les réserves mondiales fin 2002 était de 64,5 %, celle de l'euro de 17,8 %, celle du yen de 4,5 % et celle de la livre sterling de 4,4%.
2. En Chine, la réticence croissante des banques de second rang à détenir les obligations de stérilisation émises par la banque centrale aurait pu mettre en évidence l'une des limites de la stérilisation et son caractère non soutenable à moyen terme. *Financial Times*, (2003). Seulement, le système très centralisé et autoritaire en Chine fait que la plupart des banques ne sont que les bras armés des autorités monétaires.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et B. RZEPKOWSKI (2004), « Les Banques centrales asiatiques et le dollar », *Lettre du Cepii* n° 230, janvier.
- BANK OF ENGLAND, (2003), « Foreign exchange reserve accumulation in Non-Japan Asia », in *The financial stability conjuncture and outlook*, Box 4, *Financial Stability Review*, June 2003.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, (2004), *7th Annual Report*.
- BERGSTEIN F. et WILLIAMSON J. (2003), « Dollar Overvaluation and the World Economy », *Institute for International Economics*, février.
- EDISON A., (2003), « Are foreign exchange reserves in Asia too high? », in *IMF World Economic Outlook*, September, Chap II, pp. 78-92.

EICHENGREEN B., (2004), « Chinese Currency Controversies », University of California, Berkeley, avril 2004. <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/asiancurrencies7apr15-04.pdf>

FERGUSON F., (2004), « Global imbalances », Remarks at the *European Institute Roundtable on Financial and Monetary Affairs*, 23 avril.

FMI, (2004), « The Global Implications of the US Fiscal Deficit and of China's Growth », *World Economic Outlook*, avril pp. 63-82.

FUNG B. et McCAULEY R., (2003), « Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves », *BIS Quarterly Review*, Mars 2003, p. 39-46.

HO C., G. MA et R. N. MC CAULAY, (2004), « The markets for non-deliverable forwards in Asian currencies », *BIS Quarterly Review*, June, p. 81-94.

IMF (2004), « State Bank recapitalization in China », *Global Financial Stability Review*, Chap II, p. 40, mars.

RZEPKOWSKI B., (2004), « Spéculations sur le yuan », *Lettre du Cepii* n° 234, mai.

