



**HAL**  
open science

## **Politique monétaire et taux de change : mesure et contre-mesures**

Elena Stancanelli, Guillaume Chevillon, Hélène Baudchon, Gael Dupont, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Danielle Schweisguth, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Xavier Timbeau, et al.

► **To cite this version:**

Elena Stancanelli, Guillaume Chevillon, Hélène Baudchon, Gael Dupont, Catherine Mathieu, et al.. Politique monétaire et taux de change : mesure et contre-mesures. Revue de l'OFCE, 2005, 93, pp.199 - 223. 10.3917/reof.093.0199 . hal-03458928

**HAL Id: hal-03458928**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03458928v1>**

Submitted on 30 Nov 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# POLITIQUE MONÉTAIRE ET TAUX DE CHANGE: MESURE ET CONTRE-MESURES \*

Département analyse et prévision de l'OFCE

*Il y a un an, l'actualité monétaire portait sur le changement d'orientation des politiques après une longue période d'attentisme. La difficulté était de consolider une reprise fraîchement et laborieusement acquise, tout en signalant que l'ère des liquidités abondantes tirait à sa fin. Au printemps 2005, malgré l'enclenchement d'un nouveau cycle de hausses des taux directeurs, les liquidités abondent toujours, circulent facilement et se placent aussi bien là où le rendement est encore élevé (marchés émergents, matières premières, immobilier, marchés d'actions européens) que sûr (marchés obligataires américains): il n'y a aucune sorte de concurrence entre les besoins de financement. Les banques centrales asiatiques, par l'accumulation de réserves de change, en sont partiellement responsables. Et la croissance la première bénéficiaire. Mais si elle a jusqu'à présent plutôt bien tiré son épingle du jeu, ce n'est pas sans poser problème aux banques centrales, désormais confrontées, en plus d'une situation patrimoniale des ménages fragile, à une flambée des prix du pétrole, à la non-hausse des taux d'intérêt nominaux longs, et au creusement des déséquilibres de la croissance mondiale. Leur tâche est d'autant plus malaisée qu'à partir de ces déséquilibres (excès d'épargne de l'Europe et de l'Asie et déficit des États-Unis) s'est construit un semblant d'équilibre, caractérisé par une confluence d'intérêts (les croissances asiatiques et américaine s'auto-entretiennent). Or, cet équilibre doit être reconfiguré pour assurer la soutenabilité et la pérennité de la croissance mondiale.*

*À l'horizon 2006, toutes les banques centrales ne sont pas logées à la même enseigne, et c'est la Réserve fédérale qui a la plus lourde responsabilité, même si, côté asiatique, il y a aussi fort à faire. La difficulté pour la Banque centrale américaine sera d'achever le resserrement de sa politique monétaire, sans trop durcir les conditions monétaires et financières (c'est-à-dire sans dégonfler brutalement les bulles ou booms existant sur les différents marchés), mais suffisamment pour réduire le déficit d'épargne des États-Unis. Et donc préserver le dollar. Nos prévisions débouchent sur un taux des Federal Funds à 4 % fin 2005, des taux d'intérêt nominaux à 10 ans à 5 % fin 2006, une parité euro/dollar à 1,34 fin 2005 mais à 1,25 fin 2006. La Banque centrale européenne (BCE) apporterait son concours en maintenant son taux directeur inchangé à 2 %. Les banques centrales asiatiques devront, quant à elles, faire face à la montée des coûts inhérents à une politique de change active, et la Banque populaire de Chine devra parvenir à imposer son rythme aux attentes d'un changement de son régime de change.*

\* Cette partie a été principalement rédigée par Hélène Baudchon.

Depuis l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000, l'action des politiques économiques et la réaction des marchés financiers ont interagi de telle sorte qu'au printemps 2005, l'état général de la conjoncture est satisfaisant mais source d'inquiétudes. Le contre-choc de la « nouvelle économie » est passé mais le nouveau cycle de croissance ne se déroule pas dans les règles : la reprise a tardé aux États-Unis, elle reste molle dans la zone euro, et la phase de croissance est reportée à une date ultérieure pour la zone euro et mal engagée pour les États-Unis. La raison principale en est que si l'ampleur de la récession aux États-Unis en 2001 a été atténuée grâce à la détente des conditions monétaires et à l'impulsion budgétaire, et si le reste du monde en a profité, le relâchement du *policy mix* américain n'a pas été sans effets indésirables.

Il a en effet contrecarré le processus d'assainissement inhérent à toute phase de récession, et donc certains des déséquilibres hérités de la phase de blocage n'ont pas été corrigés. C'est le cas du déficit courant américain et de l'endettement des ménages. La persistance de ces deux déséquilibres sape non seulement les bases de la croissance future mais aussi les marges de manœuvre de la politique économique américaine. Pour être tout à fait exact, la Réserve fédérale et l'administration Bush n'ont, aujourd'hui, pas droit à l'erreur. Le resserrement coordonné de la politique économique doit être à la fois prudent et conséquent : il s'agit de ne pas paniquer les ménages ni les marchés financiers et d'obtenir l'effet attendu d'un rééquilibrage de la croissance, et donc rassurer le reste du monde et les marchés financiers de la prise en main des déficits.

De l'autre côté de l'Atlantique, les marges de manœuvre de la politique économique sont, comparativement, bien moins étroites, et l'enjeu autre, mais il est aussi de taille puisqu'il s'agit de sortir la zone euro de son atonie. La BCE y contribuerait en ne modifiant pas sa politique. Le cas du Royaume-Uni est, comme toujours, singulier. Pour la Banque d'Angleterre, la pression vient du choix qu'elle a à faire entre l'attentisme, resserrer d'un cran supplémentaire sa politique monétaire ou, au contraire, la desserrer. Notre hypothèse est qu'elle privilégiera le *statu quo*<sup>1</sup>. De l'autre côté du Pacifique, ce serait également le *statu quo* tant une sortie imminente du Japon de la déflation apparaît de nouveau peu probable<sup>2</sup>.

1. Voir dans ce dossier la fiche « Royaume-Uni : attention à la marche ».

2. Voir dans ce dossier la fiche « Japon : soleil couchant ».

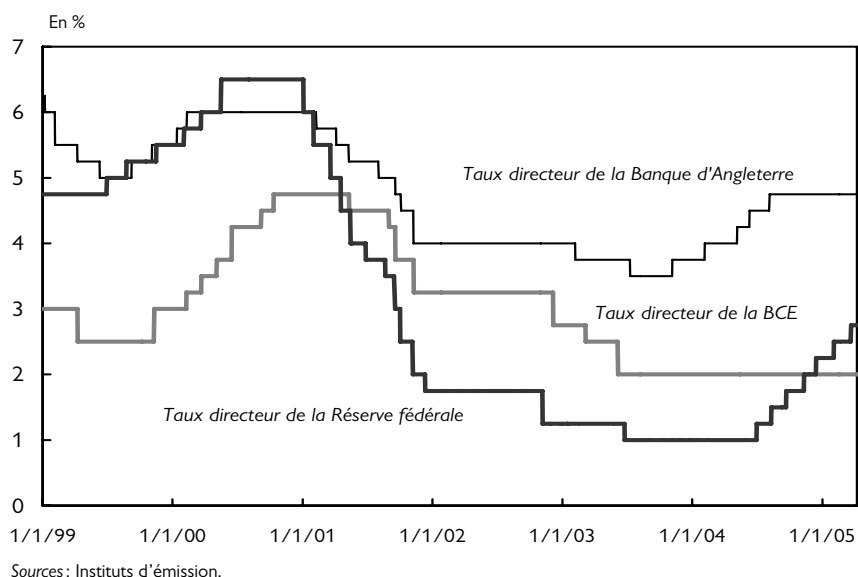
À l'horizon 2006, le seul véritable changement à attendre en matière de politique monétaire viendrait donc des États-Unis. Le scénario central retenu est celui d'une hausse du taux directeur de la Réserve fédérale de 2,75 % fin mars à 4 % d'ici la fin 2005, sans autre modification ensuite. Les taux d'intérêt nominaux à 10 ans suivraient ce mouvement, mais dans une amplitude moindre et de manière plus étalée dans le temps, passant de 4,5 % début avril à 5 % fin 2006. En 2005, la parité euro/dollar serait encore prise sous des vents contraires, l'absence d'amélioration tangible du déficit courant américain jouant en faveur de l'euro mais le creusement du différentiel de taux d'intérêt jouant en faveur du dollar. Courant 2006, les vents souffleraient dans la même direction: l'appréciation du dollar. Partant de 1,29 dollar pour 1 euro début avril, la parité euro/dollar atteindrait d'abord 1,34 fin 2005 avant de revenir à 1,25 fin 2006.

## Politiques monétaires: impacts à confirmer

### Contexte général des décisions récentes: *bis repetita*

En janvier de l'année dernière, en annonçant qu'elle pouvait être patiente avant de mettre un terme à sa politique monétaire accommodante, la Réserve fédérale enclenchait le compte à rebours d'un resserrement très attendu. En mai 2004, elle apportait une précision supplémentaire, à savoir qu'il se ferait à un rythme probablement mesuré. Cela a de fait été le cas, et pourtant, ses chances de réussite étaient minces tant les incertitudes étaient grandes sur l'impact de ce resserrement sur la croissance alors même que les prix du pétrole flambaient. Il y a un an, comme il y a six mois, une prudence extrême était de rigueur et le resserrement anticipé se cumulait à 125 points de base fin 2005. Mais la croissance résistant et l'inflation restant sous contrôle, celui-ci se monte d'ores et déjà à 175 points de base. En effet, depuis la première hausse du 30 juin 2004, six autres ont suivi (soit à chaque réunion de la Réserve fédérale), toutes d'un quart de point. À l'issue du dernier FOMC (*Federal Open Market Committee*) en date (22 mars 2005), le taux des *Federal Funds* se situe ainsi à 2,75 %, désormais bien au-dessus du taux directeur de la BCE et 200 points de base en dessous de celui de la Banque d'Angleterre (graphique 1).

1. Taux d'intérêt directeurs



Que la Réserve fédérale agisse plus vite que prévu est plutôt une bonne nouvelle. Cela lui permet en effet de rapidement normaliser une politique à l'origine exceptionnellement accommodante. Cela signifie aussi que la croissance absorbe sans problème évident le changement, et que les marchés obligataires continuent de bien y réagir. Pourtant, ce succès cache un échec. Si, compte tenu des longs délais de transmission, il n'est pas anormal de ne voir encore aucune trace sur la croissance du resserrement amorcé il y a presque un an, il est surprenant que les taux d'intérêt longs n'aient pas plus augmenté. Et, en ne montant pas, ils jouent le rôle inverse de celui attendu, et contrecarrent donc les efforts de la Réserve fédérale : ils continuent de soutenir la croissance (et concourent ainsi au creusement du déficit courant) au lieu de la ralentir. Bien qu'elle ait déjà significativement augmenté son taux directeur, la Réserve fédérale est ainsi confrontée, au printemps 2005, exactement aux mêmes problèmes qu'il y a un an, à savoir freiner en douceur l'endettement des ménages et cesser d'alimenter le *boom* immobilier et obligataire.

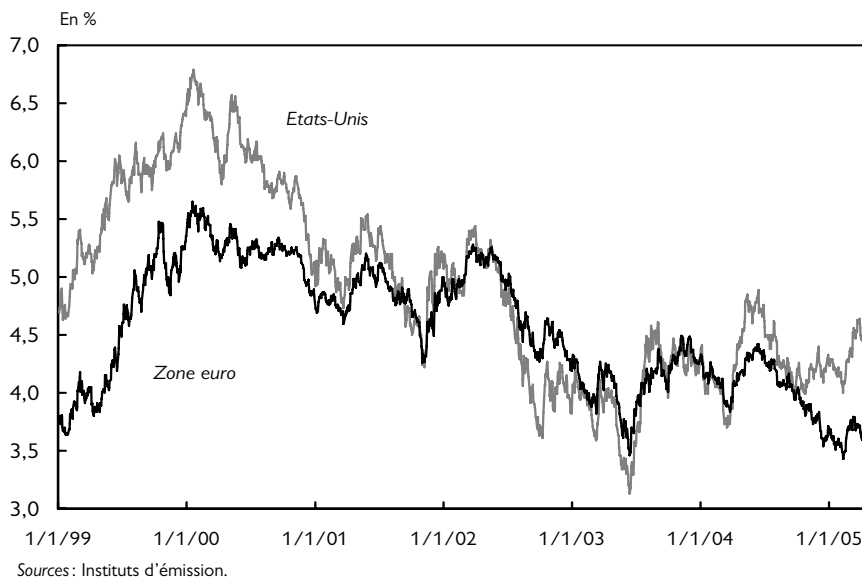
La progression de l'encours de dette hypothécaire, qui s'était modérée entre la fin 2003 et la mi-2004, a, en effet, de nouveau bondi, atteignant 13,5 % en glissement au quatrième trimestre 2004, rythme méconnu depuis la fin des années 1980. Et les crédits à la consommation ont quitté la voie du ralentissement sur laquelle ils étaient pourtant depuis début 2001. En deux ans (début 2001-début 2003), leur rythme de croissance était passé de 11,5 à 4 %. Mais la baisse continue sur cette même période des taux d'intérêt a eu raison de cette modération, et la croissance des crédits à la consommation a,

depuis, regagné un point. La dette des ménages américains représente ainsi, fin 2004, près de 125 % de leur revenu disponible, mais, rapportée à leur patrimoine, elle n'en représente que 20 %. La richesse nette des ménages américains est équivalente à trois fois leur revenu.

Du côté de la zone euro, un soutien de la croissance par le canal du taux d'intérêt et du crédit est également à l'œuvre mais dans un nombre trop limité de pays pour qu'au niveau agrégé le résultat soit probant. Les inquiétudes que la BCE manifeste à l'égard de l'évolution de l'endettement ne sont pas justifiées tant la zone euro peine à consolider sa reprise. De même, l'attention qu'elle porte à l'enclenchement éventuel d'une spirale prix-salaires causée par la hausse des prix du pétrole semble exagérée. De ce point de vue, la Réserve fédérale, et peut-être aussi la Banque d'Angleterre, ont plus de soucis à se faire.

Dans la mesure où l'inflation est revenue dans les limites de l'acceptable pour la BCE (avec une inflation en glissement de 2,1 % depuis le début de l'année), la Banque centrale n'a pas eu, au cours des six derniers mois, de raisons d'infléchir sa politique monétaire. Son taux directeur se situe ainsi à 2 % depuis bientôt deux ans. Et dans la mesure où, malgré un certain flottement dans ses discours, la question de l'ampleur du resserrement à venir ne se pose pas, c'est donc (presque) en toute logique que les taux longs européens ont plus baissé que les taux américains, passant de 4,4 % à la mi-2004 à 3,5 % début février 2005 tandis qu'outre-Atlantique ils passaient de 4,9 à 4 % (graphique 2). La déconnexion est nouvelle et profiterait à la zone euro si elle persistait. L'hypothèse est faite que ce sera le cas à l'horizon 2006.

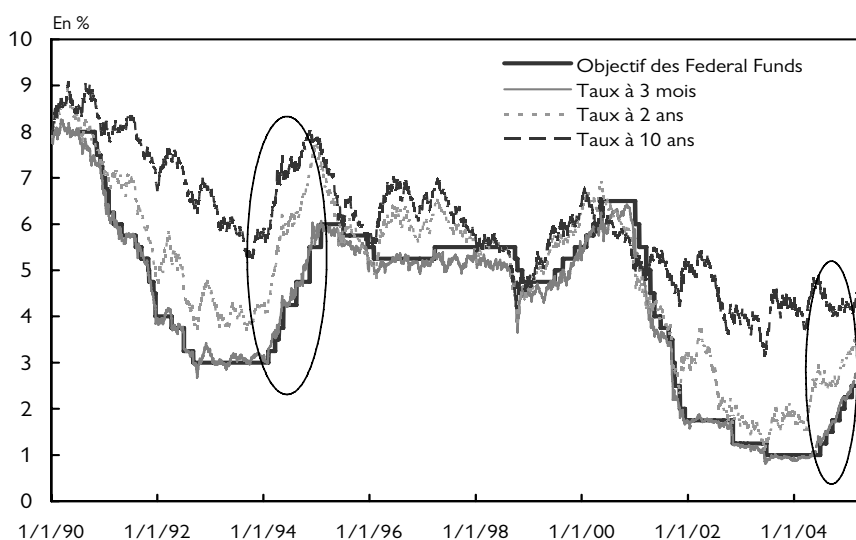
## 2. Taux d'intérêt nominaux à 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro



## L'énigme des taux longs: excès de liquidités, excès de crédibilité

Depuis que la Réserve fédérale a enclenché la phase de resserrement de sa politique monétaire début 2004, les taux d'intérêt longs n'ont pas toujours suivi le chemin qui leur était tracé. Ils sont montés juste avant la première hausse du taux des *Federal Funds* (de 110 points de base environ entre la fin mars 2004 (3,8 %) et la mi-juin 2004 (4,9 %)), mais une fois celle-ci passée, ils ont rebaisé jusqu'à 4 % fin septembre 2004, et n'ont pas vraiment décollé de ce niveau durant les quatre mois qui ont suivi (graphique 3). Un nouveau mouvement à la hausse s'est dessiné de la mi-février à la fin mars 2005 (de 4,1 à 4,6 %), suscité par l'appréhension d'une politique monétaire plus active, elle-même provoquée par la perception que les risques sur l'inflation sont à la hausse<sup>3</sup>. C'est donc sur ce qui s'est passé (ou plus exactement ce qui ne s'est pas passé) entre la mi-juin 2004 et la mi-février 2005 qu'il faut s'interroger. De 4,2 % en moyenne sur cette période, le niveau des taux d'intérêt nominaux à 10 ans est effectivement nettement en deçà des anticipations de croissance nominale, même les plus pessimistes.

3. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis



Note : Les dates retenues sont celles des six derniers FOMC, du dernier point connu et du dernier point de la prévision.  
Source : Réserve fédérale.

3. Très exactement, l'élément déclencheur de cette remontée a été le commentaire de Greenspan dans son discours du 16 février 2005 selon lequel « le comportement non anticipé des marchés obligataires reste une énigme » (*Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*). Réagissant à un regain d'incertitudes sur le dynamisme de la croissance américaine, les taux d'intérêt longs sont néanmoins revenus à 4,4 % dans les premiers jours d'avril.

D'un autre côté, les taux longs n'ayant, de loin, pas autant baissé que les taux courts entre le début 2001 et la mi-2003, ni autant que lors du précédent cycle de baisses 1989-1992, il semble moins anormal que la normalisation du niveau des uns n'entraîne pas nécessairement la hausse des autres (tableau 1).

## 1. Comparaison des cycles de hausses et de baisses des taux d'intérêt

	Taux directeur			Taux à 10 ans		
	Point de départ (en %)	Point d'arrivée (en %)	Variation cumulée (pb)	Point de départ (en %)	Point d'arrivée (en %)	Variation cumulée (pb)
<b>Cycle précédent</b>						
Baisses (03/1989– 09/1992)	10 %	3 %	– 700	9,4 %	6,4 %	– 300
Attentisme (10/1992– 01/1994)	3 %	3 %		6,6 %	5,75 %	– 85
Hausses (02/1994– 02/1995)	3 %	6 %	+ 300	6 %	7,5 %	+ 150
<b>Dernier cycle</b>						
Baisses (01/2001– 06/2003)	6,5 %	1 %	– 550	5,2 %	3,3 %	– 190
Attentisme (07/2003– 05/2004)	1 %	1 %		4 %	4,7 %	+ 70
Hausses (06/2004– 11/2005)	1 %	4 %	+ 300	4,7 %	4,8 %	10

Sources : Réserve fédérale, prévision OFCE avril 2005.

La relative stabilité des taux d'intérêt longs serait aussi globalement à attribuer à l'abondance de liquidités dans le monde, à laquelle contribue l'accumulation de réserves de change par les banques centrales asiatiques. À cet effet mécanique classique d'un excès de l'épargne sur l'investissement (et de son pendant, une demande de titres obligataires supérieure à l'offre) s'ajoute un excès de crédibilité de la Réserve fédérale. Par là, on entend un excès de confiance à son égard. Son approche par le *risk management* prend une nouvelle tournure<sup>4</sup>:

4. À l'origine (printemps 2003), il s'agissait de faire baisser les taux longs alors qu'il n'y avait guère plus de marges de manœuvre à la baisse sur les taux courts; ensuite (automne 2003 – hiver 2004), il s'était agi d'en maîtriser la remontée une fois les craintes déflationnistes écartées.



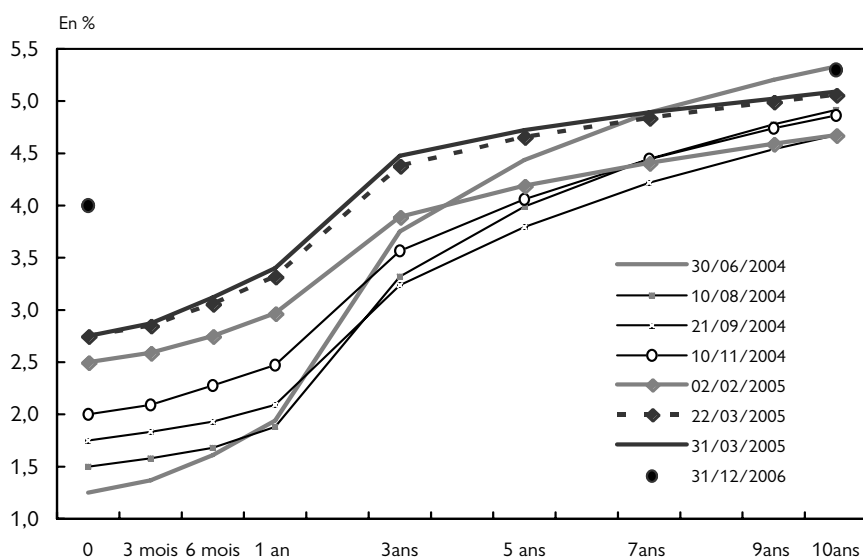
les marchés obligataires atténuent l'impact de la politique monétaire au lieu de l'amplifier, car ils sont conscients de la difficulté de l'exercice qui est imposé à la Réserve fédérale pour maintenir l'équilibre précaire sur lequel est basé la croissance. À savoir: se coordonner avec la politique budgétaire (c'est-à-dire cautionner le manque passé de discipline et soutenir les efforts annoncés), relativiser l'insoutenabilité du déficit courant américain et laisser faire le marché des changes en ce qui concerne le dollar. Les anticipations d'inflation restent malgré tout bien ancrées et les anticipations de croissance confiantes.

## Prévisions à l'horizon 2006

### États-Unis: terminus

La stabilité des taux longs face à la remontée des taux courts implique un aplatissement marqué de la courbe des taux (graphique 4). Or, en tant qu'indicateur avancé de la croissance, un tel aplatissement n'est habituellement pas d'un très bon présage pour la croissance américaine. Le fait qu'il découle pour une part de la baisse des taux longs permet néanmoins de relativiser et modérer l'impact négatif attendu de la hausse des taux courts sur la croissance. À toute chose malheur est bon!

4. États-Unis : courbe des taux



Sources : Datastream, prévision OFCE avril 2005.

Mais le chemin qui reste à la Réserve fédérale à parcourir n'en est pas rendu plus facile car il lui faut diagnostiquer correctement les tendances inflationnistes à l'œuvre pour fixer le point d'arrivée du resserrement et, simultanément, garder le contrôle de la remontée des taux longs pour garder celui du nécessaire ralentissement de l'endettement des ménages.

L'accélération de l'inflation n'est pas que d'origine pétrolière puisque l'inflation sous-jacente a aussi accéléré. En glissement sur un an, mesurée à partir du déflateur de la consommation, l'inflation sous-jacente est en effet passée de 1 % en septembre 2003 (point bas) à 1,7 % en novembre 2004, et oscille entre 1,5 et 1,6 % depuis, tandis que l'inflation totale passait de 1,8 à 2,7 % puis ralentissait à 2,3 % en février 2005<sup>5</sup>. Cette accélération est la conséquence logique de la fermeture quasi-complète de l'écart de production entre 2003 et 2004. Néanmoins, à l'horizon 2006, sous l'hypothèse d'une stabilisation des prix du pétrole autour de 45 dollars, l'évolution de l'inflation et la réaction de la politique monétaire sont moins conditionnées par l'évolution future de cet écart de production que par celle du taux de chômage et des gains de productivité<sup>6</sup>. À court terme, l'incertitude semble plus grande sur la significativité du taux de chômage en tant que mesure des ressources encore disponibles que sur celle de l'écart de production. Des doutes persistent en effet quant au niveau actuel du réservoir de main-d'œuvre et, de ce niveau, dépend l'ampleur de la baisse du taux de chômage. La prévision d'une remontée du taux directeur jusque 4 % fin 2005 est cohérente avec une baisse modérée du taux de chômage résultant d'un nombre croissant de personnes retournant sur le marché du travail et d'un rythme moyen de créations d'emplois<sup>7</sup>. Les gains de productivité seraient réduits à environ 2 % par an, soit un rythme encore suffisant pour que, combinés à la pression de la concurrence, les tensions inflationnistes restent limitées, et étouffées par le resserrement de la politique monétaire. Encore proche de 3 % en 2005 (d'après l'IPC), l'inflation ralentirait à 2,4 % en moyenne en 2006, soit son rythme moyen des dix dernières années.

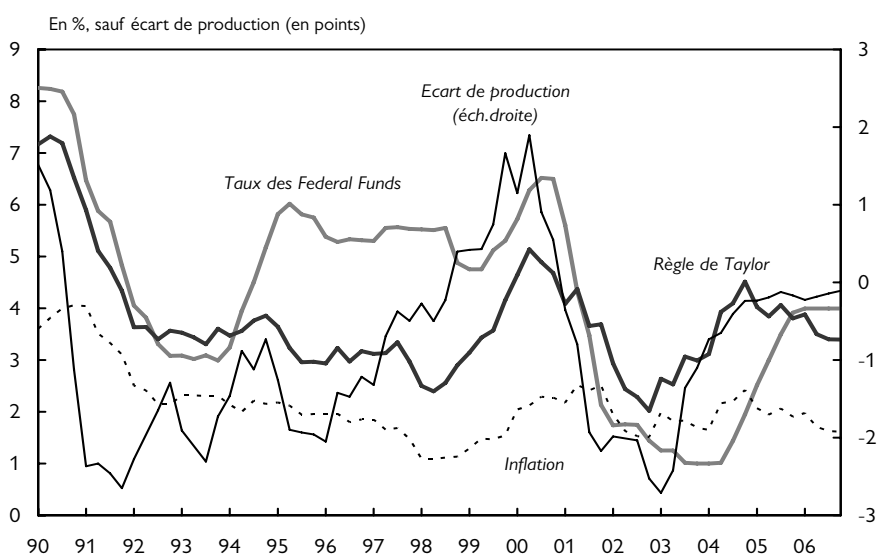
Compte tenu du point de départ exceptionnellement bas, arrêter le point d'arrivée au niveau du taux d'intérêt neutre implique déjà un resserrement substantiel de la politique monétaire. Dans cette prévision, la limite a été fixée à 4 % et serait atteinte fin 2005 : à cette date et à ce niveau, le taux des *Federal Funds* rejoindrait le taux suggéré par une règle de Taylor (graphique 5). Et la hausse cumulée depuis juin 2004 atteindrait 300 points de base, dont 125 entre avril et la fin 2005.

5. Mesurée à partir de l'indice des prix à la consommation (IPC), l'inflation sous-jacente est passée de 1,2 % en septembre 2003 à 2,2 % en novembre 2004, rythme qu'elle a conservé jusqu'en février 2005, tandis que l'inflation totale passait de 2,3 à 3,6 % puis ralentissait à 2,9 %.

6. Cf. par exemple les remarques du gouverneur B. S. Bernanke (19 janvier 2005) et celles du vice-président de la Réserve fédérale R. W. Ferguson Jr. (7 janvier 2005).

7. Voir dans ce dossier la fiche « États-Unis: la dernière chance ».

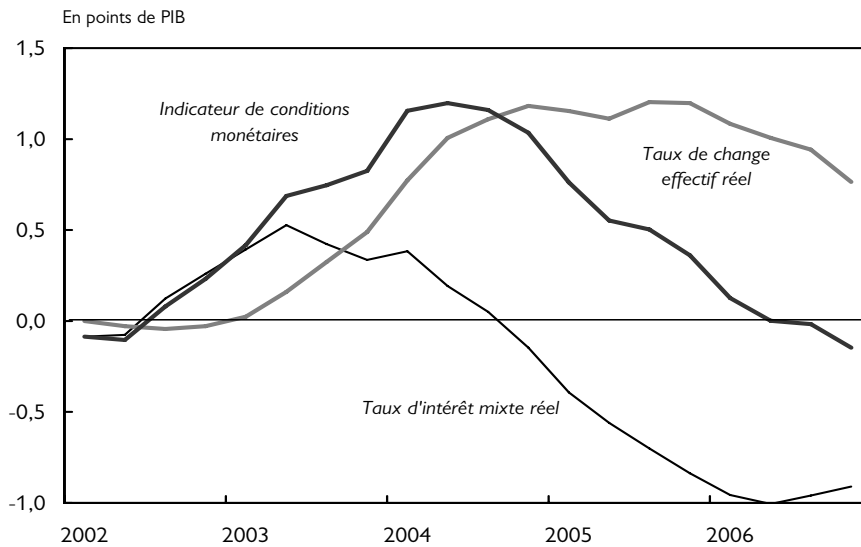
5. Règle de Taylor aux États-Unis \*



\* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor :  $i = 2 + \bar{p} + 0,5(\bar{p} - 2) + 0,5gap$  avec  $i$  le taux directeur de la Réserve fédérale ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ;  $\bar{p}$  l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par le déflateur du PIB ;  $(\bar{p} - 2)$  l'écart de l'inflation à la cible implicite de 2 % de la Réserve fédérale ;  $gap$  l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).  
Sources : BEA, Réserve fédérale, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2005.

À l'horizon 2006, les taux d'intérêt longs remonteraient moins que le taux directeur, contribuant à la poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux (avec un écart final entre les deux de 100 points de base). Leur hausse, très progressive, se cumulerait à 80 points de base entre leur point bas de février 2005 (4,2 %) et la fin 2006 (5 %). Si l'on admet qu'une partie de la hausse accompagnant le cycle actuel a en fait eu lieu pendant la phase d'attentisme de la politique monétaire (à savoir + 70 points de base entre juillet 2003 et mai 2004), la remontée des taux longs atteindrait en définitive 150 points de base, soit une ampleur similaire à celle du précédent cycle de resserrement de la politique monétaire en 1994. Cette hausse suffirait à amorcer un lent redressement du taux d'épargne des ménages et un ralentissement graduel de leur endettement, et donc de leurs dépenses de consommation et d'investissement. Cela contribuerait à ramener, puis maintenir, la croissance en volume proche de son rythme potentiel, et la croissance nominale en ligne avec le niveau des taux d'intérêt longs. Avec des taux d'intérêt réels courts et longs proches, respectivement, de 2 et 3 %, cela marque aussi la fin d'une ère, celle de la politique monétaire accommodante (graphique 6). Et peut-être le début d'une autre, celle de l'ajustement progressif des déséquilibres américains.

## 6. Composantes de l'indicateur de conditions monétaires aux États-Unis



Sources : calculs et prévision OFCE avril 2005.

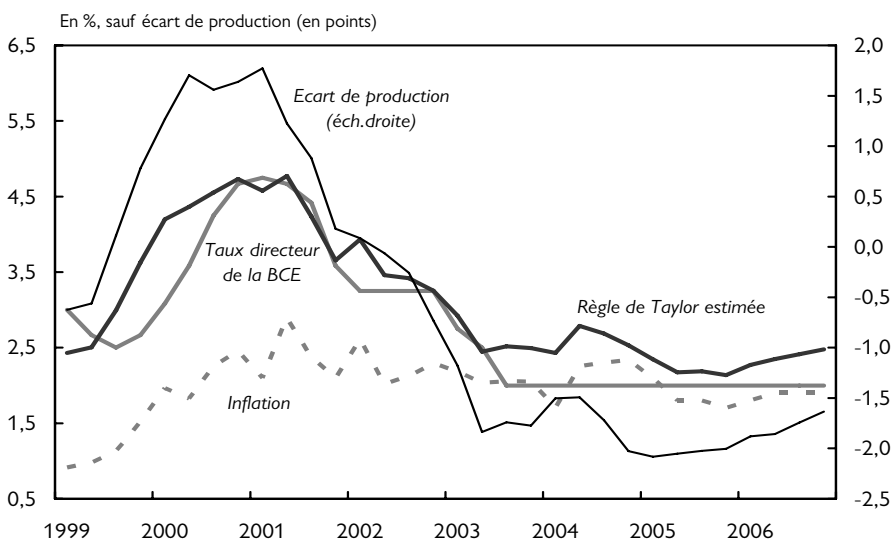
### Zone euro: contre-courants

Si la Réserve fédérale semble ne pas avoir le choix (il lui faut continuer de resserrer sa politique), la BCE a, elle, le choix entre modifier ou non sa politique, c'est-à-dire entre dogmatisme et pragmatisme. La tonalité de son discours naviguant sans cesse entre les deux, l'orientation de sa politique à l'horizon 2006 n'est pas claire. De ce fait, bien que, début avril, une hausse soit anticipée par les marchés (un demi-point d'ici la fin 2005), nous privilégions l'hypothèse du *statu quo*. En effet, cette anticipation des marchés se fonde sur l'analyse dogmatique et relativement optimiste de la BCE de la conjoncture économique de la zone euro. Notre propre scénario ne l'est pas autant, bien qu'aboutissant à des prévisions proches (1,5 % de croissance en moyenne annuelle en 2005 et 2,1 % en 2006). Les principaux arguments plaidant pour le *statu quo* sont que l'inflation serait en deçà de la cible de la BCE, en 2005 comme en 2006 (1,9 % en moyenne annuelle les deux années); que l'écart de production, très négatif, ne ferait qu'amorcer un mouvement de fermeture; qu'il persisterait une certaine diversité des situations nationales.

Certes, ce serait ne pas suivre ce que suggère une règle de Taylor (graphique 7). De plus, au nom de la stabilité de l'ensemble du système financier, la BCE pourrait préférer prévenir tout risque de dégonflement

soudain des bulles ou *booms* immobiliers. Enfin, au nom de la stabilité macroéconomique et de la cohésion de la gouvernance économique européenne, elle a fait comprendre, suite à l'assouplissement des règles du PSC, qu'elle resterait vigilante et prête à augmenter ses taux pour répondre à tout manquement à la discipline budgétaire. Mais, dans un cas comme dans l'autre, ces arguments peuvent être réfutés, et un resserrement ne semble pas nécessaire à l'horizon 2006. L'écart de production est loin d'être refermé et invite à temporiser encore pour que les bénéfices de la politique monétaire accommodante se diffusent jusque dans les pays qui y ont été insensibles jusqu'à présent, et consolident, dans ceux où elle a mordu, les bases d'une croissance autonome. La progression de l'endettement des ménages sera d'autant plus soutenable que la BCE ne met aucun frein à l'expansion, s'appuie sur le jeu des effets richesse pour stimuler plus encore l'activité, et encourage les ménages, plus confiants, à baisser leur taux d'épargne. Enfin, les réactions éphémères des marchés obligataires européens à la réforme du PSC ou aux diverses mises en garde de la Commission pour déficits excessifs sembleraient indiquer qu'ils ne s'inquiètent pas plus que par le passé d'un éventuel dérapage budgétaire. De plus, en 2005 comme en 2006, l'impulsion budgétaire au niveau de la zone est attendue négative. Resserrer aussi la politique monétaire serait faire preuve d'un manque de coordination.

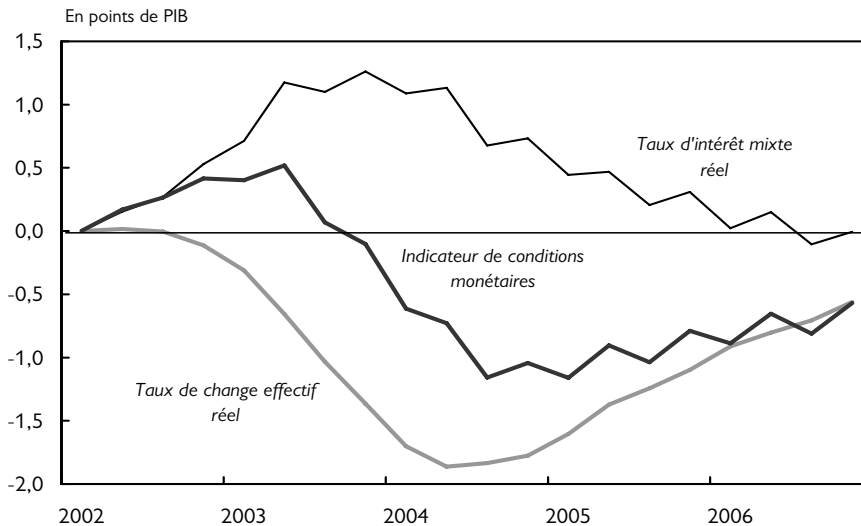
7. Règle de Taylor dans la zone euro \*



\* La règle estimée est la suivante :  $i = 1 + 0,6(\dot{p} - 2) + 0,6gap$  avec  $i$  le taux directeur de la BCE ; 1 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ;  $p$  l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'IPCH ;  $(p - 2)$  l'écart de l'inflation à la cible de 2 % de la BCE ;  $gap$  l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).  
Sources : Eurostat, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2005.

Malgré le *statu quo* sur les taux courts, les effets bénéfiques de leur bas niveau s'épuiseraient à l'horizon 2006 avec le ralentissement de l'inflation et la légère remontée des taux d'intérêt longs. Passant de 3,6 % début avril à 4 % fin 2006, ceux-ci ne feraient que revenir en ligne avec les anticipations de croissance et d'inflation. Mais les conditions monétaires ne se détendraient que peu alors que les effets de l'appréciation de l'euro ne grèveraient plus la croissance (graphique 8).

#### 8. Composantes de l'indicateur de conditions monétaires dans la zone euro



Sources : calculs et prévision OFCE avril 2005.

## Taux de change: entre pression et coopération

### Retour de la versatilité

Après neuf mois de calme relatif entre janvier et la mi-octobre 2004, les turbulences ont repris sur le marché des changes. L'élément déclencheur a été la nouvelle poussée des prix du pétrole durant les deux dernières semaines d'octobre 2004. Ensuite, la réélection de G. W. Bush a réveillé les inquiétudes sur la soutenabilité du déficit courant américain. La parité euro/dollar est ainsi grimpée jusqu'à 1,36 dollar pour 1 euro le 30 décembre 2004, gagnant 10 % en l'espace d'à peine trois mois. Et, fait nouveau durant cette courte période, l'appréciation de l'euro n'est pas restée un cas isolé (tableau 2). Mais, aussitôt enclenché, cet élan général à la baisse du billet vert s'est aussi vite estompé, laissant d'abord la place à une courte phase de hausse du

dollar (entre janvier et début février 2005), à laquelle a rapidement succédé un nouvel accès de faiblesse (jusque début mars), puis de nouveau un sursaut (jusque début avril).

## 2. Zoom sur l'évolution récente de quelques parités vis-à-vis du dollar \*

En % (données quotidiennes)

	Fév. 2002 – début avril 2005	Fév. 2002 – mi-oct. 2004	Mi-oct. – déc. 2004	Janv. – 7 fév. 2005	7 fév. – 11 mars 2005	11 mars – 8 avril 2005
Taux de change effectif nominal du dollar	- 15	- 12	- 5	+ 2	- 2	+ 2
Euro (18 %)	+ 50	+ 42	+ 10	- 6	+ 5	- 4
Dollar canadien (16 %)	+ 30	+ 26	+ 4	- 4	+ 4	- 2
Yen (11 %)	+ 24	+ 22	+ 6	- 1	+ 1	- 4
Peso mexicain (10 %)	- 18	- 19	+ 1	+ 0	+ 1	- 1
Livre sterling (5 %)	+ 33	+ 26	+ 7	- 3	+ 4	- 2
Won coréen (4 %)	+ 30	+ 15	+ 10	+ 1	+ 3	- 2
Dollar de Taiwan (3 %)	+ 11	+ 3	+ 6	+ 1	+ 3	- 3
Dollar de Singapour (2 %)	+ 11	+ 9	+ 3	- 0	+ 1	- 2
Franc suisse (1 %)	+ 43	+ 36	+ 10	- 7	+ 6	- 4

\* Entre parenthèses, poids des monnaies dans le taux de change effectif du dollar.

Lecture du tableau : une variation négative (positive) du taux de change effectif nominal correspond à une baisse (hausse) du dollar ; une variation négative (positive) des parités bilatérales correspond à une baisse (hausse) de la devise et donc à une hausse (baisse) du dollar.

Source : Réserve fédérale.

À l'attention habituellement portée par le marché des changes à la tonalité du discours de la Réserve fédérale s'est greffée, au cours de ces quelques mois, une hyper-sensibilité aux rumeurs de diversification des portefeuilles privés et des réserves accumulées par les banques centrales et de changement de régime de change en Chine (voir encadré sur les différentes options). Ainsi, le dollar a d'abord profité, en tout début d'année, des propos rassurants d'Alan Greenspan sur la soutenabilité du déficit courant et sur la volonté affichée de l'administration Bush de renouer avec une plus grande discipline budgétaire. Courant mars, ce sont les anticipations d'un resserrement plus agressif de la politique monétaire qui l'ont soutenu. La parité euro/dollar est donc redescendue

jusqu'à 1,28 dollar pour 1 euro. Mais, entre temps, une fois l'« effet Greenspan » dissipé, les inquiétudes habituelles ont prédominé, exacerbées par une erreur de communication de la part de la Banque de Corée à propos de sa stratégie de diversification de ses réserves (qui a fait craindre une vente massive de dollars), repoussant la parité euro/dollar vers la barre des 1,35 dollar pour 1 euro.

## Le poids des réserves des banques centrales

Si elles s'expliquent, ces oscillations du marché des change rendent néanmoins plus incertaine encore l'évolution future du dollar, tant le jeu des marchés financiers et la pression des déterminants du taux de change se télescopent. Le déficit courant américain ne cesse de se creuser mais son financement reste assuré, grâce en partie aux entrées nettes de capitaux officiels (dont les interventions des banques centrales asiatiques) mais aussi par des entrées nettes de capitaux privés venant d'Asie et d'ailleurs (tableaux 3, 4 et 5).

### 3. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars, données cvs annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 S1	2004 S2
<b>Compte courant</b>	- 413	- 386	- 474	- 531	- 624	- 708
Compte de capital	- 1	- 1	- 1	- 3	- 1	- 2
Compte financier	477	416	570	546	606	625
<b>Entrées nettes de K longs</b>	477	366	472	425	705	640
Investissements directs	162	25	- 62	- 134	- 121	- 145
<i>Sortants</i>	- 159	- 142	- 135	- 174	- 208	- 289
<i>Entrants</i>	321	167	72	40	87	144
Investissements de portefeuille	273	319	423	309	419	473
<i>Sortants</i>	- 122	- 85	16	- 72	- 87	- 95
<i>Entrants</i>	395	403	407	381	506	568
Titres publics	- 70	- 14	100	113	190	26
Titres autres que publics	460	394	286	251	302	526
Actions	192	120	56	37	12	101
Obligations	267	274	229	214	290	426
Autres	5	24	22	17	14	16
Entrées nettes de K officiels	42	23	111	251	407	311
<b>Entrées nettes de K courts</b>	0	50	99	120	- 99	- 15
Erreurs et omissions nettes *	- 63	- 29	- 95	- 12	20	84

\* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : Bureau of Economic Analysis.



4. Origine institutionnelle des achats nets de titres longs américains \*

En milliards de dollars, données annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 S1	2004 S2
<b>Total</b> <sup>1</sup>	457	521	548	746	953	878
Titres obligataires du Trésor	- 54	19	120	274	502	212
Titres obligataires des agences gouvernementales	153	164	195	165	222	243
Obligations privées américaines	184	222	182	269	239	363
Actions américaines	175	116	50	38	- 9	60
<b>Institutions officielles</b>	38	26	40	143	282	190
Titres obligataires du Trésor	- 6	3	7	113	255	151
Titres obligataires des agences gouvernementales	41	17	29	24	19	21
Obligations privées américaines	2	4	6	6	8	15
Actions américaines	1	2	- 2	- 0	- 0	3
<b>Investisseurs privés</b>	421	495	506	603	668	685
Titres obligataires du Trésor	- 47	16	111	161	245	60
Titres obligataires des agences gouvernementales	112	147	167	142	202	221
Obligations privées américaines	182	218	176	262	229	347
Actions américaines	174	114	52	38	- 8	57

\* Ces chiffres ne sont pas strictement égaux à ceux publiés dans la balance des paiements, ces derniers étant retravaillés et harmonisés par le BEA.

1. Y compris organisations internationales et régionales.

Source : Trésor américain.

## 5. Origine géographique des achats nets de titres longs américains

En milliards de dollars, données annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 S1	2004 S2
<b>Royaume-Uni</b>	166	184	187	169	156	338
Titres obligataires du Trésor	- 34	- 7	62	36	78	83
Titres obligataires des agences gouvernementales	30	44	33	25	43	64
Obligations privées américaines	111	109	77	107	44	152
Actions américaines	59	38	15	1	- 9	39
<b>Europe hors Royaume-Uni</b>	129	79	57	120	101	124
Titres obligataires du Trésor	- 17	- 13	- 18	18	- 2	27
Titres obligataires des agences gouvernementales	23	17	23	15	26	36
Obligations privées américaines	17	26	34	63	66	63
Actions américaines	106	50	18	23	11	- 1
<b>Japon</b>	52	57	91	179	328	161
Titres obligataires du Trésor	11	16	30	148	255	78
Titres obligataires des agences gouvernementales	24	28	38	22	42	47
Obligations privées américaines	16	6	11	11	32	28
Actions américaines	2	7	12	- 2	- 2	7
<b>Asie hors Japon</b>	52	111	109	119	116	146
Titres obligataires du Trésor	- 9	20	25	35	35	62
Titres obligataires des agences gouvernementales	35	54	60	61	58	46
Obligations privées américaines	7	22	16	18	17	37
Actions américaines	20	16	9	5	7	1

Source : Trésor américain.

Le besoin de financement des États-Unis exerce bien une pression à la baisse sur le dollar depuis 2002, mais elle est contrée par la volonté des pays d'Asie de contrôler l'appréciation de leur propre monnaie. La sanction du marché des changes est en définitive modeste en termes de taux de change effectif (- 15 % en réel comme en nominal). Pour autant, la pression pour laisser filer le dollar est certaine. Bien qu'on pourrait également s'attendre à une sanction des marchés obligataires, rien de tel n'est observable. L'absence de hausse soutenue des taux d'intérêt est, pour partie, due à l'accumulation de réserves de change par les banques centrales asiatiques (et donc, partiellement, à leurs interventions, dont elles investissent le produit en titres obligataires américains). Le déficit courant américain n'en est que plus difficile à contenir. En effet, aucun des deux canaux de son ajustement n'est opérationnel: pas de hausse des taux longs, donc pas de freinage de la demande intérieure; pas assez de baisse du dollar, donc pas de contribution positive du commerce extérieur.

Après trois années de dépréciation du dollar, on attend donc toujours un début de correction de ce déséquilibre. Et, à cette attente, s'en est superposée une autre : quand et comment les pays d'Asie vont mettre un terme à leur politique de change. Le problème est que, d'une part, les intérêts de l'Asie (soutien de la croissance par le commerce extérieur) servent les intérêts des États-Unis (financement du déficit courant sans trop de pression sur les prix d'actifs et donc sans pression pour remédier à un déséquilibre manifeste), et que, d'autre part, les déséquilibres de l'Asie (excès d'épargne) alimentent ceux des États-Unis (insuffisance d'épargne)<sup>8</sup>. Une sorte d'équilibre en découle (ce serait un nouveau Bretton Woods), mais l'arbitrage avantages/inconvénients (de l'interventionnisme asiatique et du laissez-faire américain) en est biaisé. À court terme, tout le monde est gagnant, mais les bénéfices de ces agissements ne vont, *a priori*, pas croissants, contrairement à leurs coûts (l'« ancien » Bretton Woods n'y a pas résisté). De plus, à long terme, cette situation où ce sont les pays en développement qui prêtent aux pays développés n'est pas rationnelle.

L'ampleur du stock accumulé de réserves de change par les banques centrales asiatiques (graphique 9) s'appréhende mieux encore si on le rapporte par exemple à l'endettement extérieur net des États-Unis (soit 78 %) <sup>9</sup> ; au PIB de chaque pays (soit entre 20 % pour le Japon et 100 % pour Singapour <sup>10</sup>) ; ou encore si on le compte en mois d'importations (soit entre 5 mois pour Hong Kong et 22 mois pour le Japon <sup>11</sup>, tableau 6). Et si l'on compare les flux aux flux, la variation des seules réserves de change chinoises et japonaises équivalait à la moitié du déficit courant américain en 2004. Cette accumulation de réserves, si elle permet de se prémunir contre des attaques spéculatives à la baisse sur la monnaie, pose néanmoins trois problèmes. Le coût des interventions croît avec le montant des réserves du fait de l'écart de taux négatif entre

8. Pendant que le déficit courant américain se creusait de quelques 200 milliards de dollars entre 2002 et 2004, les excédents courants cumulés du Japon (+ 60), de l'Allemagne (+ 53), de la Chine (+ 33), de la Corée (+ 22), du Canada (+ 11), de Singapour (+ 9) et du Mexique (+ 5) se gonflaient du même montant. Sur la période 1996-2004, à la dégradation d'environ 550 milliards de dollars du déficit courant américain s'est opposée une amélioration d'environ 420 milliards de dollars des soldes courants de l'ensemble des pays en développement et d'environ 100 milliards de dollars des soldes courants des pays développés hors États-Unis (les 30 milliards de dollars résiduels sont à mettre au compte du poste « erreurs et omissions »). Au sein des pays développés hors États-Unis, il est nécessaire de distinguer les cas de l'Allemagne et du Japon (dont les soldes courants ont grossi d'un peu plus de 100 milliards de dollars chacun) et les cas de la France, l'Italie, l'Espagne, l'Australie ou le Royaume-Uni (dont les soldes additionnés se sont détériorés de 190 milliards de dollars). Ces évolutions s'expliquent principalement par : la constitution par les pays asiatiques d'excédents courants en réaction à la crise financière traversée en 1997-1998 ; la hausse des prix du pétrole qui est venue gonfler les excédents courants des pays producteurs ; la stimulation, dans les pays développés hors Allemagne et Japon, de la baisse de l'épargne privée et de la hausse de l'investissement privé par la valorisation des prix d'actifs (actions de 1996 à 2000 ; obligations et immobilier de 2000 à 2004).

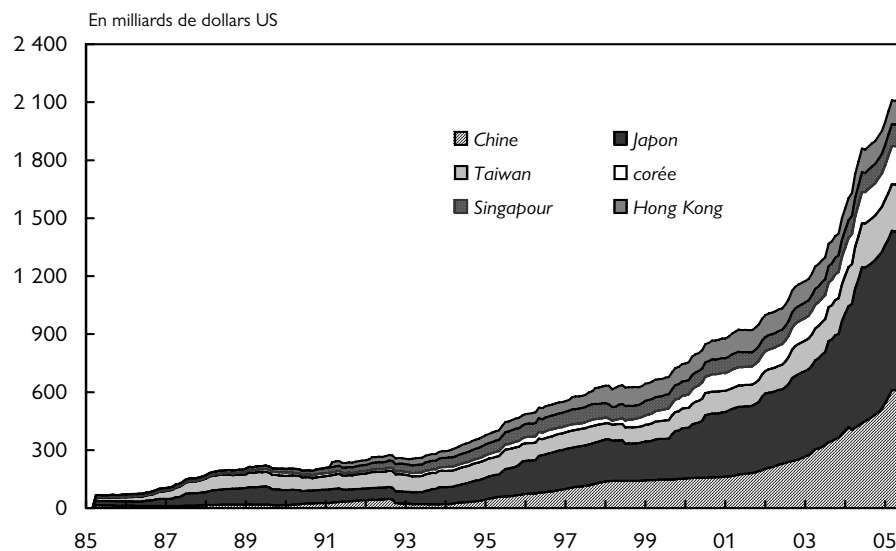
9. Un peu moins si l'on tient compte du fait que, pour certains pays, les réserves de change sont détenues à hauteur de 80 % environ en dollars.

10. Sachant que la moyenne mondiale est à 10 %.

11. Sachant que 3 à 6 mois d'importations couverts par les réserves est le niveau habituellement jugé prudent.

le taux créditeur servi sur les titres achetés et le taux débiteur servi sur les bons dits de stérilisation. Les banques centrales sont exposées à un risque de change et d'importantes moins-values. Et les interventions, qui sont des stimulations monétaires, sont porteuses d'inflation. Malgré leur ampleur, les pays de l'Asie en développement n'ont pas encore touché les limites d'une politique de change active, mais la vigilance s'impose.

### 9. Stock de réserves de change des principales banques centrales asiatiques



Sources : Instituts d'émission.

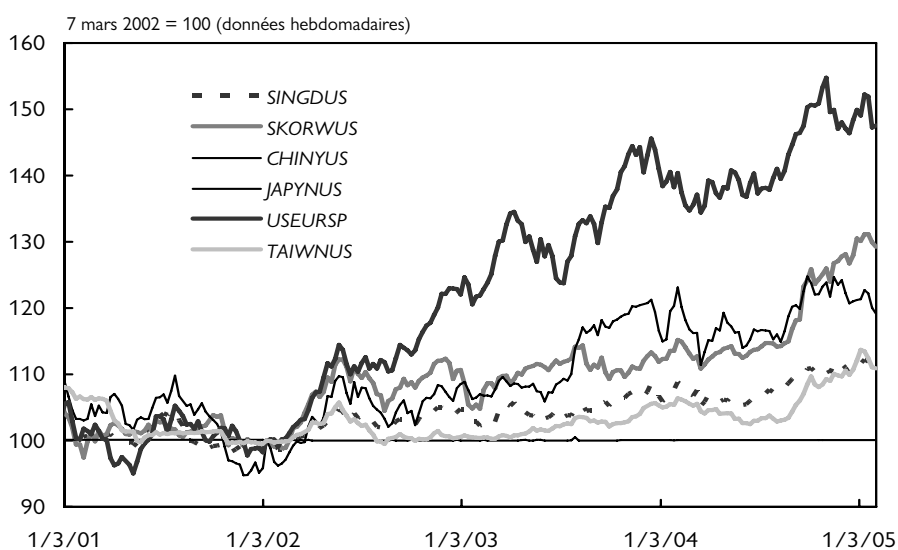
### 6. Réserves de change des principales banques centrales asiatiques

	Stock début 2005				Variation en 2004		Excédent courant en 2004 (milliards de dollars US)
	En milliards de dollars US	En % de la position ext. nette des États-Unis	En mois d'importations	En % du PIB de chaque pays	En milliards de \$US	En % du déficit courant américain	
Japon	821,2	30,4 %	22	18 %	171,5	25,7 %	174
Chine	609,9	22,6 %	13	37 %	206,7	31,0 %	69
Taiwan	246,6	9,1 %	18	81 %	35,1	5,3 %	19
Corée	198,8	7,4 %	11	29 %	43,7	6,6 %	28
Hong Kong	123,5	4,6 %	5	75 %	5,2	0,8 %	10
Singapour	111,5	4,1 %	8	104 %	16,5	2,5 %	28
<b>Total</b>	<b>2 111,6</b>	<b>78 %</b>			<b>478,6</b>	<b>72 %</b>	<b>328</b>

Sources : sources nationales, BEA.

Il est de toute manière naturel, qu'à terme, lorsque ces pays auront gagné le statut de pays développés, leur croissance soit moins conditionnée à celle des exportations et le taux de change de leur monnaie moins dépendant des évolutions du dollar. Et donc les interventions moins nécessaires. L'évolution récente du won coréen et du dollar taïwanais prouve que cette échéance n'est peut-être pas si éloignée (graphique 10). Après avoir résisté pendant près de deux ans au mouvement général de dépréciation du dollar, leurs taux de change se sont appréciés plus nettement vis-à-vis du dollar entre la mi-octobre 2004 et début avril 2005 : de 13 % pour le won et de 7 % pour le dollar de Taïwan, portant à, respectivement, + 30 et + 11 % leur appréciation totale depuis début 2002 (à comparer à + 50 % pour l'euro).

10. Taux de change du dollar vis-à-vis de l'euro et de ses principaux partenaires asiatiques



Source : Datastream.

## Scénario pour un dénouement en douceur

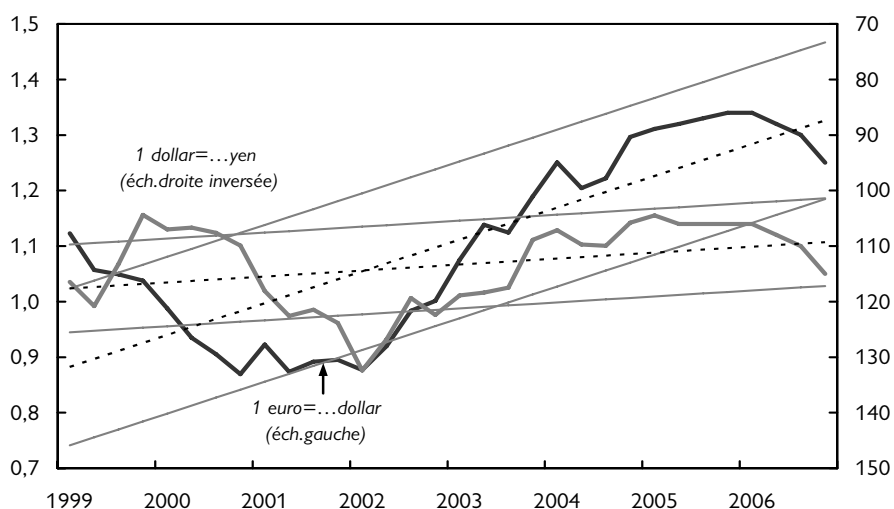
Aussi inextricable qu'elle puisse paraître, cette situation peut néanmoins se dénouer en douceur si le déficit courant américain amorce un processus de réduction grâce à une hausse du taux d'épargne des ménages (en réaction au resserrement de la politique monétaire) et à une moindre désépargne publique. Insignifiante en 2005, l'amélioration du solde courant serait plus nette courant 2006. La pression à la baisse sur le dollar persisterait donc en 2005 mais se dissiperait l'année suivante pour laisser la place à une appréciation du billet vert. Une telle appréciation naturelle du dollar, contre toutes monnaies, supprimerait leur raison d'être aux interventions de change et faciliterait grandement la diversification des réserves accumulées à ce jour.

Celle-ci, si elle a lieu, ne pourra être de toute manière que très progressive, sauf à tolérer d'importantes moins-values. La diversification n'implique pas non plus nécessairement de se défaire de tout avoir en dollar. Elle peut consister en un report des placements peu rémunérateurs sur des titres, toujours en dollars, au rendement plus élevé. Et elle peut ne concerner que les nouveaux achats et non engager les réserves existantes. C'est ainsi qu'il faut comprendre les déclarations des 22 et 24 février de la Banque de Corée et de la mi-mars de la Banque du Japon. Une autre raison pour une diversification progressive est que, face au dollar, il n'y a pas de candidat volontaire pour partager le statut de monnaie de réserve internationale. La légitimité du dollar est certes écornée par la « négligence bienveillante » de l'administration américaine, mais celle de l'euro n'est pas non plus incontestable. Enfin, le bruit court d'une recomposition générale des portefeuilles privés et d'un engouement pour les avoirs en euros, mais ce n'est pas (encore) visible dans le compte de capital de la balance des paiements de la zone euro (tableau 7).

Pour résumer, en 2005, le dollar serait encore pris entre des forces de sens contraire: le poids du déficit devrait l'emporter mais le creusement du différentiel de taux d'intérêt et le rapatriement, fiscalement intéressant<sup>12</sup>, des profits réalisés à l'étranger devraient agir comme contrepoids. Partant de 1,29 dollar pour 1 euro début avril, la parité euro/dollar glisserait ainsi jusqu'à 1,34 dollar pour 1 euro en fin d'année. En revanche, compte tenu des faiblesses de la croissance japonaise, la Banque du Japon interviendra probablement pour éviter que la parité dollar/yen ne prenne le même chemin. Celle-ci resterait alors inchangée autour de 106 yen pour 1 dollar. Courant 2006, les rôles seraient échangés: l'écart de taux d'intérêt ne s'agrandirait pas plus, mais le déficit courant se redresserait, poussant la parité euro/dollar jusqu'à 1,25 dollar pour 1 euro et la parité yen/dollar jusqu'à 115 yen pour 1 dollar (graphique 11).

12. Cf. vote de l'*American Jobs Creation Act* le 22 octobre 2004.

11. Euro/dollar et dollar/yen : tendance, bandes de fluctuation ( $\pm 1$  écart-type) et prévision



Sources : Réserve fédérale, prévision OFCE avril 2005.

7. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euros, données annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 S1	2004 S2
<b>Compte courant</b>	-78	-11	58	22	39	44
Compte de capital	12	6	10	13	15	16
Compte financier	71	-45	-62	-19	-26	-10
Investissements directs	-16	-118	2	-4	-73	0
Sortants	-446	-312	-175	-130	-113	-94
Entrants	430	194	177	127	40	94
Investissements de portefeuille	-100	66	108	42	36	46
Sortants	-399	-284	-177	-277	-290	-177
Actions	-286	-102	-39	-68	-94	-11
Titres de créances	-113	-182	-138	-209	-196	-166
Entrants	300	350	285	319	326	222
Actions	52	233	86	118	37	106
Titres de créances	248	117	199	201	289	117
Autres flux	182	-10	-158	-74	-14	-50
Produits financiers dérivés	-10	-1	-11	-12	12	-18
Avoirs de réserve	15	18	-2	30	13	12
Erreurs et omissions nettes *	-5	50	-6	-17	-28	-50

\* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : Banque centrale européenne.

### Vers une appréciation du yuan en 2006 ?

La monnaie chinoise est ancrée au dollar depuis 1998 au sein d'un système de change administré dont les marges de fluctuation sont quasi nulles\*. La dépréciation continue du dollar depuis 2002 fait mécaniquement baisser le taux de change effectif du yuan, renforçant la compétitivité des produits chinois à l'exportation. Les pays occidentaux, et les États-Unis en particulier, se plaignent de l'avantage que tire la Chine de la dépréciation de son taux de change effectif. Les pressions officielles de la part des États-Unis (George Bush, John Snow, Alan Greenspan) pour que la Chine réévalue le cours de sa monnaie sont très fortes depuis 2004, mais les autorités chinoises se refusent à établir un calendrier pour la réforme de leur régime de change, et rétorquent que celle-ci répondra aux intérêts du pays et non à des pressions extérieures: « pour tout pays, le taux de change est une question de souveraineté nationale qui doit être décidée par l'État » a martelé Zhou Xiaochuan, directeur de la Banque centrale chinoise au forum international de Davos en janvier 2005.

#### Les déséquilibres actuels

Les avantages d'un régime de taux de change fixe au cours de la phase de développement d'un pays sont bien connus: il confère un environnement extérieur stable favorable au développement des industries naissantes en améliorant la visibilité et en supprimant les risques de change (pour les transactions réalisées en dollar, soit plus de 90 % du commerce extérieur chinois). Si les gains de parts de marché engendrés par la dépréciation du dollar ont favorisé la forte expansion du commerce extérieur chinois, le maintien de la parité avec le dollar ne constitue pas un objectif tenable ni souhaitable à long terme pour différentes raisons.

La première est liée à la présence de mouvements illégaux de capitaux. Selon le triangle d'incompatibilité de Mundell, un pays ne peut bénéficier à la fois d'un régime de taux de change fixe, de l'indépendance de sa politique monétaire et de la libre circulation des capitaux. En Chine, la politique monétaire conserve une partie de son autonomie du fait des restrictions sur les mouvements internationaux de capitaux. L'achat de devises n'est autorisé que pour les transactions du compte courant et les investissements directs étrangers (IDE). Cependant, une analyse détaillée de la balance des paiements met en évidence l'ampleur des flux illégaux de capitaux. Ceux-ci limitent les marges de manœuvre de la Banque centrale chinoise, qui perd le contrôle de l'offre de monnaie: elle est contrainte d'intervenir sur les marchés des changes pour stabiliser le cours du yuan. Ils rendent aussi plus délicat l'usage de l'instrument des taux d'intérêt: une hausse de taux attire davantage de capitaux spéculatifs, donnant lieu à de nouvelles interventions, qui, si elles ne sont pas stérilisées, provoquent un accroissement de la masse monétaire. La politique monétaire, qui se voulait restrictive, devient alors expansionniste.

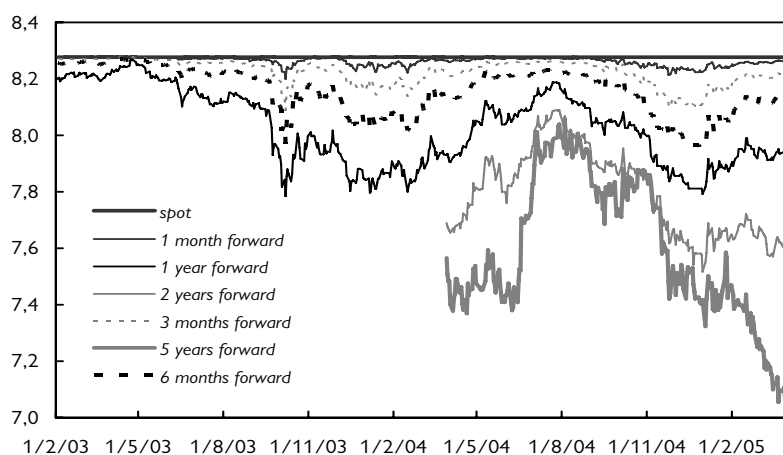
\* De 1994 à 1997, la Chine connaissait un régime de change flottant: le taux de référence était une moyenne pondérée des cours du dollar américain, du yen et du dollar de Hong Kong, et les marges de fluctuation étaient très étroites, les mouvements quotidiens du yuan ne pouvant dépasser  $\pm 0,3$  % vis-à-vis du dollar américain,  $\pm 1$  % par rapport au yen et au dollar de Hong Kong, et  $\pm 0,5$  % pour les autres monnaies.



La deuxième raison est l'accumulation vertigineuse des réserves de change qui ont été multipliées par quatre depuis l'an 2000. Les interventions sur le marché des changes ne sont que très partiellement stérilisées en Chine et engendrent donc des risques inflationnistes. L'afflux de liquidités est venu nourrir le boom du crédit en 2004, avec, pour conséquence, une forte hausse des prix de l'immobilier (les rendements boursiers et obligataires n'étant pas jugés suffisants) et une explosion de l'investissement, augmentant les risques de surcapacités productives et d'une nouvelle vague de prêts non performants.

Enfin, le maintien de la parité n'est envisageable à moyen terme que si le taux de change ne s'écarte pas trop de son niveau d'équilibre. Or, de nombreux signaux semblent indiquer que le yuan est aujourd'hui sous-évalué. En témoignent : l'accroissement record des réserves de change depuis 2002, l'inversion des flux nets de capitaux en 2003 (les investisseurs, spéculant sur une éventuelle réévaluation, achètent massivement des yuans), et le niveau des taux de change à terme. Le graphique ci-dessous montre que les marchés anticipent une appréciation du yuan contre le dollar de 10 % à l'horizon de deux ans et de 15 % à l'horizon de cinq ans. On pourrait ajouter le creusement du déficit commercial des États-Unis vis-à-vis de la Chine, mais cet argument est souvent réfuté car il traduit surtout une réorganisation de la production dans la zone Asie. La Chine se place désormais en dernier maillon de la chaîne : elle importe de Taïwan, du Japon ou de la Corée des produits semi-finis, les assemble et les réexporte vers les pays développés. L'excédent commercial global de la Chine a donc crû beaucoup moins vite que son excédent vis-à-vis des États-Unis.

Le taux de change dollar/yuan sur les marchés à terme



Source : Datastream.

### Quelles options pour une réforme du régime de change ?

Selon les autorités chinoises, l'objectif de long terme est le flottement libre du yuan accompagné d'une parfaite mobilité des capitaux. Mais cette situation n'est envisageable que sous trois conditions : un environnement macroéconomique stable, un système financier sain et des mécanismes de marché performants sur le marché des changes. Or, actuellement, l'économie est en surchauffe, le système financier chinois doit être modernisé et les bilans des

banques sont encore très fragiles. Les banques sont en situation de surliquidités mais insolvables, avec un taux de prêts non performants affiché de 20 %, mais qui pourrait atteindre 40 à 50 % aux dires de certains experts. Le marché des changes, qui n'existe que depuis 1994, est encore très rudimentaire et ne permet pas de se couvrir contre les risques de change. Dans ces conditions, une ouverture trop rapide du compte de capital ne manquerait pas de déstabiliser le système bancaire: fuite de l'épargne vers les placements plus sûrs des banques étrangères, sorties de capitaux spéculatifs en cas d'appréciation du yuan. Par ailleurs, une appréciation du yuan fragiliserait davantage le monde rural et accroîtrait les inégalités entre ville et campagne. Il convient cependant de noter que le régime de change peut être flexibilisé tout en conservant une mobilité réduite des capitaux dans un premier temps.

Les solutions envisageables sont une réévaluation du yuan (modeste ou conséquente), l'élargissement des marges de fluctuations, et l'ancrage à un panier de monnaies incluant par exemple l'euro et le yen. Une simple réévaluation du yuan est peu probable, le gouvernement chinois étant peu enclin à céder aux pressions extérieures, et le but de la réforme étant d'accroître la flexibilité du système et de favoriser le développement du marché des changes. Par ailleurs, le problème d'une réévaluation est de fixer le montant optimal: trop faible, et il ne ferait qu'augmenter les anticipations d'une hausse future; trop important, et il risquerait d'accroître les déséquilibres sectoriels et de brider trop fortement la croissance. L'augmentation des marges de fluctuation (à  $\pm 5\%$ ), autour d'un cours pivot inchangé, conduirait vraisemblablement le yuan à s'apprécier de 5 % et ne résoudrait pas le problème de sa sous-évaluation. Le passage à l'ancrage à un panier de monnaies permettrait de stabiliser la monnaie à un cours plus proche de son niveau d'équilibre. Il éviterait aussi à la Chine de subir directement les fortes variations du dollar et d'importer la politique monétaire américaine.

Le gouvernement chinois a souvent répété qu'il n'aurait pas recours à une simple réévaluation, mais travaillerait à l'amélioration graduelle du fonctionnement du système de change. La Chine a récemment pris des mesures concrètes pour améliorer le fonctionnement du marché des changes interne. Ainsi, pourront bientôt être réalisées huit nouveaux types de transactions, dont l'échange de l'euro contre le dollar américain et le yen. La Banque centrale a nommé neuf banques commerciales (dont deux chinoises) qui auront le pouvoir de vendre et d'acheter les devises, dans des quantités qui ne seront pas soumises aux plafonds du régulateur. Dans le système actuel, seule la banque centrale a le pouvoir de décider des montants échangés. Par ailleurs, afin de rééquilibrer les flux de capitaux, le gouvernement a pris de mesures limitant les entrées et facilitant les sorties: les compagnies d'assurance ont été autorisées à placer leurs capitaux à l'étranger; des obligations en yuan peuvent être émises à Hong Kong; et les non-résidents ont la possibilité de rapatrier une partie de leurs revenus.

Le gouvernement chinois semble donc se préparer lentement à flexibiliser son régime de change, mais exclut toute action précipitée qui serait dictée par les pressions de ses partenaires commerciaux.

