

Une analyse empirique des réserves de change dans les économies émergentes d'Asie

Marc-André Gosselin et Nicolas Parent

Ces dernières années, la capacité des États-Unis à financer le déficit de leur balance des paiements courants a été favorisée par les achats massifs d'obligations du Trésor américain et de titres d'agences américaines par les banques centrales asiatiques. Celles-ci ont ainsi amassé d'énormes réserves de dollars É.-U.

En théorie, un pays détient des réserves en vue de s'en servir pour atténuer les déséquilibres inattendus et temporaires des paiements extérieurs. L'autorité monétaire détermine le niveau optimal des réserves à maintenir en comparant le coût de leur détention et les coûts d'ajustement que l'économie supporterait si les réserves se trouvaient épuisées. L'accumulation de réserves implique des coûts de stérilisation, les intérêts que celles-ci rapportent étant inférieurs à ceux payés sur la dette publique nationale. De plus, si les flux de capitaux ne sont pas stérilisés, l'accumulation soutenue de réserves finira par engendrer des pressions inflationnistes susceptibles de menacer la stabilité financière du pays. Si les banques centrales asiatiques décidaient de cesser d'amasser des réserves de dollars É.-U., elles pourraient déclencher une dépréciation abrupte du billet vert. L'accumulation de réserves dans les pays asiatiques est une question très importante en raison de ses retombées possibles sur le niveau des taux d'intérêt, la croissance économique et la stabilité financière à l'échelle mondiale.

Notre objectif est d'évaluer la mesure dans laquelle le niveau actuel des réserves de change des banques centrales asiatiques diffère de celui que justifient les déterminants macroéconomiques habituels¹. Pour ce faire, nous estimons la fonction de demande à long terme de réserves de huit économies asiatiques : la Chine, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, la

Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.

Le Fonds monétaire international (FMI, 2003) a recours à un modèle empirique simple intégrant divers déterminants des réserves pour étudier un groupe de 122 économies émergentes nouvellement industrialisées. D'après ce modèle, l'accélération du rythme d'accumulation des réserves observée dans les économies émergentes d'Asie en 2002 a nettement dépassé celle que laissent prévoir les déterminants fondamentaux.

À notre avis, l'étude du FMI comporte un certain nombre de lacunes. D'abord, bien que les séries chronologiques utilisées ne soient manifestement pas stationnaires, les inférences statistiques reposent sur l'hypothèse de stationnarité des données². Ensuite, même s'il semble bien établi que les pays d'Asie ont accru leurs réserves à des fins de précaution au lendemain de la crise financière asiatique (Mendoza, 2004; Aizenman, Lee et Rhee, 2004; Aizenman et Lee, 2005), le modèle du FMI ne tient pas compte de la possibilité d'une rupture structurelle dans la demande de réserves estimée. Nous avons tenté de corriger ces lacunes en faisant appel aux tests de cointégration sur données de panel proposés par Pedroni (1999) pour spécifier et estimer la fonction de demande à long terme de réserves ainsi qu'en autorisant la possibilité de ruptures structurelles.

Résultats

Sur la base de données allant de 1980 à 2003, nous modélisons le niveau des réserves en fonction du PIB, du ratio des importations au PIB, du ratio de la monnaie au sens large au PIB et de la volatilité des recettes d'exportation; nous permettons aussi une rupture structurelle dans les coefficients

1. Dans la littérature, les réserves sont modélisées en fonction de la taille de l'économie, de la vulnérabilité du compte des transactions courantes et du compte de capital, du degré de flexibilité du taux de change et de leur coût d'opportunité.

2. En économétrie des séries chronologiques, l'invalidité des statistiques de Student de régressions illusoires est un fait bien avéré. Les inférences statistiques tirées dans les travaux consacrés aux réserves de change n'en tiennent pas compte.

relatifs à ces deux ratios au cours de la période consécutive à la crise. En tenant compte de la possibilité d'une augmentation structurelle de la demande de réserves internationales des banques centrales asiatiques au lendemain de la crise financière de 1997-1998, notre modèle peut générer un plus haut niveau de réserves à long terme durant cette période. Alors que le FMI conclut que les réserves des économies émergentes d'Asie excédaient de 73 milliards de dollars É.-U. leur niveau de long terme en 2002, nous constatons plutôt que les réserves se situaient cette année-là à peu près au niveau dicté par leurs déterminants. Toutefois, notre modèle n'arrive pas à expliquer la forte accumulation de réserves internationales survenue dans ces pays en 2003 et en 2004.

Ces deux années, les réserves totales des économies émergentes d'Asie dépassent respectivement de 52 milliards et de 112 milliards de dollars É.-U. le niveau prédit à partir de leurs déterminants. Le gros de la hausse que l'écart entre les réserves effectives et prédites connaît entre 2003 et 2004 concerne la Chine. L'équation à correction d'erreurs associée au vecteur de cointégration révèle en outre que cet écart se résorbe à une cadence moyenne de 56 % par année sur l'ensemble de la période d'estimation. Ces résultats donnent à penser que, toutes choses égales par ailleurs, un ralentissement du rythme d'accumulation des réserves est probable.

Implications pour le dollar É.-U.

Nos résultats laissent entrevoir l'émergence possible de pressions à la baisse sur le billet vert. Même si notre modèle à correction d'erreurs semble indiquer que des ajustements pourraient s'opérer de façon relativement rapide, il se peut, dans le contexte actuel, que les politiques suivies en matière de réserves ne soient modifiées que fort graduellement. En effet, le montant des avoirs de réserve détenus par les banques centrales asiatiques est à ce point important que toute modification de ces politiques pourrait avoir une incidence considérable sur la valeur du dollar américain et, partant, sur le bilan de ces institutions. Pour éviter de lourdes pertes en capital, les banques centrales asiatiques devront être très prudentes lorsqu'elles réduiront le rythme d'accumulation de leurs réserves. L'annonce faite récemment par la Banque de Chine de sa décision d'arrimer le renminbi à un panier de monnaies procède de cette approche circonspecte. Par conséquent, la probabilité que les banques centrales asiatiques déclenchent une dépréciation rapide du dollar É.-U. n'est pas très élevée.

La composition en devises des réserves peut présenter un risque additionnel pour le billet vert. Une diversification accrue au détriment du dollar américain aurait pour effet de réduire les pertes en capital découlant d'une diminution (autonome ou induite par une réévaluation de la devise nationale) des réserves. Mais la composition en devises des réserves des pays en développement est remarquablement stable dans le temps : elle est fonction de facteurs se caractérisant par une forte inertie, comme le choix de la monnaie d'ancrage, l'identité du principal partenaire commercial et la composition de la dette extérieure (Eichengreen et Mathieson, 2000). Une reconfiguration radicale des réserves est donc peu susceptible de survenir rapidement. En conséquence, bien que la part du billet vert dans les réserves de change soit susceptible de baisser dans l'avenir, les risques qu'un tel recul provoque une dépréciation abrupte de la devise américaine demeurent limités.

Bibliographie

- Aizenman, J., et J. Lee (2005). « International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence », document de travail n° 11366, National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J., Y. Lee et Y. Rhee (2004). « International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and a Case Study of Korea », document de travail n° 10534, National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B., et D. Mathieson (2000). « The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect », document de travail n° WP/00/131, Fonds monétaire international.
- Fonds monétaire international (FMI) (2003). « Les réserves de change de l'Asie sont-elles trop élevées? », *Perspectives de l'économie mondiale* (septembre), p. 85-100.
- Mendoza, R.U. (2004). « International Reserve-Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Prone Era? », *Emerging Markets Review*, vol. 5, n° 1, p. 61-82.
- Pedroni, P. (1999). « Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels With Multiple Regressors », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 61, numéro spécial, p. 653-670.