

L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ?

Edouard VIDON

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision
Service des Études macroéconomiques et des Synthèses internationales*

La croissance rapide des encours de réserves officielles en devises dans certaines économies émergentes est quelquefois considérée comme un indicateur d'enrichissement de ces pays. La détention par la Chine de 1 200 milliards de dollars de réserves à la fin mars 2007 est-elle réellement un gage de richesse ? La « valeur » de cette richesse dépend en réalité de l'utilité qui en est retirée : les réserves de change peuvent résulter d'une forme d'épargne de précaution, mais leur accumulation au-delà des montants justifiés par des motifs d'assurance peut également se révéler le symptôme du caractère déséquilibré de la croissance.

Mots clés : réserves de change, termes de l'échange,
croissance économique

Codes JEL : F32, F43

Le débat sur la mesure de la richesse est aussi ancien que l'économie politique. « La richesse d'une personne est-elle proportionnée à la quantité ou à la valeur des choses qu'elle possède ? » s'interroge Jean-Baptiste Say dans son traité. Il répond : « Elle est proportionnée à la valeur », ce qui lui vaut la critique de Ricardo : « M. Say a donc tort de considérer que valeur, richesse et utilité sont synonymes ». Aujourd'hui, l'accumulation de réserves de change, en particulier par les économies émergentes, est quelquefois considérée comme un indicateur d'enrichissement. La détention par la Chine de 1 200 milliards de dollars de réserves officielles à la fin mars 2007 (contre 165 milliards à la fin de l'année 2000) est-elle réellement un gage de richesse ? Et quelle est l'utilité qui est retirée de ces avoirs ? Si les réserves de change peuvent résulter pour partie d'une forme d'épargne de précaution, leur accumulation au-delà des montants justifiés par des motifs d'assurance peut également se révéler le symptôme du caractère déséquilibré de la croissance.

I | L'accumulation de réserves : précaution ou stratégie de change ?

Une nation peut souhaiter détenir des montants importants de réserves afin de se prémunir contre des risques macroéconomiques. La stérilisation des entrées de capitaux a toutefois souvent un coût. L'accumulation de réserves peut en réalité refléter

une stratégie de change qui fonde la croissance sur les exportations.

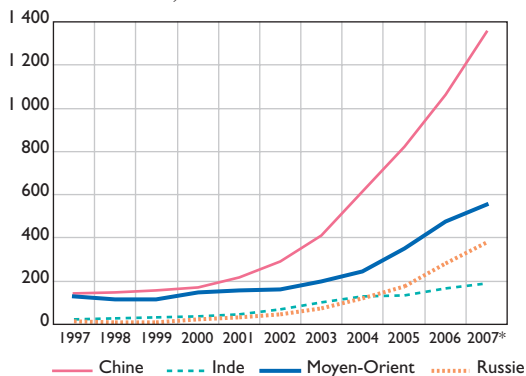
I | I Richesse de précaution

Dans une certaine mesure, la constitution et l'accroissement des réserves internationales obéissent sans doute à un motif de prudence de la part des autorités monétaires, qui en font une forme de « richesse de précaution » permettant en principe de dissuader, et le cas échéant de faire face, et donc d'éviter les crises de change, dont l'expérience a montré à quel point elles peuvent être violentes. De fait, l'épisode de la crise asiatique de 1997¹ est sans doute pour beaucoup dans la volonté des autorités des pays touchés (et de leurs voisins) de détenir un niveau « confortable » d'avoirs nets de change. De telles réserves de précaution ont théoriquement vocation à être d'autant plus importantes que les risques sont perçus comme élevés dans le système financier international. Il n'en demeure pas moins que cette forme d'accumulation a vocation à s'arrêter, ou ralentir, une fois un niveau satisfaisant atteint.

Au-delà de ce motif éventuellement transitoire, pour des économies dont le taux de change est peu flexible, l'accumulation de réserves de change est la conséquence d'un excédent structurel d'épargne par rapport à l'investissement domestique (même si ce dernier est très élevé comme c'est le cas en Chine),

Graphique 1 Réserves de change

(en milliards de dollars)

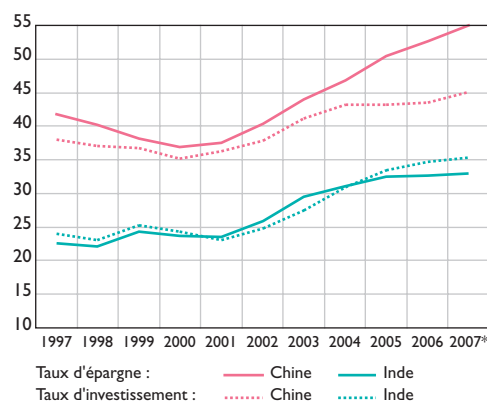


* Préviation

Source : FMI - World Economic Outlook (WEO)

Graphique 2 Taux d'épargne et taux d'investissement de la Chine et de l'Inde

(en % du PIB)



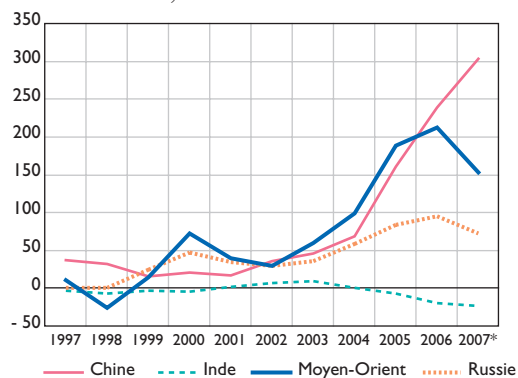
* Préviation

Source : FMI - WEO

1 Pour un aperçu des leçons de cette crise, voir par exemple Cailleteau et Vidon (1999)

Graphique 3 Solde des paiements courants

(en milliards de dollars)



* Préviation

Source : FMI - WEO

ce qui se traduit mécaniquement par un excédent des paiements courants.

À ce titre, les réserves de change peuvent être le résultat d'un comportement d'épargne de précaution délibéré de la part des administrations publiques et/ou des ménages et des entreprises à l'origine de l'épargne privée.

Certains des pays accumulateurs sont en effet confrontés à la perspective d'un épuisement à terme des ressources de leur sous-sol, tandis que d'autres font face à des tendances démographiques défavorables. À un niveau macroéconomique, une forme d'épargne au profit des générations futures peut être rendue nécessaire en l'absence d'autres dispositifs d'assurance contre les risques auxquels sont confrontés agents et États. Cette épargne accumulée est alors justifiée par un motif de lissage intertemporel de la consommation. Ce motif d'épargne est sans doute par nature plus durable, car il relève de cycles longs, et ne peut se dissiper qu'à l'horizon de la mise en place de réformes structurelles.

I | 2 Coûts de l'accumulation de réserves

Toutefois, pour beaucoup d'observateurs, l'accumulation et la détention de montants de réserves internationales dépassent largement, dans certains pays, ce qui peut être justifié par le motif d'assurance. Dès lors, loin d'être un facteur de richesse, elles peuvent au contraire se révéler coûteuses.

La stérilisation des entrées de capitaux en devises a, en particulier, un coût quand les taux d'intérêt domestiques des marchés émergents dépassent ceux des placements en devises de réserve. En effet, pour neutraliser l'impact expansionniste sur la masse monétaire des interventions de change, la banque centrale doit retirer de la liquidité, généralement en vendant des titres domestiques au secteur bancaire, quitte à émettre elle-même des « bons de stérilisation ». Si les titres vendus ont un rendement supérieur à celui des réserves, le coût est mécanique pour les autorités monétaires².

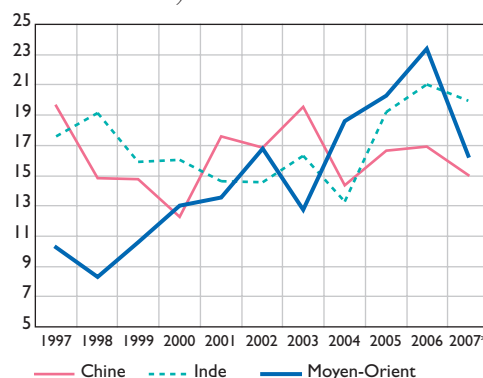
Il est vrai que le rendement des réserves dépend beaucoup des modalités de placement, et comme le souligne Artus (2007) « la nature des actifs détenus importe » dans la dynamique de l'enrichissement par la détention de capital. L'orientation des fonds souverains vers les actions peut donc changer la donne, même si elle reste à ce stade marginale dans le cas des avoirs en devises de la Chine.

Surtout, si la stérilisation n'est pas mise en œuvre de façon satisfaisante, un autre coût macroéconomique se manifeste, sous la forme d'une perte du contrôle de l'évolution des prix. Les interventions de change non stérilisées accroissent en effet la base monétaire, et impactent, par conséquent, le rythme de croissance des agrégats plus larges.

La surchauffe qui risque d'en résulter peut se manifester dans l'inflation des prix à la consommation, ou dans la formation de bulles spéculatives sur des marchés

Graphique 4 Taux de croissance des agrégats monétaires larges

(variation annuelle en %)



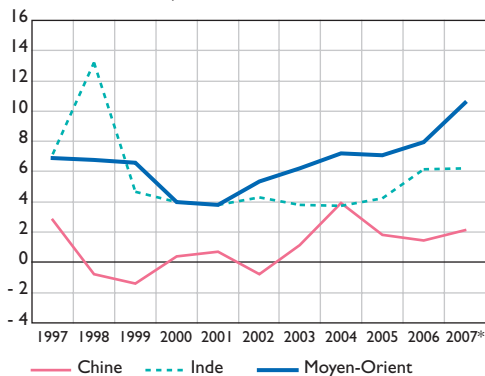
* Préviation

Source : FMI - WEO

2 Ce coût peut néanmoins dans certains cas être reporté sur le secteur bancaire, notamment dans un contexte d'encadrement du crédit et de taux d'intérêt administrés.

Graphique 5 Taux d'inflation – Indice des prix à la consommation

(variation annuelle en %)



* Préviation

Source : FMI – WEO

d'actifs financiers encore peu liquides, comme l'illustre la volatilité récente de la bourse de Shanghai.

La volonté d'éviter une telle surchauffe, et ses risques pour l'économie, conduit les autorités à accepter le coût de la stérilisation.

Enfin, il faut garder à l'esprit que, si le montant des réserves est gonflé par l'afflux de capitaux spéculatifs attirés par des écarts de rendements favorables, ou l'espérance de gains de change de court terme, le retournement de ces flux peut se traduire par une grande volatilité de cette mesure de la « richesse ».

1 | 3 Monnaies sous-évaluées contre logique des termes de l'échange

Considérer l'accumulation indéfinie de réserves comme un indicateur de richesse évoque en réalité une logique mercantiliste, dénoncée comme illusoire par Adam Smith, dans laquelle l'obtention d'un excédent des échanges commerciaux est une fin désirable en soi. Une telle logique privilégie volontiers la recherche de la compétitivité par le maintien d'un taux de change sous-évalué.

Pour une économie ouverte aux échanges commerciaux et financiers internationaux, il existe un critère radicalement différent de l'approche mercantiliste pour définir la notion d'enrichissement économique : l'approche par les termes de l'échange.

À l'inverse d'une stratégie mercantiliste de sous-évaluation de la monnaie, considérée comme facteur de croissance des exportations, l'approche par les termes de l'échange souligne au contraire que l'appréciation du taux de change peut être un signe, ou même un moyen d'enrichissement. Dans le cadre d'une stratégie de spécialisation favorable, l'équilibre extérieur, voire l'accumulation d'excédents commerciaux est possible en situation d'amélioration des termes de l'échange, c'est-à-dire avec une hausse plus rapide des prix à l'exportation que des prix à l'importation : il correspond, pour l'économie domestique, à une augmentation de son pouvoir d'achat de biens importés. Il s'agit donc bien d'une forme d'enrichissement relatif, puisqu'elle permet de consommer à moindre coût ces biens produits dans le reste du monde. La capacité à valoriser l'offre nationale dégage alors la possibilité d'un accroissement immédiat ou différé de la consommation intérieure.

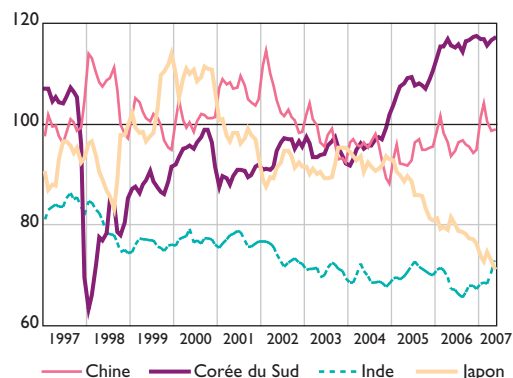
Dans le cas d'économies émergentes qui connaissent une phase de « rattrapage », caractérisée par des gains de productivité importants dans le secteur des biens échangeables, l'appréciation du taux de change réel est même un phénomène d'équilibre (effet Balassa-Samuelson).

Pour que cette appréciation réelle du change ne se fasse pas uniquement par une inflation nationale supérieure à celle des principaux partenaires, une certaine liberté de flottement du taux de change nominal est nécessaire, dans le cadre d'une appréciation progressive. De cette manière peuvent

Graphique 6 Taux de change effectifs réels

(vis-à-vis de 46 pays, déflatés par les prix à la consommation)

(indices base 100 = moyenne 1987-2003)



Sources : BCE, OCDE, BRI, FMI, Datastream

Calculs : Banque de France

être combinés gains des termes de l'échange, maîtrise de l'inflation et rééquilibrage de la croissance au profit de la demande interne.

2| S'enrichir par une croissance équilibrée

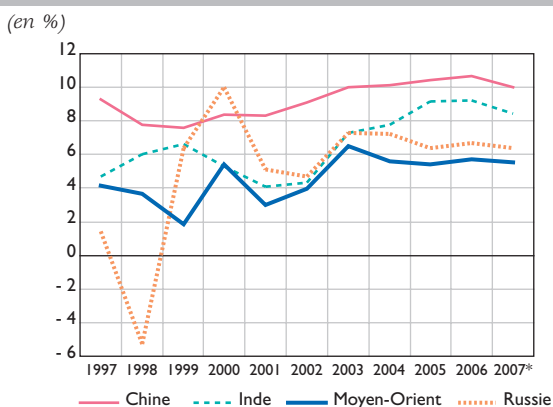
Au-delà des effets du taux de change sur le commerce international, la notion d'enrichissement renvoie en réalité toujours à la dynamique de la croissance, à condition que celle-ci soit équilibrée dans ses composantes, le critère principal de l'économie du bien-être étant la satisfaction des consommateurs.

De ce point de vue, ce ne sont pas tant les excédents commerciaux ou les réserves de change, mais bien les taux de croissance (plus de 10 % par an pour la Chine depuis 2003, plus de 9 % pour l'Inde en 2005-2006), et la progression résultante du PIB par habitant, qui témoignent de la réussite de ces stratégies.

Cependant cet enrichissement n'est réellement perceptible par les ménages que dans la mesure où leur consommation en bénéficie. Or si le PIB par habitant (à parité de pouvoir d'achat) est environ deux fois plus élevé en Chine qu'en Inde, la consommation privée ne représente en 2006 que 37 % environ du PIB chinois³, contre 57 % du PIB indien.

Bien que les dirigeants politiques de la Chine aient exprimé dès 2004 la volonté de rééquilibrer la croissance au profit de la consommation, cette

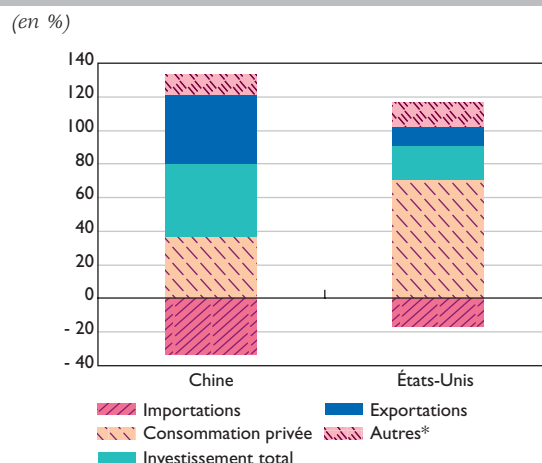
Graphique 7 Taux de croissance du PIB réel



* Préviation

Source : FMI - WEO

Graphique 8 Décomposition du PIB de la Chine et des États-Unis en 2006



* Consommation publique et variation de stocks

Sources : FMI - WEO, BEA

orientation ne s'est pas jusqu'ici traduite dans les faits (Lardy, 2007).

Comme le note Cohen (1997), le choix d'une stratégie de croissance et de développement tournée vers le commerce extérieur a eu le mérite de permettre aux pays asiatiques (à commencer par les quatre « dragons ») d'accéder rapidement à une économie de marché, celle du marché mondial, alors que les pays occidentaux avaient mis des siècles à la mettre en place. Mais une telle stratégie est nécessairement transitoire.

À l'autre extrême des stratégies de croissance, les États-Unis sont sans aucun doute l'archétype d'une économie d'enrichissement privilégiant la consommation privée : celle-ci représente 70 % du PIB et la robustesse de la croissance américaine est largement dépendante de celle de la demande des ménages. Ce modèle se caractérise dès lors par une autre forme de déséquilibre : la faiblesse de l'épargne y a pour conséquence le creusement des déficits courants, qui atteignent un niveau sans précédent (plus de 850 milliards de dollars en 2006). Or les ressorts de la croissance américaine pourraient être durablement affectés dans l'hypothèse d'un dénouement désordonné de ce déséquilibre épargne-investissement.

Dans la durée, la réussite des stratégies d'enrichissement, qu'elles mettent l'accent sur la croissance des exportations ou sur celle de la consommation, reste

3 En 2006, la part de l'investissement dans le PIB chinois était de plus de 43 %, celle des exportations nettes de près de 8 % (source FMI).

donc conditionnée par leur caractère équilibré, et par conséquent soutenable.

Dans le cas de certaines économies d'Asie émergente, le rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure, et plus précisément la consommation privée, semble ainsi indispensable. Dans le cas des États-Unis, c'est un rééquilibrage en faveur de l'épargne qui est nécessaire.

Dans les deux cas, les politiques monétaires et budgétaires ont un rôle à jouer pour favoriser ce rééquilibrage, éviter les situations de surchauffe, et limiter la volatilité macroéconomique qui peut être très coûteuse en bien-être quand les fluctuations

cycliques sont très amples. En outre, le caractère équilibré de la croissance se mesure aussi en fonction de la plus ou moins grande dispersion des niveaux de consommation à l'intérieur du pays.

Enfin, l'enrichissement des nations dépend partout dans le monde de la mise en œuvre de politiques structurelles. Celles-ci peuvent faciliter l'équilibre épargne-investissement en garantissant le bon fonctionnement des mécanismes d'assurance ou de couverture des risques. Surtout, elles seules peuvent relever le potentiel de croissance, en favorisant l'investissement en capital physique et en capital humain, vecteurs d'innovation technologique et de gains de productivité.

L'enrichissement d'une nation peut donc se mesurer autant, sinon mieux, par la réussite d'une stratégie de croissance équilibrée et soutenable de l'économie ou sa capacité à acheter des biens étrangers grâce à l'amélioration de ses termes de l'échange que par le montant de ses réserves de change. À l'inverse, une croissance déséquilibrée, qu'elle se traduise par l'accumulation de réserves ou par l'accumulation d'un endettement, contribue à alimenter des déséquilibres mondiaux dont le dénouement désordonné serait coûteux pour tous.

Bibliographie

Artus (P.) (2007)

« Dynamique des richesses régionales : qui détiendra le capital ? », Natixis Flash Economie, n° 183, mai

Balassa (B.) (1964)

« *The purchasing power parity doctrine: a reappraisal* », *Journal of Political Economy*, n° 72, décembre

Cailleteau (P.) et Vidon (E.) (1999)

« La dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements », *Bulletin de la Banque de France*, n° 64, avril

Cohen (D.) (1997)

« Richesse du monde, pauvreté des nations », Flammarion

Lardy (N.) (2007)

« *China: rebalancing economic growth* », Peterson Institute for International Economics, mai

Ricardo (D.) (1821)

« Des principes de l'économie politique et de l'impôt », Flammarion

Say (J-B.) (1815)

« Catéchisme d'économie politique », dans *Cours d'économie politique*, Flammarion

Smith (A.) (1776)

« La richesse des nations », Flammarion