

Le déficit de la balance courante des États-Unis : historique et implications pour la politique économique

P. Butzen
E. De Prest
S. Ide
H. Zimmer⁽¹⁾

Introduction

Le déficit considérable et en augmentation constante du compte courant de la balance des paiements des États-Unis et l'accumulation subséquente d'excédents dans la plupart des autres régions du monde, constituent l'un des traits saillants de la situation de l'économie mondiale⁽²⁾. La plus grande économie, qui est en outre la principale superpuissance militaire et géopolitique, est ainsi devenue également le plus grand débiteur du monde, ce qui, dans les milieux universitaires et politiques, a suscité des questions concernant le caractère soutenable de cette situation et les risques éventuels qu'une correction soudaine et désordonnée pourrait impliquer. Cette thématique figure, depuis un certain nombre d'années déjà, parmi les points à l'ordre du jour des forums internationaux tels que les réunions du G7 ou du G20, et est également au programme de nombreux colloques scientifiques.

La première partie de cet article décrit la situation présente et examine si celle-ci peut être qualifiée d'exceptionnelle dans une perspective historique et internationale. Dans la deuxième partie, l'attention est essentiellement portée

à l'apparition et au mode de financement du déficit de la balance courante des États-Unis. La troisième partie évoque ensuite le problème du caractère soutenable de ce déficit. Dans ce contexte, la place particulière que l'économie américaine et sa monnaie, le dollar, occupent sur les marchés mondiaux, est étudiée plus en détail. La quatrième partie, enfin, analyse un certain nombre de scénarios pouvant contribuer à une amélioration.

1. La situation présente est-elle exceptionnelle ?

1.1 La balance des paiements courants

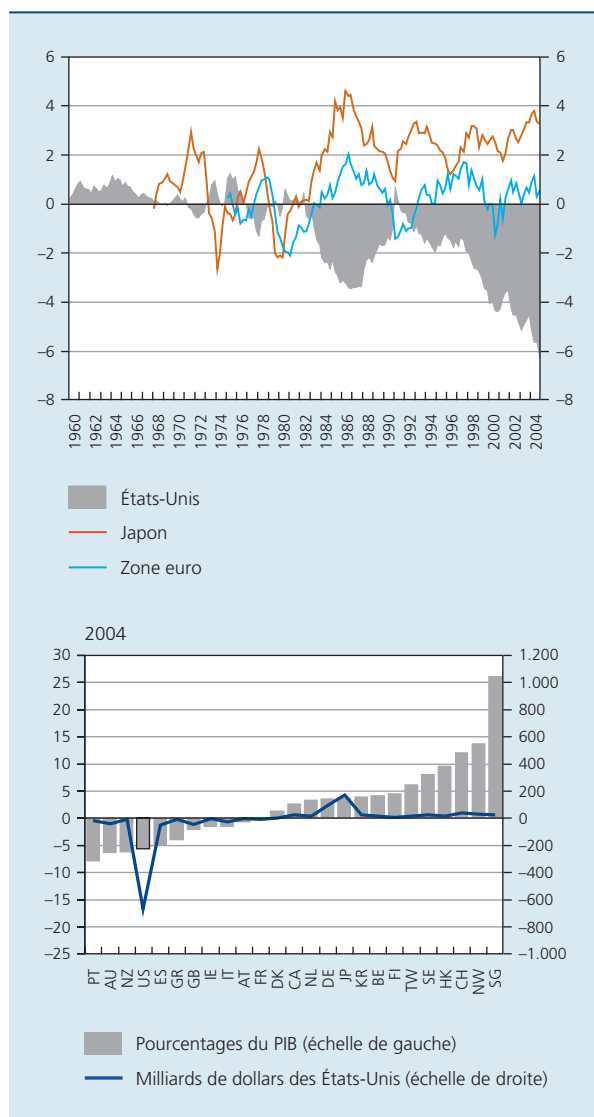
En 2004, les États-Unis ont enregistré un déficit de la balance des paiements courants équivalant à 5,7 p.c. du PIB, soit le déficit le plus élevé depuis 1960. Dans les années soixante et septante, le pays pouvait encore se prévaloir généralement d'un excédent de la balance courante, mais à partir de 1982, les déficits des opérations courantes ont commencé à augmenter rapidement et ont atteint un premier sommet de 3,4 p.c. du PIB en 1987. Grâce à la mise en œuvre de diverses mesures auxquelles les autorités américaines, européennes et japonaises s'étaient engagées par l'accord du Louvre la même année, le déficit s'est ensuite réduit systématiquement et, au cours de la première moitié de 1991, un léger excédent a même été temporairement enregistré, lequel était

(1) Les auteurs remercient K. Burggraeve pour son aide.

(2) Sont enregistrés dans la balance des opérations courantes d'un pays les opérations sur biens et services, les revenus reçus et versés, ainsi que les transferts entre les résidents de ce pays et ceux d'autres pays, au cours d'une période donnée. Du point de vue macroéconomique, le solde du compte courant est égal au solde de financement total de l'économie. Le déficit courant indique, par conséquent, dans quelle mesure un pays recourt à l'épargne étrangère et implique donc une augmentation de la dette nette ou une diminution de la créance nette vis-à-vis de l'étranger.

GRAPHIQUE 1 BALANCE DES OPÉRATIONS COURANTES DE QUELQUES ÉCONOMIES

(soldes en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : FMI, OCDE, Réserve fédérale.

toutefois attribuable en partie aux transferts officiels de différents gouvernements étrangers à titre de contribution aux frais de la première guerre du Golfe. Ensuite, le déficit a de nouveau augmenté de façon quasi ininterrompue et, à la fin de 1999, le niveau record du milieu des années quatre-vingt a été dépassé.

L'ampleur du déficit des opérations courantes des États-Unis est non seulement sans précédent dans leur histoire d'après-guerre, mais elle est en outre assez exceptionnelle d'un point de vue international. Parmi les économies développées, seuls le Portugal, l'Australie et la Nouvelle-Zélande ont en effet enregistré un déficit semblable, en pourcentage de leur PIB, en 2004. Les

États-Unis constituent toutefois l'économie la plus importante au monde, de sorte que le déficit de ce pays, en termes absolus, s'élève à plus de 600 milliards de dollars, alors que celui de l'Australie, par exemple, n'atteint que 39 milliards de dollars. En outre, le dollar des États-Unis joue un rôle clé sur les marchés financiers internationaux. Ces deux aspects font que même une correction importante du déficit extérieur d'une économie de moindre importance n'a pas les mêmes effets sur l'économie mondiale et le système financier international qu'une adaptation plus modérée du solde des opérations courantes américaines.

Sur le plan historique également, le déficit courant important et persistant des États-Unis est remarquable. Ainsi, le Fonds monétaire international⁽¹⁾ (FMI) constate, sur la base d'un examen de la littérature, complété par les résultats de ses propres recherches, que des déficits courants de plus de 4 p.c. du PIB durant trois années consécutives sont assez rares et se produisent en outre toujours dans des économies ouvertes de dimensions relativement faibles. Après trois années de déficits élevés, il se produit généralement, au cours des trois années suivantes, une amélioration à hauteur de 2 p.c. du PIB. Ceci s'accompagne souvent d'une dépréciation importante, en termes réels, de la monnaie concernée, ainsi que d'un ralentissement de la croissance. La Banque des règlements internationaux⁽²⁾ (BRI) aboutit à des conclusions similaires en ce qui concerne tant la valeur du seuil à laquelle une amélioration se produit que les canaux par lesquels le processus d'adaptation s'effectue.

Enfin, la situation actuelle est également exceptionnelle d'un point de vue géographique. Le déficit de la balance courante des États-Unis a pour contrepartie les excédents courants d'autres pays. Bien que les balances des opérations courantes aient déjà présenté d'importants déséquilibres dans les années quatre-vingt, la dimension mondiale du phénomène restait alors plutôt limitée : les déséquilibres étaient essentiellement concentrés aux États-Unis, d'une part, ainsi qu'au Japon et dans les principales économies européennes, en particulier l'Allemagne, d'autre part. Jusqu'en 1987, le déficit américain et les excédents enregistrés au Japon et en Europe ont augmenté de façon quasi parallèle ; au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt, le mouvement s'est inversé. Depuis le milieu des années nonante, toutefois, le déficit américain a pour contrepartie des excédents dans presque toutes les autres régions⁽³⁾, de sorte que le problème a acquis une dimension mondiale.

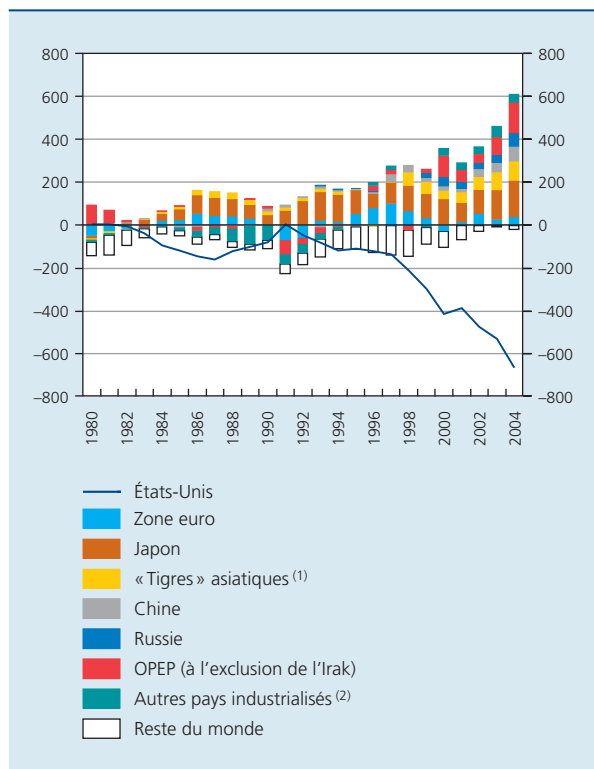
(1) FMI (2002).

(2) BRI (2004).

(3) À cet égard, pour l'ensemble des économies, les statistiques mondiales laissent apparaître un déficit, alors que les soldes de l'ensemble des pays du monde doivent en principe se compenser. Compte tenu de l'ampleur des flux bruts recensés dans les balances des paiements, ces statistiques sont cependant souvent entachées d'erreurs.

GRAPHIQUE 2 DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX

(soldes courants en milliards de dollars)



Source : FMI.

(1) Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taïwan.

(2) Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

Les États-Unis, la zone euro et le Japon ont continué à jouer un rôle majeur dans le commerce mondial. Néanmoins, un nombre croissant d'économies émergentes, principalement en Asie, y ont pris de plus en plus d'importance. Les quatre « tigres » asiatiques ont enregistré, dès les années quatre-vingt, des excédents appréciables de leurs opérations courantes. Après une interruption durant la crise asiatique, leur rôle a continué d'augmenter considérablement depuis la fin des années nonante. Vers le milieu de cette décennie, la Chine a fait son entrée sur le marché mondial et, au cours des dernières années, l'excédent commercial de ce pays a contribué dans une large mesure au surplus de l'Asie. En ce qui concerne les autres régions, le cartel de l'OPEP, tout comme la Russie, enregistrent depuis quelques années d'importants excédents en raison de la hausse du prix du pétrole.

1.2 La position extérieure nette

Le déficit persistant et sans cesse croissant des opérations courantes des États-Unis a entraîné une nette détérioration de la position extérieure globale de ce pays, c'est-à-dire le solde de l'encours de ses avoirs et de ses dettes vis-à-vis de l'étranger. Ainsi, la position extérieure nette positive des États-Unis, à la fin des années quatre-vingt, a fait place à une dette nette qui a fortement augmenté depuis le milieu des années nonante, passant de 4,1 p.c. du PIB en 1995 à 24,1 p.c. du PIB en 2003.

À première vue, cette situation ne paraît pas exceptionnelle. Dans divers pays, tels que l'Australie et la Nouvelle-Zélande, par exemple, l'endettement extérieur net en proportion du PIB est beaucoup plus important encore. Parmi les pays avancés pour lesquels des chiffres sont disponibles, la dette nette des États-Unis, exprimée en milliards de dollars, est toutefois supérieure de moitié environ à celle des autres pays débiteurs nets pris globalement.

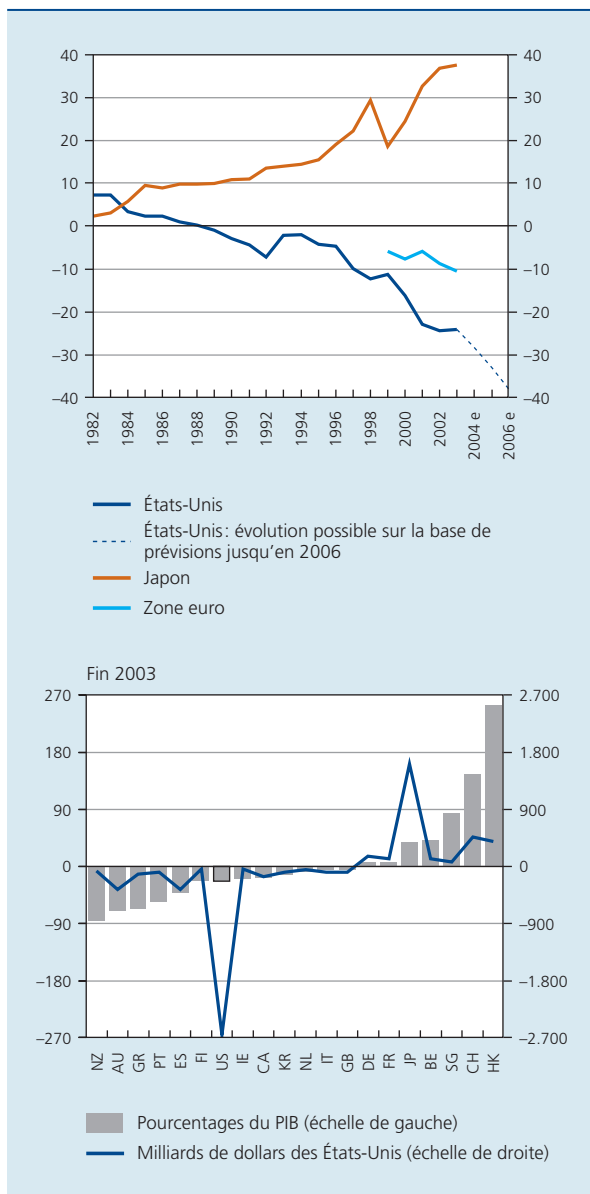
Se basant sur les prévisions économiques de l'OCDE pour 2005 et 2006, il n'est en outre pas exclu que la position débitrice nette des États-Unis vis-à-vis de l'étranger puisse encore augmenter fortement. Sur la base d'une accumulation mécanique des déficits courants prévus, la dette nette des États-Unis vis-à-vis de l'étranger continuerait ainsi d'augmenter sensiblement, pour passer d'environ 24 p.c. du PIB en 2003 à près de 38 p.c. du PIB en 2006 ou de 2.650 milliards de dollars à près de 5.000 milliards de dollars.

Ce simple calcul ne tient toutefois pas compte d'effets de valorisation qui peuvent freiner ou stimuler considérablement l'augmentation de la dette nette. Ainsi, il apparaît que, malgré le déficit important et toujours croissant de la balance courante des États-Unis en 2002 et 2003, la position extérieure nette globale de ce pays en pourcentage du PIB ne s'est guère détériorée au cours de cette période. La dette supplémentaire vis-à-vis de l'étranger à laquelle les déficits courants ont donné lieu (effet de quantité) a en effet été compensée en grande partie par l'effet positif de la dépréciation du dollar (effet de valorisation). La baisse du cours du dollar a en effet eu pour conséquence une revalorisation des actifs, détenus principalement en monnaies étrangères, des États-Unis vis-à-vis du reste du monde, tandis que les engagements des États-Unis sont détenus en grande partie en dollar, étant donné le statut de monnaie internationale du dollar.

Une appréciation correcte des effets de valorisation futurs est très difficile, puisque ceux-ci dépendent essentiellement de l'évolution très incertaine du cours du dollar. Par ailleurs, l'importance des effets de valorisation ne

GRAPHIQUE 3 POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DE QUELQUES ÉCONOMIES

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : BEA, BCE, FMI, OCDE, BNB.

Malgré l'augmentation considérable de la dette nette, le solde des revenus de facteurs – en comparaison du revenu du travail, le revenu du capital est de loin le facteur essentiel en la matière – est jusqu'à présent resté positif aux États-Unis. Les États-Unis sont en effet bénéficiaires nets de revenus d'investissements directs étrangers (IDE) et de placements en actions, tandis qu'ils effectuent des paiements nets d'intérêts sur les titres de créance (en grande partie des versements d'intérêts sur les obligations publiques américaines). Bien que l'encours de la position nette globale des États-Unis en IDE et en placements d'actions ait fortement diminué au cours des dernières années et que l'encours de la dette nette sous forme de titres de créance ait considérablement augmenté – atteignant environ 28 p.c. du PIB des États-Unis en 2003 –, les revenus des IDE et des placements en actions dépassent toujours les paiements d'intérêts sur les titres de créance, étant donné que le rendement implicite des actifs détenus à l'étranger par les États-Unis est supérieur à celui de leurs engagements étrangers. D'une part, le rendement des IDE aux États-Unis est en moyenne nettement moins élevé que celui des IDE américains dans le reste du monde. D'autre part, le rendement des titres de créance américains est, depuis quelque temps déjà, relativement bas – ce qui pèse sur les paiements d'intérêts –, bien qu'il soit comparable au rendement des titres de créance détenus par des résidents américains sur l'étranger.

Il n'empêche que le solde des revenus de facteurs, exprimé en pourcentage du PIB, a dégagé au fil des ans une tendance à la baisse et qu'il était à peine positif en 2004. Dans ses prévisions économiques, l'OCDE estime que ce solde fera place à un léger déficit en 2005, qui passerait à 0,2 p.c. du PIB en 2006. Ceci signifie que, pour la première fois depuis près d'un siècle, les États-Unis deviendraient payeurs nets de revenus de facteurs.

peut être surestimée étant donné que ceux-ci peuvent donner lieu, tôt ou tard, à des « coûts de réputation ». Des dépréciations répétées du cours de change peuvent en effet inciter des investisseurs étrangers à exiger un rendement plus élevé sur leurs placements en dollars, ce qui, par l'effet négatif exercé sur le compte de revenus et le compte courant, peut encore accroître la position débitrice nette. La correction du compte courant de la balance des paiements reste donc le principal canal pour améliorer la position extérieure globale des États-Unis.

2. Tendances macroéconomiques sous-jacentes

L'article présente ci-dessous les facteurs macroéconomiques qui sont à l'origine du déficit de la balance courante des États-Unis, qui en ont en partie déterminé l'évolution et qui peuvent être déterminants pour les développements futurs. Étant donné le lien macroéconomique existant entre les équilibres externes (compte courant de la balance des paiements) et intérieurs (solde de l'épargne et des investissements), ainsi qu'entre le déficit courant et son financement, différentes approches complémentaires sont possibles.

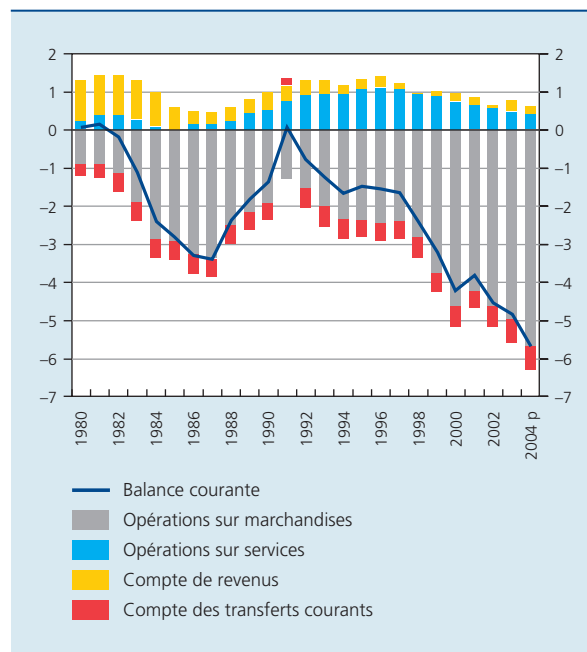
2.1 Approche par les flux commerciaux

L'augmentation du déficit du compte courant de la balance des paiements des États-Unis, au cours des années nonante, est attribuable presque entièrement à une détérioration des opérations sur marchandises pour lesquelles un déficit en nette croissance a été enregistré. Parallèlement, les excédents des opérations sur services et du compte des revenus ont quelque peu régressé ces dernières années. Le compte des transferts courants a, par contre, accusé un déficit persistant mais stable en pourcentage du PIB.

D'un point de vue géographique, le déficit en hausse des opérations sur marchandises peut être attribué, d'une part, à un déficit commercial élevé et toujours croissant vis-à-vis des partenaires commerciaux traditionnels que sont l'Europe et le Japon et, d'autre part, à l'augmentation de ce déficit à l'égard d'un certain nombre de nouveaux acteurs sur le marché mondial, principalement la Chine. La croissance économique nettement plus rapide aux États-Unis, principalement durant la seconde moitié des années nonante, est souvent citée en premier lieu comme cause possible de la persistance d'un déficit commercial élevé à l'égard de l'Europe et du Japon. En outre, l'économie américaine se caractérise par des élasticités-revenus asymétriques à l'exportation et à l'importation. Même si le taux de croissance économique aux États-Unis ne dépassait pas celui de la zone euro ou du Japon, le déficit commercial américain progresserait tout de même étant donné que la préférence des consommateurs américains pour les biens et services étrangers est manifestement plus élevée que celle des autres pays pour les biens et services américains. Cette asymétrie a été constatée pour la première fois par Houthakker et Magee, en 1969, et est souvent désignée dans la littérature économique sous le nom de « Houthakker-Magee Income Asymmetry Hypothesis ». Enfin, on peut considérer que la forte appréciation du dollar, entre le milieu de 1995 et la fin de 2001,

GRAPHIQUE 4 BALANCE COURANTE DES ÉTATS-UNIS :
PRINCIPAUX SOLDES

(pourcentages du PIB)



Source : BEA.

a exercé un effet différé. En termes effectifs réels, la devise américaine a augmenté d'environ 40 p.c. en valeur.

En plus de l'Europe et du Japon, le déficit a également augmenté à l'égard de la Chine et, dans une moindre mesure, de l'Amérique latine. En 2004, le déficit commercial vis-à-vis de la Chine atteignait déjà près du quart du déficit total des opérations sur marchandises. L'importance croissante de la Chine dans les relations commerciales américaines reflète essentiellement le déplacement d'une partie de la chaîne de production régionale en Asie, du Japon et de la Corée du Sud, entre autres, vers la Chine. En outre, l'importance des IDE américains en Chine a augmenté, en particulier dans des secteurs orientés à l'exportation vers les États-Unis.

2.2 Approche par l'épargne et les investissements

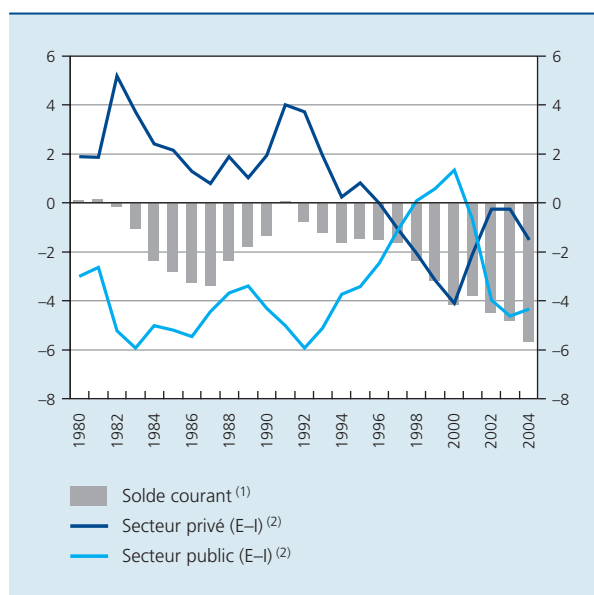
Le solde courant peut également être examiné sous l'angle de l'écart existant entre l'épargne et les investissements dans une économie, étant donné que l'égalité entre cet écart et le solde courant peut être démontrée sur le plan comptable. Au cours des années nonante, le besoin de financement extérieur croissant des États-Unis est allé de pair avec un fort recul de l'excédent de

l'épargne intérieure du secteur privé. Vers le milieu des années nonante, ce surplus a même fait place à un déficit qui a continué d'augmenter jusqu'en 2000. Bien que les pouvoirs publics n'aient cessé de réduire leur désépargne, le déficit de financement total de l'économie américaine a augmenté. Au cours de cette période, les conditions macroéconomiques sous-jacentes différaient fondamentalement de celles des années quatre-vingt, lorsque l'économie américaine se caractérisait par un double déficit, c'est-à-dire un déficit de la balance courante et un déficit budgétaire.

L'augmentation du besoin de financement du secteur privé, au cours des années nonante, a découlé dans une large mesure d'une accélération des dépenses d'investissement, le tout lié à une phase prolongée de forte croissance de la productivité. Cette croissance est à mettre en rapport avec l'arrivée de l'internet et l'intégration accélérée de nouvelles évolutions technologiques en matière d'informatique et de télécommunications dans le processus de production, ce qui constitue un aspect important de ce qu'on a appelé, à un moment donné, la « nouvelle économie ». En même temps, l'épargne privée a diminué, ce qui s'explique, entre autres, par la nette amélioration du patrimoine des ménages, notamment à la suite de l'augmentation des prix des actions.

Depuis le début de la décennie, le contexte macroéconomique à l'origine de l'augmentation du besoin de financement extérieur des États-Unis a toutefois changé. À la suite de l'éclatement de la bulle technologique, les investissements dans l'économie américaine ont fortement régressé au cours des années 2001-2002. Par la suite, les investissements ont de nouveau repris progressivement, mais principalement, au début, dans le logement et les secteurs des biens non marchands. Cette évolution n'est pas sans importance. En effet, ces secteurs ne contribuent en général que dans une faible mesure aux résultats à l'exportation d'une économie, de sorte que ces investissements n'augmentent guère la capacité de l'économie américaine à rembourser la dette extérieure. L'épargne privée, pour sa part, a légèrement augmenté grâce aux entreprises qui ont essayé d'améliorer leur bilan, tandis que le taux d'épargne des ménages a continué de fléchir. Globalement, le solde entre épargne et investissements du secteur privé a été à peu près en équilibre en 2002 et 2003. Des réductions d'impôts et une augmentation des dépenses publiques, entre autres pour la défense, ont toutefois eu pour effet de transformer rapidement l'excédent de financement des pouvoirs publics en un déficit important, de sorte que les anciens « déficits jumeaux » sont réapparus au cours de cette période. En 2004, enfin, les investissements des entreprises ont fortement repris, de sorte que le solde de l'épargne et des investissements du secteur privé est également devenu négatif.

GRAPHIQUE 5 BALANCE COURANTE ET SOLDE DE L'ÉPARGNE ET DES INVESTISSEMENTS AUX ÉTATS-UNIS
(pourcentages du PIB)



Source : BEA.

(1) Pour des motifs statistiques, il existe une certaine disparité entre le solde de la balance courante et le solde de financement total.

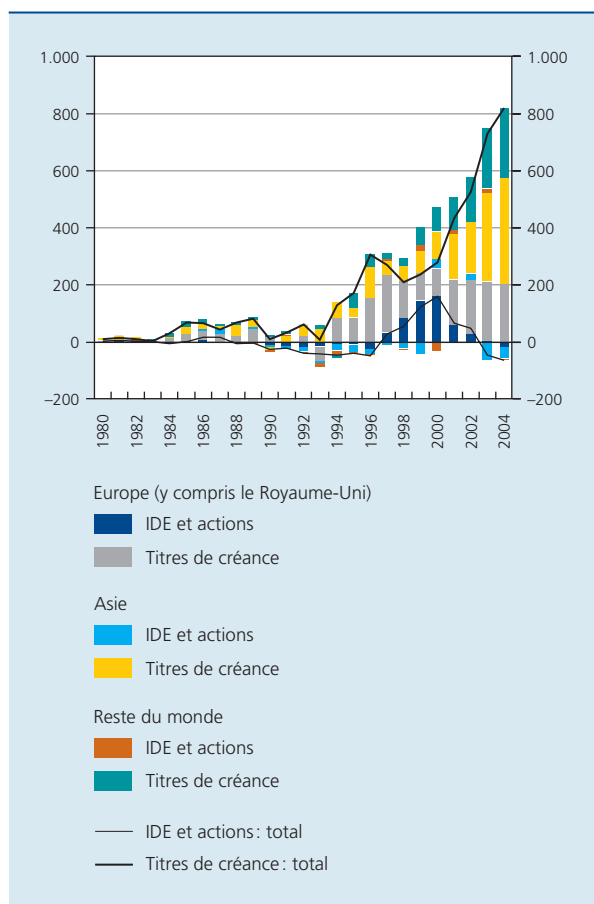
(2) E-I exprime la différence entre l'épargne et les investissements d'un secteur.

2.3 Approche par les flux de capitaux

Depuis le milieu des années nonante, le gonflement du déficit courant de la balance des paiements américaine s'est accompagné de changements notables dans les flux de financement, tant sur le plan des instruments de placement que de l'origine. Globalement, à partir de 2001, les entrées importantes d'IDE et de placements en actions privés en provenance d'Europe ont fait place à des investissements dans des titres publics américains par des investisseurs asiatiques du secteur public.

Entre le milieu des années nonante et 2000, les capitaux ont surtout été apportés par des investisseurs – privés – européens. Au départ, ces apports ont été essentiellement constitués de placements dans des titres de créance, notamment en raison du différentiel de taux positif par rapport à la zone euro durant une grande partie de cette période. À partir de 1997, ces entrées de capitaux ont également pris la forme d'IDE et de placements en actions, dans le contexte de la croissance soutenue de la productivité de l'économie américaine. Outre les attentes de rendements plus élevés, les marchés financiers relativement liquides aux États-Unis, un réaménagement de la

GRAPHIQUE 6 FLUX FINANCIERS NETS VERS LES ÉTATS-UNIS
SELON LA RÉGION D'ORIGINE ET L'INSTRUMENT
DE PLACEMENT
(milliards de dollars)



Source : Trésor américain.

composition en devises des portefeuilles, plus particulièrement à l'approche de l'UEM, et un assouplissement de la réglementation, concernant par exemple les placements étrangers de fonds de pension, ont également pu jouer un rôle dans l'apparition de ces flux de capitaux.

Les anticipations relatives au rendement des investissements dans ce que l'on a appelé la « nouvelle économie » se sont ensuite avérées trop optimistes. Les investisseurs et les financiers européens ont essuyé de lourdes pertes sous l'effet de l'éclatement de la bulle technologique.

Lorsqu'il est apparu que les rendements attendus ne seraient pas atteints, les entrées d'IDE et de placements en actions se sont fortement repliées dès 2001 ; en 2003 et 2004, elles se sont même transformées en sorties de capitaux. Toutes autres choses restant égales, cette diminution aurait inévitablement dû conduire à une réduction du déficit courant américain, notamment sous

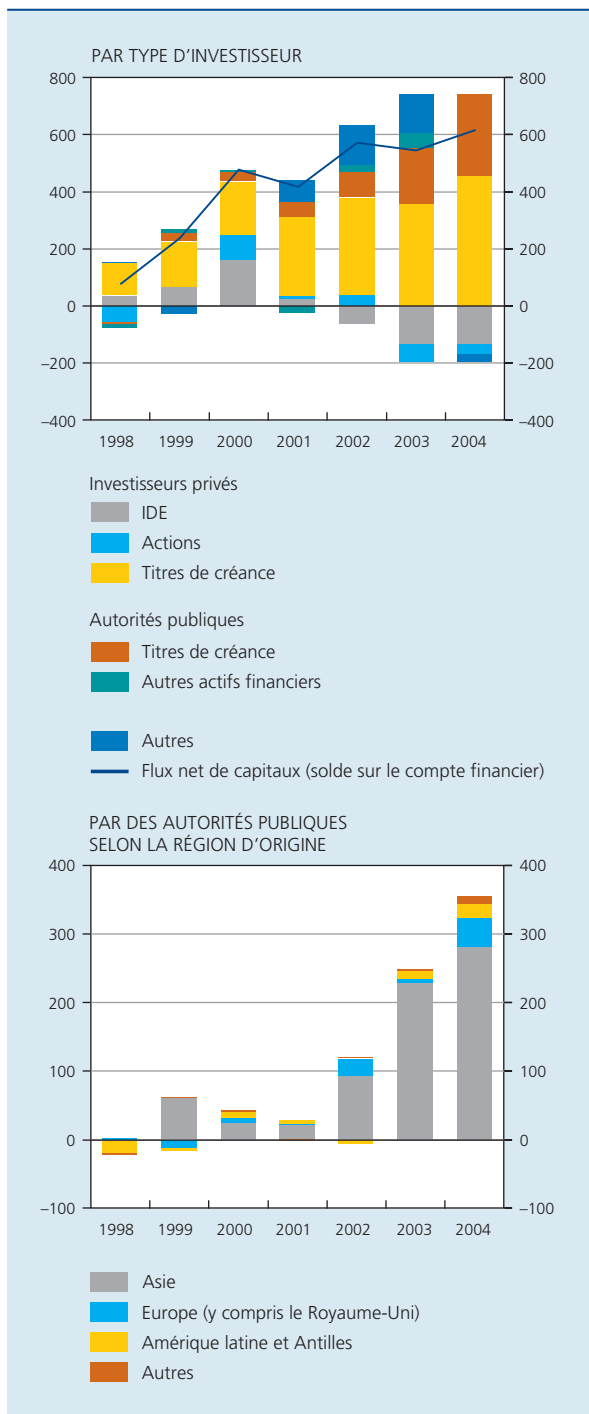
l'effet d'un ralentissement de la croissance aux États-Unis. Il n'en a toutefois rien été, puisque la baisse des entrées de capitaux a été largement contrebalancée par des entrées considérables de capitaux pour l'achat d'obligations d'entreprises et de titres publics. Parallèlement au poids grandissant des titres de créance dans le compte financier des États-Unis, l'importance de l'Asie dans ces placements a elle aussi augmenté⁽¹⁾.

Si l'on considère le type d'investisseur, la place grandissante des titres de créance dans les entrées nettes de capitaux aux États-Unis s'est accompagnée depuis 2002 d'une forte progression du financement par des autorités publiques étrangères, essentiellement asiatiques et sous la forme de titres des pouvoirs publics, notamment du Trésor américain.

La constitution de réserves officielles considérables par les banques centrales asiatiques, combinée aux données montrant que la progression mondiale des réserves de change ces dernières années est essentiellement due à l'augmentation de celles qui sont libellées en dollar, suggère que ce sont surtout les banques centrales des pays concernés qui sont à l'origine de ces achats. C'est le Japon qui a constitué le plus de réserves officielles, bien que la Chine ait été également très active en ce domaine. Compte tenu du poids plus modeste de Taïwan, de la Corée et de l'Inde dans l'économie mondiale, les réserves constituées dans ces pays peuvent également être considérées comme exceptionnelles.

(1) La ventilation par région d'origine ne peut être effectuée que sur la base du lieu de la transaction et non sur celle du pays d'origine de l'acheteur. Ceci explique, par exemple, la place de premier plan du Royaume-Uni : il semble que de nombreuses transactions en instruments financiers américains avec des résidents de la zone euro, des pays de l'OPEP ou même d'Asie s'effectuent par le biais de la City de Londres. De même, l'importance de la zone Antilles s'est accrue également ces dernières années (« centres offshore »). Ces « centres » sont repris dans la rubrique « reste du monde » du graphique. La ventilation des entrées nettes de capitaux aux États-Unis par région d'origine n'a par conséquent qu'une valeur indicative.

GRAPHIQUE 7 FLUX FINANCIERS NETS VERS LES ÉTATS-UNIS, PAR TYPE D'INVESTISSEUR ET SUIVANT LA RÉGION D'ORIGINE DES AUTORITÉS PUBLIQUES (milliards de dollars)



Source : BEA.

3. La situation actuelle est-elle tenable ?

Le déficit de la balance courante des États-Unis a donc pris des proportions exceptionnelles, tant du point de vue américain que dans une perspective internationale. Il n'est donc pas étonnant que les inquiétudes liées à la soutenabilité des déséquilibres se soient amplifiées ces dernières années.

Un déficit important du compte courant de la balance des paiements ou une dette élevée vis-à-vis de l'étranger n'est pas nécessairement insoutenable ou source d'instabilité. Tant que les investisseurs étrangers demeurent convaincus de la rentabilité de leurs placements et de la capacité du débiteur à acquitter ses dettes étrangères, ils resteront en effet disposés à financer ses besoins en capitaux et la situation pourra être maintenue.

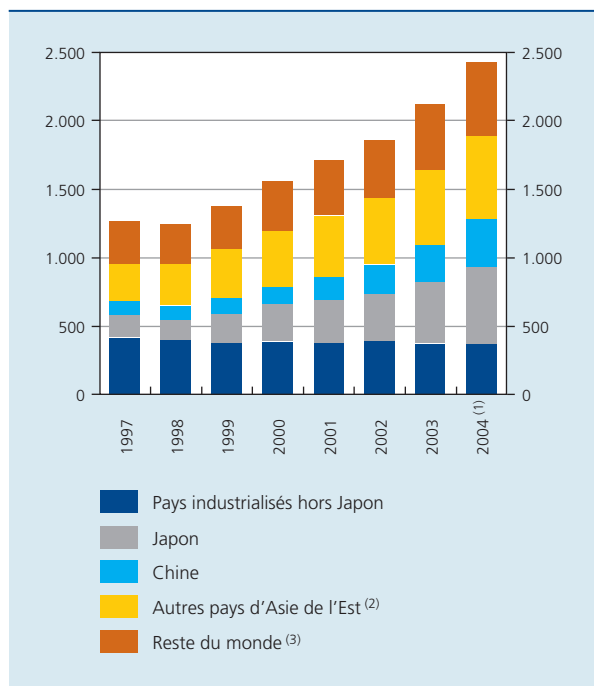
À cet égard, la question du bien-fondé de la comparaison entre les États-Unis et d'autres pays se pose. L'idée que, étant donné leur rôle de premier plan dans le système financier international, les États-Unis ne doivent pas craindre, comme d'autres pays confrontés à de telles circonstances, un repli soudain du flux de financement de leur déficit, reçoit en effet un écho de plus en plus large. Non seulement les États-Unis disposent de marchés financiers très profonds, qui permettent en tout cas aux investisseurs de constituer facilement un portefeuille diversifié en actifs libellés exclusivement en dollar, mais le dollar reste aussi la plus importante monnaie internationale, notamment dans le cadre des transactions commerciales et des réserves de change des banques centrales. En conséquence, les déficits à venir de la balance courante américaine pourraient encore être financés assez longtemps et sans trop de problèmes par des autorités officielles et des investisseurs privés étrangers.

Dans ce contexte, Michael Dooley, David Folkerts-Landau et Peter Garber décrivent, dans une série d'articles faisant autorité⁽¹⁾, le système monétaire international actuel comme une sorte de régime de Bretton Woods « ressuscité ». Il existe en effet un certain nombre de similitudes avec la période d'après-guerre. D'abord, plusieurs pays asiatiques, dont la Chine, appliquent à l'heure actuelle, formellement ou informellement, un cours de change fixe ou quasiment fixe par rapport au dollar. Ceci ressemble à un étalon-dollar informel et rappelle fortement l'étalon dollar-or du régime initial de Bretton Woods. Ensuite, l'accumulation de réserves en dollars par différents pays asiatiques, en raison des interventions nécessaires pour éviter une appréciation de leurs monnaies vis-à-vis de la devise américaine, a sensiblement contribué, ces dernières

(1) Dooley, Folkerts-Landau et Garber (2003, 2004a, 2004b).

GRAPHIQUE 8 RÉSERVES OFFICIELLES

(encours en milliards de DTS, fin de période, abstraction faite de l'or)



Source : FMI.

(1) Septembre 2004.

(2) Corée, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan, Thaïlande.

(3) Pays non industrialisés d'Europe, autres pays asiatiques, Moyen-Orient, Amérique latine et Afrique.

années, tant à la stratégie de croissance tirée par les exportations de ces pays qu'au financement du déficit de la balance courante américaine. Ainsi, comme dans le régime initial de Bretton Woods, les États-Unis peuvent encore être considérés comme l'économie de référence qui jouit du privilège d'émission de la principale monnaie de réserve internationale, et les pays de la « périphérie » sont disposés à acheter ces dollars afin de réaliser leur stratégie de rattrapage. Étant donné l'intégration de nouveaux pays dans l'économie internationale, la « périphérie » s'est toutefois largement déplacée, en comparaison du régime initial de Bretton Woods, de l'Europe et du Japon vers le reste de l'Asie de l'Est.

Ces dernières années, la configuration des cours de change de ce « nouveau » Bretton Woods a incontestablement présenté plusieurs avantages mutuels pour diverses régions du monde. Pour les pays asiatiques, cette politique de change cadre avec leur stratégie de croissance axée sur les exportations. Quant aux États-Unis, ils ont, au cours des dernières années, trouvé dans les banques centrales de la « périphérie » asiatique des bailleurs de fonds importants pour financer le déficit de leur balance courante.

Par ailleurs, le dollar fort a permis de limiter l'augmentation des prix à l'importation aux États-Unis, ce qui a atténué les tensions inflationnistes. La croissance américaine a dès lors pu continuer à s'appuyer sur l'expansion de la demande intérieure, qui a d'ailleurs été l'un des moteurs de la croissance dans le reste du monde.

On peut toutefois supposer que les rapports de change, qui sont maintenus artificiellement dans le « nouveau » Bretton Woods, ont occasionné plusieurs distorsions.

Aux États-Unis, des distorsions peuvent être apparues dans les dépenses. Les interventions de change de banques centrales asiatiques ont soutenu le dollar, ce qui a fourni, de manière artificielle, un stimulant supplémentaire aux importations américaines, en particulier de produits asiatiques bon marché. Parallèlement, les placements effectués par ces banques centrales dans des emprunts des pouvoirs publics américains ont pu contribuer, en dépit de l'aggravation du déficit budgétaire, au niveau relativement bas des taux⁽¹⁾, qui a normalement stimulé la consommation et la demande de logements et a, par conséquent, concouru, directement ou indirectement – notamment par des effets de richesse liés à la hausse des prix de l'immobilier –, au nouveau recul du taux d'épargne des particuliers outre-Atlantique. L'affaiblissement de la compétitivité aurait, en revanche, ralenti les investissements dans le secteur des biens commercialisables, qui doit en définitive constituer la base de la capacité d'exportation et de la réduction du déficit commercial. Étant donné le niveau historiquement bas du taux d'épargne des ménages, on a souvent mis en garde contre une éventuelle correction profonde des déséquilibres internes aux États-Unis, si, par exemple, le patrimoine des ménages américains venait à progresser nettement plus lentement que les années précédentes.

Bien qu'ils soutiennent la croissance axée sur les exportations dans plusieurs pays asiatiques, les rapports de change entraînent également un coût considérable pour cette région. Ainsi, la politique de changes fixes dans certains de ces pays peut avoir donné lieu, dans une plus ou moins large mesure, à une perte de contrôle de la croissance de la masse monétaire. Certains observateurs y voient un risque de croissance monétaire excessive, susceptible de provoquer une bulle, dans l'immobilier par exemple, avec les conséquences graves que cela pourrait avoir, compte tenu également de la faiblesse du secteur financier dans certains de ces pays. On évoque aussi à cet égard la situation du Japon de la fin des années quatre-vingt et du début des années nonante, lorsqu'une bulle spéculative a éclaté sur

(1) Roubini et Setser (2005), pp. 8-10, avancent que les estimations des effets à la baisse de ces placements en dollars sur le taux américain varient substantiellement et, selon la source, fluctuent entre 40 et quelque 200 points de base.

les marchés de l'immobilier et des actions de ce pays, dont les effets sur l'économie japonaise se font encore sentir. De même, la configuration du « nouveau » Bretton Woods comporte, selon certains observateurs⁽¹⁾, un échange international de risques par lequel des pays asiatiques, d'une part, exportent des ressources financières qui sont investies dans des titres de qualité émis par les pouvoirs publics américains et, d'autre part, importent des capitaux qui sont placés dans les économies nationales en actifs plus risqués, tels que des actions et des obligations de faible ou moyenne qualité, ou en IDE. Cet échange international de risques est susceptible de freiner le développement des marchés financiers dans les économies concernées. Simultanément, le maintien de réserves substantielles en dollars peut entraîner des coûts d'opportunité élevés pour ces pays, à l'exception du Japon, étant donné que le revenu des titres de créance américains sans risque est généralement inférieur à celui qui pourrait être obtenu sur des placements en actifs nationaux. Enfin, ces banques centrales courent un risque de change majeur sur leurs réserves, car les moins-values potentielles en cas d'abandon de la liaison de leurs monnaies au dollar sont considérables.

À cet égard, des études comme celle du FMI⁽²⁾ montrent que certains pays asiatiques ont constitué des réserves de change excessivement élevées depuis la crise qu'a traversée la région. Les réserves de change de plusieurs banques centrales asiatiques ont en effet sensiblement augmenté, non seulement en valeur absolue, mais aussi par rapport aux importations ou à la dette extérieure à court terme du pays concerné. Ce dernier rapport est souvent considéré comme un indicateur fiable de la vulnérabilité d'un pays à une crise financière. Se fondant sur une recherche empirique, le FMI constate qu'un rapport des réserves à la dette à court terme équivalant à 1 constitue une valeur critique. Le rapport des réserves à la dette à court terme a nettement progressé dans plusieurs pays asiatiques, et cette valeur critique est parfois largement dépassée, notamment en Thaïlande, en Inde, à Taïwan et, surtout, en Chine. Se fondant sur une analyse des facteurs qui en général peuvent justifier une constitution normale de réserves de change, le FMI conclut en outre que l'ampleur des réserves de change des pays asiatiques émergents correspondait encore à l'évolution des variables explicatives sous-jacentes entre 1997 et 2001, mais que ce n'est plus le cas depuis 2002.

Vu la réussite de la stratégie de croissance suivie, les autorités monétaires asiatiques poursuivront sans doute encore leur politique pendant un certain temps, ne fût-ce que pour éviter une appréciation brutale de leurs monnaies par rapport au dollar ou pour protéger leurs secteurs financiers encore faibles. Il n'en reste pas moins que la situation présente en matière de cours de change

et de flux financiers s'appuie dans une mesure assez large sur la propension unilatérale de ces autorités à continuer à financer l'important déficit de la balance courante des États-Unis à des conditions avantageuses. Cela rend l'économie américaine vulnérable à un brusque retournement de cette attitude et comporte un risque non négligeable pour l'économie mondiale. Contrairement au régime initial de Bretton Woods, dans lequel la valeur du dollar des États-Unis était garantie par la convertibilité, à un cours fixe, du dollar vis-à-vis de l'or, aucun arrangement institutionnel assurant le maintien du régime par les pays de la « périphérie » n'est actuellement prévu. De plus, l'arrangement initial de Bretton Woods ne s'est pas avéré lui-même, en définitive, à l'épreuve des tensions résultant de déséquilibres fondamentaux.

Comme le fait observer Eichengreen⁽³⁾, l'économie mondiale a par ailleurs fondamentalement changé depuis la fin du régime initial de Bretton Woods. Les pays qui forment la « périphérie » sont aujourd'hui plus nombreux et plus hétérogènes qu'à l'époque de Bretton Woods. Ils seront dès lors peut-être moins enclins que dans le régime initial à mener une politique d'« intérêt commun ». Il n'est donc pas exclu que certains pays se comportent en *free rider* en convertissant leurs réserves en dollars (ou une partie de celles-ci) en d'autres monnaies, au moment où la monnaie américaine est encore globalement soutenue, dans la perspective de sa dépréciation. En outre, vu les importants contrôles des capitaux dans les autres pays, investir aux États-Unis dans les années cinquante et soixante était quasiment le seul substitut aux placements nationaux, mais dans la situation actuelle, une variation des perspectives de croissance ou de l'opinion du marché peut occasionner de larges remaniements de portefeuille vers des placements dans d'autres monnaies. De surcroît, l'euro offre à présent un substitut potentiel en tant que monnaie de réserve internationale.

On peut objecter à une inquiétude trop vive concernant la soutenabilité du financement du déficit courant américain que les banques centrales de certains pays asiatiques n'en constituent certainement pas la seule source. Le financement provenait en effet également pour une grande part des investisseurs privés, même encore en 2003 et 2004. Ces investissements et placements sont notamment motivés par les perspectives de rendement, qui dépendent à leur tour des perspectives de croissance relative des différentes économies. Comme la croissance en Europe et au Japon est manifestement encore handicapée par des contraintes structurelles et comme les États-Unis pourront

(1) Notamment McCauley (2003).

(2) FMI (2003).

(3) Eichengreen (2004).

sans doute encore longtemps enregistrer un niveau de croissance plus élevé, ce financement privé pourrait continuer à être assuré. Toutefois, les investisseurs et opérateurs financiers privés fondent probablement aussi leurs perspectives d'évolution du cours du dollar, élément essentiel de leurs anticipations de rendement, sur le comportement des banques centrales en la matière. Si la politique de change subissait de profondes modifications dans les pays asiatiques, les investisseurs privés pourraient alors se montrer également nettement moins enclins à garder des actifs en dollars.

Vu les avantages mutuels incontestables de la situation actuelle pour de grandes régions du monde, un important problème se pose, dans l'ensemble, quant à l'opportunité et à la façon de sortir du système. L'expérience des régimes de taux de change fixes, et notamment du régime initial de Bretton Woods, montre cependant qu'il est préférable de corriger les distorsions en temps opportun plutôt que d'attendre que les tensions atteignent des niveaux très élevés. Les risques d'une brusque correction incontrôlée du déficit du compte courant des États-Unis sont en effet considérables, à savoir une chute potentiellement forte du dollar ou un relèvement sensible des taux aux conséquences graves, et pas seulement pour les marchés financiers. Il va de soi que ces événements pourraient avoir des répercussions profondes sur la croissance économique aux États-Unis et dans le reste du monde.

4. Comment l'ajustement peut-il s'effectuer ?

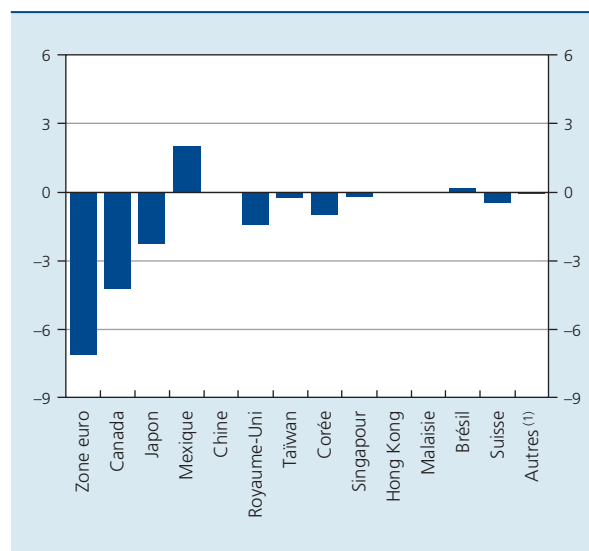
4.1 Une correction exclusivement par le biais du marché des changes

Plusieurs scénarios de correction des déséquilibres mondiaux sont envisageables. L'un d'eux (*benign neglect*) consiste à intervenir le moins possible par le biais de la politique économique sur le marché et à laisser se réaliser dans la plus large mesure l'ajustement par une correction du cours de change. Dans ce scénario, le risque d'évolution désordonnée du cours de change et des taux d'intérêt, généralement imputable à une crise de confiance dans le dollar, ne peut pas être exclu, d'autant que les marchés ont parfois tendance à réagir de manière excessive (*overshooting*). Des mouvements de change brusques et excessifs perturbent le fonctionnement de l'économie, car ils ne donnent pas le temps aux agents économiques d'accorder leurs décisions au nouvel environnement.

En outre, les résultats des simulations – telles que celles effectuées à l'aide du modèle NiGEM⁽¹⁾ ou réalisées par l'OCDE sur la base de son modèle Interlink⁽²⁾ – permettent de déduire qu'un ajustement important du déficit courant américain qui reposerait totalement sur une correction du cours de change, nécessiterait une dépréciation sensible du dollar. Les calculs de l'OCDE indiquent par exemple qu'une dépréciation effective nominale du dollar de 22,5 p.c., répartie sur un grand nombre de monnaies, y compris asiatiques, n'améliorerait que modestement le déficit courant américain, soit de 1,3 p.c. du PIB après six ans. Un rééquilibrage total du compte courant des États-Unis, à hauteur de 5,7 p.c. du PIB pourrait donc nécessiter une correction très importante du cours de change ce qui menacerait la structure économique existante et serait aussi assez exceptionnel d'un point de vue historique. À titre de comparaison, on peut notamment se référer à la période allant de février 2002 à avril 2005, durant laquelle, selon les données de la Réserve fédérale, le cours de change moyen pondéré du dollar n'a reculé que de quelque 15 p.c. La dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro a représenté environ la moitié de cette dépréciation effective nominale, ce qui signifie que l'appréciation de l'euro a déjà fourni une contribution importante à la correction du cours du dollar.

GRAPHIQUE 9 DÉPRÉCIATION DU COURS DE CHANGE EFFECTIF NOMINAL DU DOLLAR ENTRE FÉVRIER 2002 ET AVRIL 2005

(contributions des monnaies des principaux partenaires commerciaux en points de pourcentage)



Source : Réserve fédérale.

(1) Arabie saoudite, Argentine, Australie, Chili, Colombie, Inde, Indonésie, Israël, Philippines, Russie, Suède, Thaïlande, Venezuela.

(1) NiGEM est un modèle économétrique large de l'économie mondiale, qui a été conçu par le *National Institute of Economic and Social Research* britannique.

(2) OCDE (2004).

4.2 Actions envisageables

Il semble par conséquent qu'un ajustement des rapports de change ne suffise pas en soi à corriger les déséquilibres des comptes courants à l'échelle mondiale. Pour garantir un ajustement progressif et ordonné, on plaide de plus en plus pour que les économies concernées mettent en œuvre des mesures simultanées dans différents domaines, comme la réduction du besoin de financement des pouvoirs publics américains, la réalisation de réformes structurelles dans la zone euro et au Japon afin d'accroître le potentiel de croissance de ces économies et la recherche d'une plus grande flexibilité des cours de change en Asie.

Comme indiqué précédemment, un déficit du compte courant de la balance des paiements est le reflet d'un déficit d'épargne intérieure de l'économie concernée. Il n'est dès lors pas étonnant que la solution au problème du déficit courant américain s'oriente souvent vers un rétablissement de l'équilibre entre épargne et investissement dans ce pays et, compte tenu du déficit public considérable, la première solution envisagée est une consolidation budgétaire. À cet égard, les résultats des simulations effectuées au moyen de modèles économiques suggèrent que le déficit budgétaire américain devra sensiblement se réduire pour exercer un effet notable sur le compte courant du pays. En définitive, l'incidence macro-

économique de cette consolidation est effectivement fonction de la réaction de l'épargne privée, étant donné qu'une réduction de la désépargne des pouvoirs publics est susceptible de faire encore reculer l'épargne privée, par exemple sous l'effet d'une politique monétaire plus souple ou dans la perspective d'une baisse des impôts. Ainsi, selon le modèle NiGEM, une réduction à hauteur de 6 p.c. du PIB du déficit budgétaire américain, étalée sur six ans, entraînerait une contraction de 1,2 p.c. du PIB des importations réelles nettes des États-Unis au terme de cette période. Ces résultats correspondent approximativement à ceux obtenus par l'OCDE à partir du modèle Interlink, selon lesquels une diminution progressive du déficit budgétaire américain à hauteur de 6 p.c. du PIB, répartie sur six ans, se traduirait par une amélioration de 2,6 p.c. du PIB du déficit courant à la fin de la période.

Étant donné que tant une dépréciation du dollar qu'une consolidation budgétaire aux États-Unis nécessiteraient une correction importante pour rééquilibrer le compte courant américain, on plaide souvent en faveur d'une combinaison des différents mécanismes d'ajustement. Selon les calculs de l'OCDE, le déficit du compte courant américain se réduirait de 2,5 p.c. du PIB après six ans dans un scénario envisageant à la fois une dépréciation de 15 p.c. du dollar et une réduction de 4 p.c. du PIB du déficit public américain. Sur la base du modèle NiGEM, une amélioration comparable des exportations réelles

TABEAU 1 EFFET SUR LE SOLDE DU COMPTE COURANT DES ÉTATS-UNIS

	Choc	Effet sur le compte courant américain ⁽¹⁾ après six ans
Dépréciation du cours de change effectif nominal du dollar		
OCDE (Interlink)	22,5 p.c.	+1,3 p.c. du PIB
BNB (NiGEM)	25 p.c.	+1,0 p.c. du PIB
Consolidation budgétaire aux États-Unis		
OCDE (Interlink)	+6 p.c. du PIB	+2,6 p.c. du PIB
BNB (NiGEM)	+6 p.c. du PIB	+1,2 p.c. du PIB
Combinaison d'un choc de change et d'une consolidation budgétaire		
OCDE (Interlink)	dollar effectif nominal : -15 p.c. et consolidation budgétaire à hauteur de 4 p.c. du PIB	+2,5 p.c. du PIB
BNB (NiGEM)	dollar effectif nominal : -25 p.c. et consolidation budgétaire à hauteur de 6 p.c. du PIB	+2,2 p.c. du PIB
Croissance plus rapide chez les partenaires commerciaux		
Brook, Sédillot et Ollivaud (2004)	PIB zone euro et Japon +0,5 p.c.	+0,2 p.c. du PIB

Sources : Brook, Sédillot et Ollivaud (2004), OCDE, BNB.

(1) Exportations réelles nettes pour les simulations dans le cadre du modèle NiGEM.

nettes serait obtenue grâce à une baisse du déficit budgétaire de 6 p.c. du PIB et une dépréciation du cours de change de 25 p.c.

Enfin, dans la deuxième partie, la croissance économique nettement plus élevée aux États-Unis qu'en Europe et au Japon, surtout durant la seconde moitié des années nonante, est signalée comme une cause possible de la détérioration de la balance commerciale américaine. Une dernière option peut dès lors consister à réaliser une croissance potentielle plus forte chez ces partenaires commerciaux traditionnels des États-Unis. Il semble que, dans ces pays, la politique structurelle visant à accroître la productivité et l'emploi ait un rôle de premier plan à jouer. Selon certaines études⁽¹⁾, un affermissement de la croissance en dehors des États-Unis contribuerait, à court ou à moyen terme, seulement de manière limitée à la réduction du déficit courant américain. Selon ces calculs, une hausse permanente de la croissance du PIB à concurrence de 0,5 point de pourcentage dans la zone euro et au Japon ne réduirait que de 0,2 p.c. du PIB le déficit du compte courant des États-Unis après six ans. Avant de tirer des conclusions définitives concernant l'inefficacité de ce scénario, il est toutefois souhaitable que ce résultat soit confirmé par d'autres études.

L'ampleur des efforts à consentir pour réduire sensiblement le déficit courant américain démontre une nouvelle fois la gravité du problème et plaide en faveur de l'adoption de mesures de politique économique coordonnées dans les économies concernées.

4.3 Prises de position et mesures des économies concernées

Les préoccupations liées au déficit du compte courant américain et à l'évolution des cours de change font non seulement l'objet d'études scientifiques, mais elles figurent également dans les priorités de forums internationaux tels que les réunions du G7 ou du G20.

Ainsi, dès septembre 2003, lors de leur réunion à Dubaï, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G7 ont fait une place au principe de la flexibilité des cours de change dans leur communiqué. Ils ont en outre souligné l'importance de la croissance de la productivité et de l'emploi au sein du G7, sans toutefois préciser la responsabilité de chaque économie concernée. La brusque chute du cours du dollar à la fin de l'année 2003 et au début de l'année 2004, surtout par rapport à l'euro, a montré que les véritables intentions du communiqué de Dubaï, à savoir une plus grande flexibilité des cours de change en Asie, n'ont pas été perçues par les

opérateurs. C'est pourquoi les communiqués publiés après les réunions du G7 en février et avril 2004 précisaient qu'une volatilité excessive des marchés des changes et des fluctuations désordonnées des cours de change n'étaient pas opportunes et que le souhait de voir s'accroître la flexibilité des cours de change visait davantage la situation de pays ayant une politique de cours de change fixes, tels les pays asiatiques: « *we emphasize that more flexibility in exchange rates is desirable for major countries or economic areas that lack such flexibility to promote smooth and widespread adjustments in the international financial system, based on market mechanisms* ». De plus, à cette occasion, le rôle de la politique économique – notamment dans le domaine de la politique budgétaire aux États-Unis et dans celui des réformes structurelles destinées à stimuler la croissance en Europe et au Japon –, dans l'approche des déséquilibres des comptes courants à l'échelle mondiale, a également été souligné. Dans les communiqués qui ont suivi, l'importance de la politique macroéconomique et structurelle dans le rétablissement des équilibres mondiaux a encore davantage été mise en avant, et le message portant sur la nécessité de prévenir une volatilité excessive des cours de change et le souhait de voir s'accroître la flexibilité des cours de change a été répété, entre autres lors de la réunion du G20 en novembre 2004 et du G7 en février et avril 2005.

Ces prises de position communes cachent cependant parfois des opinions divergentes en ce qui concerne les solutions plus concrètes à apporter. Les États-Unis préfèrent généralement accorder un rôle plus important aux mécanismes de marché et insistent dès lors auprès de leurs partenaires asiatiques pour que ceux-ci rendent leur cours de change plus flexibles. Par ailleurs, les partenaires commerciaux des États-Unis devraient s'efforcer de stimuler leur croissance économique. Néanmoins, les autorités américaines se sont engagées à poursuivre la consolidation budgétaire et, au début de l'année 2005, elles ont présenté un projet de budget pour l'exercice 2006, dans lequel elles exprimaient leur point de vue de manière plus concrète: en pourcentage du PIB, le solde budgétaire devrait être réduit de plus de la moitié entre 2005 et 2009.

Du côté européen, la BCE souligne que l'appréciation rapide de l'euro face au dollar à la fin de l'année 2004 n'était pas la bienvenue et que les États-Unis peuvent contribuer de façon importante à la réduction de leur déficit courant, à travers un ajustement budgétaire et une augmentation de l'épargne nationale⁽²⁾.

(1) Brook, Sédillot et Ollivaud (2004).

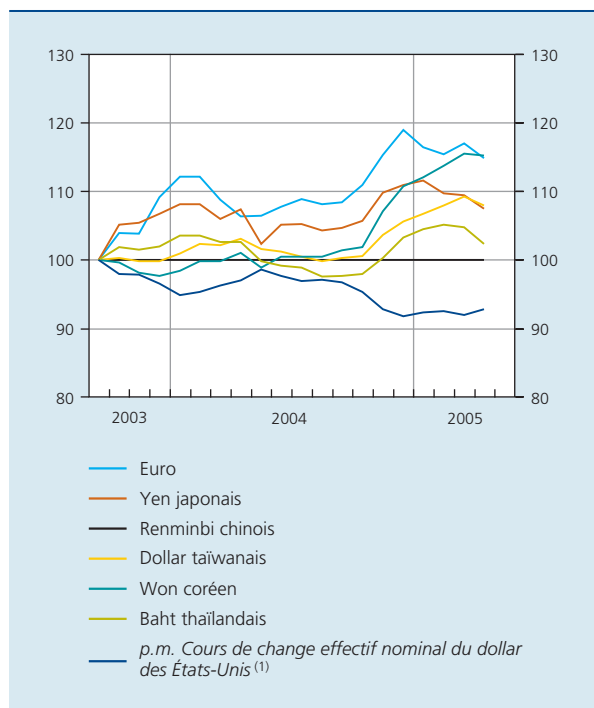
(2) Trichet (2004), Issing (2003).

Le Japon partage l'inquiétude de l'Eurosystème quant aux risques liés à la chute du dollar, étant donné que la reprise de l'économie japonaise est encore très fragile. Cette baisse du cours du dollar entraînerait en effet un resserrement des conditions monétaires au Japon et contrecarrerait par conséquent la politique très accommodante de la Banque du Japon.

Les autorités chinoises insistent quant à elles sur les conditions nécessaires au passage à un régime de change plus flexible, en l'occurrence un environnement économique stable et un système financier sain. Dans ce cadre, plusieurs mesures ont déjà été prises. Ainsi, le processus de réformes bancaires s'est accéléré à partir de 2003 avec l'injection de capitaux dans deux des quatre banques commerciales publiques qui dominent le secteur bancaire et qui, en raison de l'importance de leurs créances douteuses, présentaient une structure financière médiocre. Craignant une progression de ces créances douteuses, les autorités chinoises ont pris en 2004 une série de mesures visant à freiner les octrois de crédits abusifs. De plus, des mesures allant vers une libéralisation accrue des capitaux ont été adoptées récemment. Cependant, la Chine ne semble pas prête à modifier à court terme sa politique de change.

GRAPHIQUE 10 TAUX DE CHANGE DE L'EURO ET DES PRINCIPALES DEVISES ASIATIQUES PAR RAPPORT AU DOLLAR

(indices septembre 2003 = 100)



Source : Réserve fédérale.

(1) Vis-à-vis des monnaies d'un groupe élargi de partenaires commerciaux importants des États-Unis.

L'un de ses arguments est que la sous-évaluation souvent suggérée du renminbi n'est pas du tout établie. Même si certains facteurs semblent indiquer une sous-évaluation de la monnaie chinoise, comme l'ampleur du surplus commercial de la Chine vis-à-vis des États-Unis et la croissance très forte des réserves en devises étrangères, d'autres éléments contredisent cette conclusion. Ainsi, par exemple, la Chine affiche un déficit commercial à l'égard des autres économies asiatiques émergentes en raison de son rôle d'« assemblage » dans la chaîne de production régionale.

Comme indiqué ci-dessus, la plupart des autres économies asiatiques hors Japon continuent également d'appliquer, comme la Chine, une stratégie de cours de change (quasi) fixes, par crainte d'une perte de compétitivité, en premier lieu au sein de la région. Il se pose donc un problème d'action collective qui peut retarder le passage à un régime de change plus flexible en Asie. Toutefois, la Corée du Sud a récemment laissé sa monnaie s'apprécier face au dollar ; celle-ci s'est renforcée de près de 17 p.c. entre janvier 2004 et avril 2005, ce qui représente la hausse la plus importante parmi les principaux partenaires commerciaux des États-Unis. Durant la même période, le dollar de Taïwan s'est apprécié de 7 p.c. À partir du mois d'octobre 2004, le baht thaïlandais s'est également orienté à la hausse et l'appréciation du yen s'est accélérée à la fin de 2004. Si ces mouvements laissent augurer un début de changement d'orientation dans la stratégie de ces pays⁽¹⁾, il est prématuré de conclure à une modification fondamentale et définitive de leur politique d'accumulation de réserves de change et par conséquent, à une plus grande flexibilité délibérée des cours de change des monnaies de ces pays.

Conclusion

Aujourd'hui, l'une des caractéristiques les plus marquantes de l'économie mondiale est le déficit considérable du compte courant des États-Unis. Ce déficit a non seulement atteint une ampleur sans précédent dans l'histoire d'après-guerre des États-Unis, mais il revêt également un caractère assez exceptionnel à l'échelle internationale. La situation actuelle est en outre particulière étant donné que, face au déficit américain, les autres régions affichent presque toutes un excédent, de sorte que l'on peut à présent parler à juste titre d'un problème mondial.

La hausse du déficit courant de la balance des paiements américaine dans les années nonante est presque entièrement imputable à la détérioration de la balance des biens, due entre autres à la croissance relativement plus

(1) En dehors de l'Asie, la Russie a récemment indiqué qu'elle allait abandonner le rattachement de sa monnaie au dollar afin d'aligner davantage sa devise sur l'euro.

rapide de l'économie américaine par rapport à celle de ses partenaires commerciaux traditionnels, à la préférence des Américains pour les produits étrangers, à l'intégration de la Chine dans l'économie mondiale et probablement à l'incidence tardive de la forte appréciation du dollar entre la mi-1995 et la fin 2001. Le déficit courant américain reflète par ailleurs un déficit d'épargne interne qui était initialement imputable à la fois à une accélération des investissements dans un contexte de croissance vigoureuse et persistante de la productivité et à une diminution de l'épargne privée. Le net recul des investissements a permis de rétablir l'équilibre de la balance entre l'épargne privée et les investissements en 2002 et 2003 mais, durant cette période, le surplus de financement des pouvoirs publics s'est transformé en un déficit considérable. Par conséquent, un « déficit jumeau » a à nouveau été observé, auquel s'est ajouté en 2004 un solde négatif entre épargne privée et investissements. Au début du nouveau millénaire, le mode de financement du déficit courant américain s'est également sensiblement modifié. Ainsi, les investissements directs étrangers privés et les placements en actions privées en provenance d'Europe ont largement été remplacés par des placements effectués par des instances officielles asiatiques dans des titres publics américains.

Compte tenu de l'ampleur du déficit courant des États-Unis, il n'est pas étonnant que les inquiétudes liées à la soutenabilité des déséquilibres se soient amplifiées ces dernières années. On invoque cependant parfois le fait que, étant donné leur rôle de premier plan dans le système financier international, les États-Unis ne doivent pas craindre, comme d'autres pays confrontés à de telles circonstances, une attaque sur leur monnaie. Selon un courant influent dans la littérature économique, le système international actuel peut même être considéré comme un « nouveau » système de Bretton Woods. Plusieurs pays d'Asie de l'Est, dont la Chine, appliquent en effet un cours de change fixe ou quasiment fixe par rapport au dollar, ce qui évoque un étalon-dollar informel. Comme dans le régime initial de Bretton Woods, les États-Unis peuvent par ailleurs encore être considérés comme le « centre » qui jouit du privilège d'émission de la principale monnaie de réserve internationale et les pays de la « périphérie » sont disposés à acheter ces dollars afin de réaliser leur stratégie de rattrapage.

Toutefois, ces rapports de change peuvent avoir provoqué des distorsions dans les dépenses aux États-Unis, tandis que les pays asiatiques sont confrontés à un risque de change croissant sur leurs réserves officielles et à des coûts d'opportunité élevés de leurs interventions, ainsi qu'à des difficultés de plus en plus grandes pour neutraliser l'accumulation de liquidités à la suite des interventions.

Par ailleurs, contrairement au régime initial de Bretton Woods, il n'existe actuellement aucun arrangement institutionnel garantissant le maintien de la situation existante.

Plusieurs scénarios de correction des déséquilibres mondiaux sont envisageables. L'un d'eux consiste à réaliser dans la plus large mesure l'ajustement au moyen de corrections des cours de change. Dans ce scénario, le risque d'évolution désordonnée des cours de change et des taux d'intérêt ne peut toutefois être exclu et, par ailleurs, les résultats des simulations de modèles montrent qu'un ajustement significatif du déficit courant américain nécessiterait une dépréciation substantielle du dollar. Il semble dès lors qu'une correction des rapports de change en soi ne suffise pas. Vraisemblablement, les mesures de politique économique isolées, telles que la réduction du besoin de financement des pouvoirs publics américains ou la mise en œuvre de réformes structurelles dans la zone euro et au Japon afin d'accroître le potentiel de croissance de ces économies, n'ont pas non plus beaucoup d'incidence. Pour garantir un ajustement progressif et ordonné, ces résultats semblent dès lors plaider en faveur de la mise en œuvre de mesures simultanées dans différents domaines dans les économies concernées, notamment la recherche d'une flexibilité progressivement plus grande des cours de change en Asie.

Les préoccupations quant aux déséquilibres mondiaux et à l'évolution des rapports de change, ainsi que la recherche de solutions, figurent également en tête des priorités de forums internationaux tels que les réunions du G7 ou du G20. Les communiqués publiés à l'occasion de ces rencontres mettent également de plus en plus en avant la nécessité d'une approche conjointe dans la correction des déséquilibres mondiaux et insistent aussi, à chaque fois, sur le caractère inopportun de la volatilité excessive des cours de change. S'ils préfèrent généralement accorder un rôle plus important aux mécanismes de marché, les États-Unis ont présenté un projet de budget au début de l'année 2005, dans le cadre duquel le déficit budgétaire doit être réduit de moitié d'ici 2009. La Chine a quant à elle fait savoir que certaines conditions préalables devaient être remplies, à savoir la mise en place d'un environnement économique stable et d'un système financier sain, avant de pouvoir éventuellement passer à moyen terme à un régime de change plus souple. L'Europe et le Japon, enfin, se sont engagés à poursuivre la mise en œuvre de mesures structurelles pouvant accroître le potentiel de croissance de leurs économies.

Bibliographie

Blanchard O., F. Giavazzi et F. Sa (2005), « The US Current Account and the Dollar », *MIT Department of Economics Working Paper Series* 05-02.

BRI (2003), « China's capital account liberalisation : international perspectives », *BIS Papers*, 15.

BRI (2004), *74th Annual Report*.

Brook A.M., F. Sédillot et P. Ollivaud (2004), « Channels for narrowing the US current account and implications for other economies », OECD, *Economics Department Working Papers*, n° 390.

Dooley M.P., D. Fokerts-Landau et P. Garber (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper Series* 9971.

Dooley M.P., D. Fokerts-Landau et P. Garber (2004), « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery », *NBER Working Paper Series* 10626.

Dooley M.P., D. Fokerts-Landau et P. Garber (2004), « The Revived Bretton Woods System : the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries », *NBER Working Paper Series* 10332.

Eichengreen B. (2004), « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », *NBER Working Paper Series* 10497.

FMI (2002), *World Economic Outlook*, septembre.

FMI (2003), *World Economic Outlook*, septembre.

Issing O. (2003), *8th Annual Conference Europe and the US: Partners and Competitors – New paths for the future*, discours, Londres, 28 octobre.

McCauley R.N. (2003), « Capital flows in East Asia since the 1997 crisis », *BIS Quarterly Review*, juin.

OCDE (2004), « Chapter V : the Challenges of Narrowing the US Current Account Deficit », *OECD Economic Outlook*, 75, juin.

Roubini N. et B. Setser, (2005), *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*, mimeo.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2003), Dubai, septembre.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2004), Boca Raton, Florida, février.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2004), Washington DC, avril.

Statement of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (2004), Berlin, novembre.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2005), Londres, février.

Summers L.H. (2004), « The US Current Account Deficit and the Global Economy », *The Per Jacobson Lecture*.

Trichet J.-C. (2004), *Introductory statement to the press conference. Questions and answers.*, décembre.