

Évolutions de la productivité et de la compétitivité : incidence sur l'allocation internationale des capitaux et les déséquilibres mondiaux

William WHITE

Conseiller économique et chef du Département monétaire et économique

Banque des règlements internationaux

Mon intervention portera essentiellement sur ce que l'on appelle les « déséquilibres mondiaux » et sur les facteurs sous-jacents susceptibles de les avoir provoqués. En particulier, dans le cadre du thème général de cette conférence, je souhaiterais évaluer dans quelle mesure les évolutions positives de la productivité et de la compétitivité aux États-Unis pourraient avoir favorisé des déséquilibres qui, tout en étant importants par rapport aux normes traditionnelles, seraient probablement plus soutenables que ne le pensent certains. À partir de mon analyse de la situation, je montrerai que cela n'est vraisemblablement pas le cas. J'en inférerai plutôt, et nous sommes de plus en plus nombreux à le faire, que les déséquilibres externes mondiaux actuels devront être corrigés à long terme. En outre, personne ne sachant à quoi correspond le « long terme », ces déséquilibres internationaux sont également susceptibles de poser des problèmes plus immédiats.

Je dirais, en outre, que les facteurs à l'origine de ces déséquilibres externes sont étroitement liés à ceux qui sont à l'origine des déséquilibres internes enregistrés actuellement dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis et en Chine. Plus généralement, dans de nombreux pays industrialisés, la conjugaison d'un faible taux d'inflation (résultant en grande partie de chocs d'offre positifs), d'un système financier de plus en plus déréglementé et d'une politique monétaire très accommodante a entraîné des hausses des prix des actifs qui ont favorisé la demande intérieure

et se sont accompagnées d'une réduction du taux d'épargne des ménages. Une part importante de cette dépense s'est effectuée à l'étranger. De plus, les cours sur les marchés financiers montrent dans l'ensemble des signes clairs de surchauffe, de même que les prix de l'immobilier. En revanche, les progrès en matière de déréglementation du secteur réel dans de nombreuses économies de marché émergentes, ainsi qu'une politique monétaire accommodante visant à limiter la hausse du taux de change, ont entraîné une augmentation importante du stock de capital. Ce phénomène a été observé au début des années quatre-vingt-dix en Asie du Sud-Est et en Europe de l'Est¹, mais aussi plus récemment, et sur une plus grande échelle, en Chine. Compte tenu du maintien des taux d'épargne domestiques à des niveaux élevés, résultant souvent des incertitudes suscitées par le processus de réforme, la production résultant de la combinaison des nouveaux flux de capitaux et d'une main-d'œuvre abondante est de plus en plus exportée vers les pays industrialisés².

D'après ces conclusions, la poursuite de la croissance de l'économie mondiale est menacée de diverses façons qui sont étroitement dépendantes. Notamment, une correction brutale des déséquilibres extérieurs pourrait être amplifiée par les déséquilibres internes, aggravant ainsi les tendances restrictives à l'échelle mondiale. Même si j'ai quelques idées sur les options possibles en matière de politique économique pour atténuer ces risques, je vais différer la plupart de mes

NB : Je souhaiterais remercier David Archer, Dietrich Domanski, Gabriele Galati, Már Gudmundsson, Bob McCauley et Ramon Moreno pour leurs commentaires utiles et Marc Klau et Philippe Hainaut pour leur assistance technique. Toutefois, les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la BRI.

¹ Plus précisément, ce profil d'évolution a même été observé plus tôt, au Japon. La tentative de limiter la hausse du yen à la fin des années quatre-vingt par le biais d'une politique monétaire accommodante a entraîné une explosion du crédit, des prix d'actifs et de l'investissement productif qui se sont effondrés par la suite, avec pour conséquence un excès d'endettement et de capital fixe.

² La littérature antérieure relative à l'économie du développement suggère une interprétation légèrement différente. L'industrialisation exige des investissements productifs importants et coûteux. La demande doit être forte pour que ces investissements soient rentables et, au cours des premières phases de développement, les exportations fournissent cette demande. Il convient de noter que cela n'implique pas le maintien d'un excédent net. En effet, il faudrait que la demande intérieure (et les importations qui en découlent) finissent par y contribuer.

commentaires jusqu'à cet après-midi, afin de respecter le programme prévu. Je dirais simplement pour l'instant que l'intégration d'économies auparavant fermées dans les échanges internationaux est quelque chose de fondamentalement positif pour tout le monde. Par conséquent, le fardeau de l'ajustement devrait peut-être peser plus fortement sur ceux qui présentent des déficits plutôt que sur ceux qui enregistrent des excédents, notamment si les premiers commencent également à afficher des tensions inflationnistes ainsi qu'une tendance croissante à l'endettement.

L'approche analytique fondamentale sur laquelle s'appuie mon intervention met l'accent sur la relation entre les équilibres (ou déséquilibres) internes et leurs contreparties externes. Elle débute par l'acceptation de l'égalité (en prenant pour hypothèse, pour simplifier, un monde composé de deux pays) qui garantit l'existence d'un tel lien :

$$(S-I) + (T-G) = (X-M) = CF = - [(X^*-M^*) = (S^*-I^*) + (T^*-G^*)]$$

Le point essentiel à retenir est que le solde extérieur reflète les évolutions intervenues dans la sphère réelle dans les deux pays, ainsi que les flux de capitaux (*CF*) et présente par conséquent un caractère très endogène. Dans la recherche d'une explication des déséquilibres extérieurs, il semblerait peu justifié d'expliquer par une seule composante de l'identité les variations des autres composantes. Les flux de capitaux privés vers les États-Unis et la Chine, qui sont motivés par un certain optimisme quant aux rendements futurs, peuvent expliquer seulement en partie ce qui se passe actuellement. On peut dire la même chose pour les taux d'épargne « élevés » en Asie et « faibles » aux États-Unis. En outre, toutes les variables de l'équation sont elles-mêmes soumises à l'influence des variables sous-jacentes, des évolutions des taux de change, des taux d'intérêt et des prix d'actifs, dont la plupart sont elles-mêmes endogènes au système. Enfin, il convient de noter (dans l'esprit de « procyclicité » de la BRI) que les variables financières peuvent à leur tour enregistrer différents mouvements de surréaction. Inutile de dire que compte tenu de ces niveaux d'interdépendance complexes (variables réelles et financières, pays industrialisés et économies de marché émergentes, actifs correctement valorisés ou sur/sous-évalués),

il est quasiment impossible de fournir des prévisions exactes sur les événements à venir.

Après avoir dit que dans cette identité « tous les animaux sont égaux », il faut bien admettre que « certains sont plus égaux que d'autres ». Les comportements possibles des deux principaux groupes d'intervenants de marché sont essentiels, car c'est par ce biais que les prix des actifs financiers varient, avec des conséquences possibles sur la sphère réelle. Premièrement, il convient d'évaluer les conditions dans lesquelles les intervenants privés souhaitent détenir un volume accru de créances libellées en dollars. Dans un monde moderne caractérisé par des flux de capitaux à l'élasticité quasiment infinie, les anticipations relatives à la valeur future du dollar sont essentielles. À court terme, plusieurs facteurs peuvent être à l'origine de ces anticipations, mais à long terme, elles doivent être influencées principalement par l'évolution de la dette extérieure des États-Unis. La seconde catégorie d'acteurs est constituée des secteurs officiels des pays, principalement asiatiques, qui se sont montrés désireux de détenir des actifs libellés en dollars pour des montants difficiles à concilier tant avec les rendements attendus qu'avec le degré de garantie qu'ils pourraient apporter face à des crises futures.

Mes commentaires s'organiseront en quatre parties. Premièrement, je vais examiner les principaux faits stylisés relatifs aux déséquilibres externes et aux flux internationaux de capitaux, en mettant tout d'abord l'accent sur la position extérieure des États-Unis. Deuxièmement, j'essaierai de clarifier pourquoi certaines personnes semblent préoccupées par les déséquilibres extérieurs, alors même que l'expression « pour l'instant tout va bien » pourrait très bien s'appliquer à la situation. Troisièmement, j'examinerai les indices confirmant la gravité de ces inquiétudes. La sphère réelle déterminant en fin de compte la sphère financière, se pose tout d'abord la question de savoir si l'évolution actuelle des déséquilibres courants constitue un risque pour le système financier international. Au vu de cela, j'étudierai ensuite la question connexe de savoir si l'évolution des parts des différentes devises dans les portefeuilles internationaux détenus par les secteurs public et privé constitue un problème³. Enfin, je présenterai

³ Au risque de mettre en évidence une certaine incohérence dans cette étude, la partie consacrée aux déséquilibres courants suppose de façon implicite un monde où la substituabilité des devises entre elles est parfaite. Par conséquent, les anticipations sont essentielles pour déterminer si les valeurs des taux de change et les quantités relatives de tels actifs exercent une influence par le biais de leurs incidences sur les primes de risque. En revanche, la partie consacrée aux parts des différentes devises supposent de manière implicite un monde dans lequel la substituabilité n'est pas totale et où les quantités ont une importance. J'analyse les deux séries d'arguments, en partie parce que beaucoup d'autres l'ont fait.

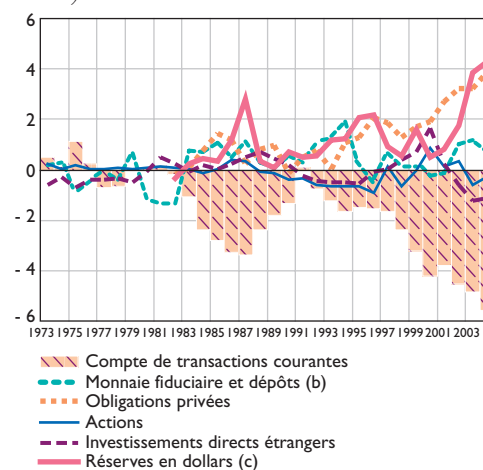
quelques conclusions. En un mot, il semble qu'il y ait des raisons de s'inquiéter. S'il n'existe pas de raison valable de s'attendre à une crise imminente, nous ne pouvons pas non plus l'exclure.

I | Quelques faits pertinents

Le déficit extérieur des États-Unis s'est inscrit en hausse depuis le début des années quatre-vingt (graphique 1), avec malgré tout une amélioration très nette, quoique temporaire, à la fin de la décennie ⁴. Il représente aujourd'hui plus de 6 % du PIB ⁵. Compte tenu de ce déficit, les États-Unis sont passés d'une position extérieure nette créditrice à une position nette débitrice représentant 26 % environ du PIB. Les actifs américains à l'étranger, plus risqués, ayant généralement un rendement supérieur à celui des actifs étrangers aux États-Unis, le solde net de la balance des revenus du compte de transactions courantes vient seulement de devenir négatif. Toutefois, compte tenu de l'augmentation des engagements nets et du niveau plus élevé des taux d'intérêt aux États-Unis, le déficit net des revenus devrait nettement se creuser, ajoutant à l'incidence du déficit commercial sur le compte de transactions courantes ⁶.

Graphique 1 Le déficit courant des États-Unis et son financement (a)

(en % du PIB)



(a) Les variables du financement sont des flux nets.

(b) Hors prêts interbancaires

(c) Variation des avoirs en dollars des États-Unis détenus par les banques centrales ; les chiffres de 2003 et 2004 sont estimés.

Sources : FMI ; données nationales ; BRI

Le déficit courant américain a pour contrepartie des excédents quasiment partout ailleurs dans le monde : il ne s'agit en aucun cas d'un problème bilatéral entre la Chine et les États-Unis (tableau 1). Cela dit,

Tableau 1 Soldes courants

(en milliards de dollars ; les chiffres en italiques sont des pourcentages de PIB ou des points de pourcentages)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Variation 1997-2004		
États-Unis	- 141	- 214	- 300	- 416	- 389	- 475	- 520	- 668	- 5,7	- 527	- 4,0
Zone euro (a)	96	58	32	- 37	7	49	27	47	0,5	- 49	- 1,0
Japon	97	119	115	120	88	112	137	172	3,7	75	1,4
Autres pays industrialisés	18	- 1	- 12	34	35	34	52	46	0,9	28	0,3
Asie émergente	14	114	107	86	91	132	169	183	4,1	170	3,7
Chine	37	31	21	21	17	35	46	69	4,0	32	- 0,1
Hong Kong	- 8	3	10	7	10	13	16	16	9,8	24	14,2
Inde	- 3	- 7	- 3	- 5	1	7	7	- 1	- 0,1	2	0,6
Corée	- 8	40	25	12	8	5	12	28	4,1	36	5,6
Singapour	15	18	15	12	14	16	27	28	26,1	13	10,5
Taiwan, Chine	7	3	8	9	18	26	29	19	6,1	12	3,7
Reste de l'Asie	- 26	25	31	30	22	30	32	25	3,0	51	6,5
Amérique Latine	- 67	- 91	- 57	- 48	- 54	- 16	6	18	0,9	85	4,3
Économies en transition	- 30	- 29	- 6	13	16	8	- 1	13	0,7	43	3,5
Reste du monde	0	- 46	- 6	74	38	20	54	103	6,2	103	6,2
Total (b)	- 14	- 89	- 127	- 174	- 168	- 137	- 76	- 86	- 0,2	- 73	- 0,2

(a) Somme des soldes enregistrés par chacun des pays membres de la zone euro.

(b) Réflète les erreurs, omissions et asymétries de statistiques des balances des paiements, ainsi que l'exclusion des statistiques des organisations internationales et d'un petit nombre de pays.

Sources : FMI, World Economic Outlook ; données nationales

⁴ Cf. BRI (2004)

⁵ En juillet de cette année, l'estimation relative au déficit pour 2005 était supérieure de 200 millions de dollars à celle de juillet 2004. Cette révision est d'une ampleur sans précédent.

⁶ Le fait que les investissements américains soient relativement plus risqués expose également le compte des services à une dégradation de l'activité sur les marchés extérieurs et des profits générés.

le creusement du déficit ces dernières années a été principalement imputable aux économies de marché émergentes. Les excédents ont fortement progressé dans les nouveaux pays industrialisés d'Asie, tandis que les déficits se sont réduits en Amérique latine. Ces dernières années, les excédents enregistrés par les pays producteurs de pétrole ont considérablement augmenté et les prix des contrats à terme indiquent que les cours élevés du pétrole et la détérioration des termes de l'échange aux États-Unis pourraient persister encore un certain temps.

En ce qui concerne les flux de capitaux, plusieurs tendances peuvent être dégagées s'agissant des États-Unis. Du côté des entrées, les investissements directs étrangers (IDE) et les achats d'actions par les non-résidents ont fortement augmenté avant 2000, mais plus récemment, les titres à revenu fixe (obligations émises par l'État et les agences publiques) ont été privilégiés. S'agissant de l'origine des investisseurs, le secteur public (accumulation de réserves) s'est nettement substitué au secteur privé. Enfin, en termes de ventilation géographique, il convient de noter le recul de l'importance des flux en provenance d'Europe et l'explosion de ceux venant d'Asie (essentiellement du secteur public) (cf. tableau 2).

Les flux de capitaux privés à destination des économies de marché émergentes ont fortement augmenté récemment. Même s'il s'agit d'un phénomène mondial, les entrées de capitaux dans les pays émergents d'Asie, et notamment en Chine, ont été les plus importantes. La très forte augmentation des réserves chinoises observée récemment est davantage imputable à ce facteur qu'à l'excédent commercial de la Chine. Tout en progressant très rapidement, celui-ci est resté très faible jusqu'à une période relativement récente.

L'ampleur des emprunts contractés à l'étranger par les résidents des États-Unis (principalement en dollars) afin d'investir eux-mêmes à l'étranger (essentiellement en devises) est peut-être moins bien appréciée (cf. tableau 3). La dette brute des États-Unis, qui est libellée en dollars, reflète l'incidence exercée conjointement par le déficit courant, ces emprunts et, bien sûr, les effets de valorisation. Elle s'élève à présent à plus de 70 % du PIB des États-Unis. En outre, il s'agit de la partie basse de la fourchette d'estimation des positions longues détenues par des étrangers sur des actifs libellés en dollars puisque de nombreux non-résidents des États-Unis ont également émis des engagements importants dans cette devise.

Tableau 2 Achats nets de titres américains par les non-résidents : ventilations par instruments et par régions ou pays

(en % du total)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Flux total							
Asie	16	21	20	31	37	41	39
Japon	7	12	11	11	17	24	27
Zone euro	12	9	12	10	3	7	6
Royaume Uni	50	37	36	35	34	23	28
Caraïbes	- 1	6	0	11	14	11	9
Autres	24	27	33	13	12	18	18
Obligations du Trésor américain							
Asie	52	71	57	63	49	64	52
Japon	19	39	35	24	22	40	36
Zone euro	2	- 9	7	- 5	- 4	2	1
Royaume Uni	44	- 8	- 4	20	30	14	23
Caraïbes	- 12	11	6	8	18	7	7
Autres	14	34	32	14	6	13	18

Source : Département du Trésor américain

Tableau 3 Avoirs de réserve officiels en dollars des États-Unis et financement extérieur des États-Unis

(en milliards de dollars)

	Flux			Encours	
	2002	2003	2004	2003	2004
Avoirs officiels de réserve étrangers aux États-Unis selon le BEA	116	278	395	1 567	1 982
Achat/encours officiels de dollars (a)	187	423	498	2 077	2 575
Déficit courant/position extérieure nette débitrice des États-Unis	475	520	668	2 157	2 484
Financement/endettement extérieur en dollars (sous formes de titres à revenu fixe)(b)	510	672	836	3 012	3 734
Financements nets/engagements externes nets en dollars des États-Unis (hors actions libellés en dollars émises par des résidents américains) (c)	515	697	791	3 288	3 901
Financements nets/engagements externes nets en dollars des États-Unis (d)	652	799	958	7 446	8 516

(a) Estimation à partir des avoirs de réserve officiels des États-Unis (données BEA), des dépôts extraterritoriaux en dollars des États-Unis (statistiques bancaires internationales de la BRI, tableau 5C), et des avoirs de réserve japonais (données SDDS)

(b) Calculé en ajoutant les flux/encours d'investissements directs nets et les investissements nets en actions/portefeuilles d'actions à la valeur absolue du déficit courant/à la position extérieure nette débitrice

(c) Calculé en additionnant les flux/les avoirs officiels de réserve, l'accroissement/l'encours net d'emprunts en devises étrangères et l'accroissement/l'encours net des créances bancaires et non bancaires des États-Unis libellées en devises étrangères aux financements/engagements externes sur titres à revenu fixe

(d) Estimé en additionnant la valeur absolue du déficit courant/de la position extérieure nette, les flux/encours d'IDE en portefeuilles d'actions, les flux/encours nets d'emprunts libellés en devises étrangères, l'accroissement/l'encours net des créances bancaires et non bancaires des États-Unis libellées en devises étrangères et le flux/l'encours d'avoirs de réserve officiels

Sources : BEA, Nguyen (2005), Sauers et Pierce (2005), Trésor des États-Unis et al. (2005), estimations de la BRI

2| Quelles sont les raisons de s'inquiéter ?

Il est juste de dire que presque tout le monde admet à présent que le déficit courant des États-Unis devra finalement être corrigé, même si les avis divergent quant à savoir s'il représente un danger, et dans ce cas, si ce danger est imminent⁷. D'un point de vue arithmétique, un déficit courant de 6 % du PIB implique que la dette extérieure des États-Unis atteindra 100 % du PIB si le taux de croissance nominal du déficit est comparable. Truman (2005) fournit des estimations plus préoccupantes, indiquant que sans modification des politiques économiques et des taux de change, le déficit pourrait atteindre 8 % (cf. Cline, 2005) ou même 12 % (cf. Mann, 2004) en 2010. Mais cela ne se produira tout simplement pas.

Cependant, dire que les déséquilibres ne sont pas soutenables ne revient pas à dire que cela constitue un « problème ». On peut envisager que l'association d'un processus de réduction des dépenses (désabsorption) dans les pays en déficit et d'absorption accrue dans les pays en excédent, conjuguée à des fluctuations

nécessaires des taux de change réels, pourrait aboutir à un ajustement externe ordonné, la croissance mondiale se maintenant dans l'ensemble à des niveaux proches de son potentiel. Une hausse autonome (ou induite par les taux d'intérêt) du taux d'épargne des ménages aux États-Unis, une reprise de l'investissement en Asie (par exemple en Chine), des modifications des politiques macroéconomiques et structurelles favorisant l'ajustement et la prise de conscience du recul de la position débitrice nette des États-Unis grâce à des effets de valorisation lorsque le dollar chute pourraient être des facteurs contribuant à cette évolution. L'inflation, qui est actuellement bien maîtrisée au niveau mondial, demeurerait probablement à un faible niveau, compte tenu de la poursuite de la croissance mondiale globale. Alors, encore une fois, où est le problème ?

La différence entre ce qui est concevable et ce qui est probable constitue un premier élément de réponse. Deux types de difficultés étroitement liées ont été identifiés. Comme le souligne Truman (2005), la première est due au fait que même un ajustement en douceur des déséquilibres commerciaux exigerait une réallocation importante des ressources réelles dans les pays concernés. Sachant qu'il n'existe aucun

⁷ Obstfeld et Rogoff (2004) estiment que le déficit courant des États-Unis est absolument non soutenable, de même que Roubini et Setser (2005). Dooley et al. (2004) ont une opinion différente. Cf. également Mann (2002, 2003) et Mussa (2005)

endroit où les facteurs de production soient totalement substituables et que les diverses catégories de demande ne sont pas toujours faciles à stimuler, cela pourrait créer des problèmes d'ajustement à court et moyen termes. La Chine illustre bien cette situation. Son stock de capital, destiné dans une large mesure à produire des biens qui seront consommés aux États-Unis, ne pourrait être réorienté immédiatement en cas de baisse brutale de cette consommation⁸. En outre, face à la détérioration des systèmes de protection sociale et à la diminution de l'aide qui était apportée auparavant aux personnes âgées par des familles nombreuses, il ne serait pas aisé d'encourager une réduction du taux d'épargne domestique en Chine. Les exportations représentant à présent 36 % du PIB de la Chine, et les sociétés détenues par des étrangers réalisant la majeure partie de celles-ci⁹, les incidences à court terme seraient probablement importantes¹⁰. Une constatation similaire peut être faite au sujet des États-Unis, le phénomène étant malgré tout moins prononcé. Ces dernières années, la construction et les services ont fortement soutenu l'économie américaine parallèlement au dynamisme du secteur du logement aux États-Unis. Le logement étant un bien non échangeable par excellence, ce secteur serait durement touché par une réallocation des ressources au profit des biens échangeables.

Par conséquent, les politiques économiques (monétaires, budgétaires et structurelles) pourraient être un élément essentiel pour faciliter un ajustement ordonné des ressources productives. Toutefois, l'histoire nous enseigne que de telles politiques ne seront probablement pas mises en œuvre dans un avenir proche. À cet égard, une étude de l'OCDE de 1988 est instructive¹¹. Elle présente onze études de cas relatives à des changements majeurs de politique macroéconomique qui, tout en ayant été fortement recommandés bien avant, n'ont été mis en œuvre qu'au moment d'une crise de change.

Le deuxième type de difficultés est lié à une éventuelle perte de patience des marchés si les déséquilibres externes ne devaient se résorber que

très lentement. Dans les pays en déficit, le législateur pourrait s'impatienter et recourir à des mesures protectionnistes. Aux États-Unis, il est certain qu'il s'agit présentement d'un risque non négligeable. Ces préoccupations ont quasiment empêché l'accord de libre-échange entre l'Amérique centrale, la République dominicaine et les États-Unis (CAFTA), et risquent de conduire à l'application de droits de douane très sévères sur les exportations chinoises à destination des États-Unis et de faire échouer le cycle de Doha.

La perte de patience pourrait également se manifester d'une autre façon sur les marchés financiers. Voyant la contre-valeur en monnaie nationale de leurs avoirs diminuer, les détenteurs d'actifs libellés en dollars pourraient brutalement décider d'en sortir et déclencher une crise de change. Il convient de noter qu'en dépit d'un déficit courant record et du recul du dollar par rapport à ses pics précédents, la valeur effective réelle de la devise américaine s'établit approximativement à son niveau moyen des trente dernières années. En outre, compte tenu de la possibilité d'une correction pour plusieurs autres marchés financiers sur lesquels les prix semblent inhabituellement élevés, les effets défavorables pour la croissance d'une chute brutale du dollar pourraient être encore plus importants. L'augmentation de la prime de risque sur les actifs en dollars pourrait provoquer une hausse des taux à long terme, avec, par conséquent, des effets sur les taux des prêts au logement, sur les *spreads* de crédit et sur les prix de l'immobilier. La volatilité du marché, et les coûts liés à de tels risques, semblent également inhabituellement faibles à l'heure actuelle et pourraient aussi se montrer vulnérables à un ajustement à la hausse¹². Ces évolutions des marchés financiers pourraient être opportunes à dose modérée, mais risquent également d'avoir des effets indésirables sur la production et sur l'emploi si les changements étaient très importants ou très rapides. À la limite, ces ajustements pourraient également avoir des répercussions sur la santé du système financier lui-même. Si la plupart des indicateurs actuels (par exemple les ratios de fonds propres et la rentabilité) font état de la bonne santé du

⁸ Pour donner à cette idée une coloration plus autrichienne, il pourrait y avoir un problème intertemporel. Juste au moment où interviennent les investissements récents très importants en stock de capital chinois, la demande pourrait se tarir dans le secteur de la consommation américain. Le taux d'épargne des ménages américains a atteint un niveau si bas ces derniers temps qu'une augmentation pourrait bien s'avérer nécessaire à l'avenir. Les facteurs de production n'étant pas totalement substituables, cela implique une offre accrue pour laquelle il pourrait ne pas y avoir de demande.

⁹ Cf. OCDE (2005)

¹⁰ En 2004, la contribution des exportations à la progression du revenu nominal a été supérieure à celles de la consommation ou de l'investissement.

¹¹ Cf. OCDE (1988)

¹² Pour une description plus complète des interactions possibles entre les déséquilibres internes et externes, cf. Knight (2005). Différents scénarios portant sur les ajustements non ordonnés sont présentés dans l'ouvrage de Goldstein (2005), Gagnon et al. (2004) ainsi que dans les « Perspectives économiques mondiales » du FMI (2005), annexe I.2.

système financier, l'opacité croissante de nombreuses transactions (par exemple les *swaps* sur défaillance *Credit Default Swap* (CDS), les transferts utilisant les CDS ou les *Collateralized Debt Obligation* — CDO) est une source de préoccupation grandissante.

On peut aussi bien concevoir que la réalisation des ajustements externes nécessaires se fasse avec ou sans difficultés majeures. Il reste à évaluer le degré de probabilité de chacun de ces cas de figure. Dans cet esprit, je vais étudier tout d'abord les arguments étayant l'idée selon laquelle il est peu probable que le profil d'évolution actuel des déséquilibres courants pose des problèmes économiques à court terme, puis les arguments allant à l'encontre de cette position. La politique protectionniste ne sera pas examinée ici. Je procéderai ensuite à une évaluation similaire s'agissant du profil d'évolution des parts des devises dans les portefeuilles mondiaux, tant privés que publics.

3| Facteurs rendant les risques plus ou moins probables

3| I Déséquilibres courants

Quels facteurs affectant la sphère réelle étayaient l'opinion de ceux qui se montrent les moins préoccupés par les problèmes évoqués précédemment ? L'argument selon lequel une augmentation de la croissance de la productivité aux États-Unis a placé ce pays sur une trajectoire de croissance supérieure à celle des autres économies est sans doute le plus pertinent pour ce colloque. On lui attribue trois conséquences¹³. Premièrement, les anticipations de rendements plus élevés des actifs aux États-Unis ont suscité un afflux de capitaux qui a poussé le dollar à la hausse. Deuxièmement, la prise de conscience par les ménages de leur participation aux surplus de productivité les a encouragés à accroître leur consommation, avec des répercussions sur les équilibres externes. La dépense à l'étranger d'une partie de ce surplus de richesse ne semble pas devoir poser problème à long terme. Troisièmement, le déficit extérieur va s'alléger progressivement du fait de la baisse des

coûts et de l'accroissement de la compétitivité des États-Unis induits par les gains de productivité.

Chacune de ces affirmations mérite un examen critique. Les États-Unis sont-ils installés durablement sur un *trend* de croissance supérieur ? Les faits semblent jusqu'ici conforter cette affirmation¹⁴, mais les données les plus récentes (quoique probablement conjoncturelles) conduisent à nuancer l'analyse. De plus, les difficultés liées à l'interprétation des données disponibles¹⁵ et à l'évaluation de leurs conséquences futures sur les comptes extérieurs sont de plus en plus largement admises. Si par exemple, l'accroissement de la productivité profite aux investisseurs financiers étrangers, le service de la dette deviendra plus coûteux à financer même si les États-Unis sont devenus plus compétitifs. Si les États-Unis connaissent une croissance de la productivité désormais plus rapide que les autres pays, cela n'est pas avéré vis-à-vis des pays émergents, et cela n'est vrai que depuis peu vis-à-vis des principaux pays industrialisés. De fait, la plupart des mesures de croissance de la productivité en Europe continentale étaient supérieures à celles observées aux États-Unis jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix. Pour l'avenir et compte tenu des évolutions structurelles du marché du travail en Europe qui pourraient avoir momentanément pénalisé la croissance de la productivité, le handicap européen apparent pourrait vraisemblablement disparaître. De la même façon, les gains de productivité issus de mesures visant à réduire les coûts pourraient être de nature plus cyclique que tendancielle.

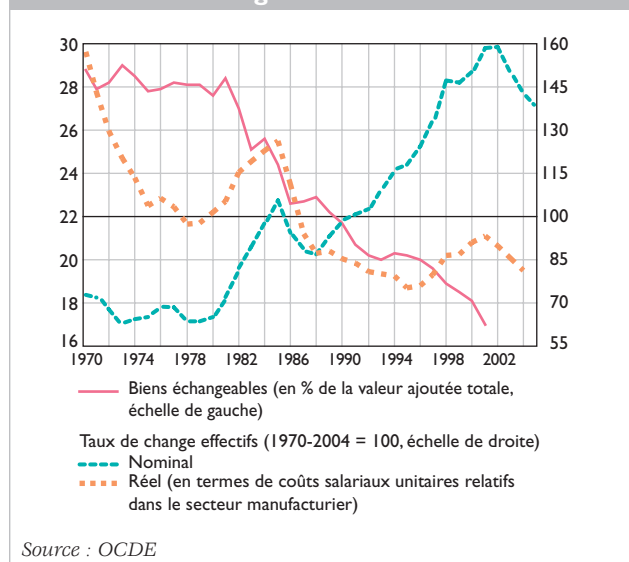
Même si l'on admet le caractère durable de la progression de la productivité relative des États-Unis, les autres aspects de l'argumentation sont-ils plausibles ? S'agissant des entrées de capitaux induites par des taux de rendement anticipés supérieurs à ceux du reste du monde, on aurait pu s'attendre à ce qu'elles se réalisent sous la forme d'IDE et d'achats d'actions, susceptibles de présenter les rentabilités les plus élevées. Il n'en a été ainsi que jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix comme le montre le graphique 1. En outre et comme on l'a déjà observé, les flux entrants proviennent de plus en plus du secteur

¹³ Cf. Greenspan (2005) et Ferguson (2005)

¹⁴ Cf. Tissot et Skoczylas (2005)

¹⁵ Cf. Chapitre II BRI (2004) pour une approche globale des questions méthodologiques. À titre d'illustration, on a estimé en 1977 que l'écart de production entre les pays de l'OCDE au début des années soixante-dix avait atteint son plus haut niveau à 10 % du PIB. Avec des données révisées et de nouvelles méthodes d'estimation, cet écart est aujourd'hui évalué à environ 3 % seulement du PIB. Cf. BRI (2005) p 70

Graphique 2 La part des biens échangeables dans la production des États-Unis et les taux de change



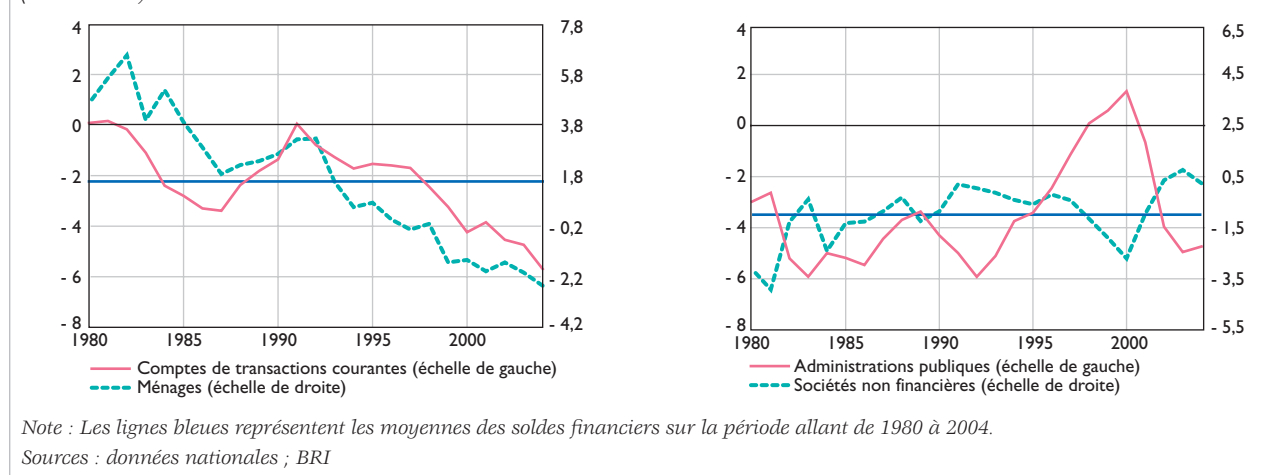
officiel, plutôt que du secteur privé (en quête de rentabilité maximale). Le graphique 2 porte sur le rôle de ces entrées de capitaux dans l'appréciation du dollar et dans la dégradation de la compétitivité du secteur des biens échangeables des États-Unis. La valeur effective réelle du dollar ne s'est accrue que marginalement depuis son plancher de 1995

et demeure bien en deçà de son plafond de 1985. Il est donc difficile de juger comme décisive sa contribution au fléchissement tendanciel de la part des biens échangeables dans la production des États-Unis depuis 1980.

L'argument relatif à la croissance rapide de la productivité et aux effets de richesse financiers ainsi induits sur la consommation n'a été plausible que jusqu'à l'effondrement des marchés boursiers en 2001. Depuis lors, l'essentiel de l'enrichissement observé soutenant la consommation a été constitué par l'accroissement de la valeur du patrimoine immobilier, ce qui est particulièrement dommageable, l'appréciation nominale du patrimoine immobilier pouvant se révéler largement trompeuse à l'échelle nationale. L'évolution des prix relatifs des services au logement profite clairement à quelques-uns mais s'effectue au détriment du reste de la population¹⁶. Ce qui signifie que le déficit externe ne traduit pas une dépense à l'étranger consécutive à un enrichissement, mais reflète plutôt un processus continu d'appauvrissement. Qui plus est, le recul du taux d'épargne des ménages s'est manifesté bien avant l'embellie supposée du taux de croissance de la productivité aux États-Unis (cf. graphique 3). Ce qui pourrait indiquer que c'est à un autre facteur que l'on doit attribuer la baisse du taux d'épargne¹⁷.

Graphique 3 Soldes financiers sectoriels des États-Unis

(en % du PIB)



¹⁶ La BRI a formulé cette observation dans plusieurs « Rapports annuels » successifs. Cf. également Debelle (2004). Plus récemment, ce point de vue a aussi été adopté par Cecchetti (2005) page 15. Dans une économie fermée et statique, les effets de richesse se compensent totalement. Dans une économie ouverte et en développement, le pouvoir d'achat augmenterait d'autant plus si les services liés au logement étaient des biens très élaborés, si l'offre de terrains était faible et si un solde migratoire nettement positif était attendu. L'analyse de l'influence de ces facteurs aux États-Unis reste à approfondir.

¹⁷ Il est également important de remarquer que la réduction de l'épargne des ménages semble plus largement responsable du déficit commercial que ne le serait le déficit budgétaire. Erceg et al. (2005) dans "the FRBG Economic Letter" conviennent également qu'il n'existe pas de forte relation entre l'expansion budgétaire actuelle et le solde commercial.

Enfin, l'argument selon lequel des gains de productivité durables aboutiront à un allègement du déficit extérieur assez important pour éviter le recours à une dépréciation sensible de la valeur nominale du dollar semble peu étayé. Considérons d'abord l'ampleur du problème de l'ajustement. Les exportations des États-Unis, qui représentent la moitié du volume des importations, devraient progresser deux fois plus rapidement que celles-ci pour simplement maintenir le niveau actuel du solde extérieur. Par ailleurs, l'élasticité-revenu des importations des États-Unis est sensiblement plus grande que celle de leurs partenaires commerciaux, ce qui représente une autre difficulté, de même que la part relativement modeste du secteur des biens échangeables aux États-Unis (cf. encore le graphique 2). De plus, l'émergence de la Chine et de l'Inde en tant que producteurs de biens et de services échangeables sur le marché mondial fait de la période actuelle un moment historiquement peu propice à la reconquête de parts de marché. Des rigidités de taux de changes nominaux et d'énormes gisements de main-d'œuvre rurale assurent dans les deux cas la persistance probable d'avantages absolus de coûts pour une durée prolongée. Enfin, le renchérissement récent des cours du pétrole a généré d'importants transferts de capitaux vers les pays producteurs de pétrole dont la propension à importer en provenance des États-Unis a chuté régulièrement (cf. tableau 4).

Confrontées à l'ampleur du problème, les évolutions récentes du secteur des biens

Tableau 4 Parts de marché dans les importations de l'OPEP et de la CEI

(en % du total des importations)

	OPEP		CEI	
	1998	2004	1998	2004
États-Unis	15,4	7,9	7,0	3,3
Zone euro	26,0	27,1	32,0	39,6
Japon	9,2	8,0	1,4	3,0
Chine	3,7	7,8	1,9	6,3

Source : Bulletin mensuel de la BCE, juillet 2005

échangeables aux États-Unis ne sont guère prometteuses. D'abord, hormis pour les produits informatiques et électroniques, les gains de productivité observés jusqu'ici dans les secteurs producteurs de biens échangeables n'ont pas été particulièrement spectaculaires, par comparaison avec les autres pays (cf. tableau 5)¹⁸. Pour cette raison aussi bien que sous l'effet d'une concurrence internationale exacerbée, les bénéfices du secteur manufacturier aux États-Unis n'ont représenté, en 2004, que 14,2 % des profits totaux, contre 23,5 % en 2001¹⁹. Peut-être de ce fait, les immobilisations nettes du secteur manufacturier ont atteint, en 2004, un niveau effectivement plus faible que celui enregistré quatre ans plus tôt. Heureusement, les États-Unis ont aussi une forte capacité d'exportation de services très élaborés (logiciels, formation, recherche et produits à haute valeur ajoutée), sous réserve bien sûr que l'ouverture des marchés leur permette d'exploiter cet avantage.

Tableau 5 Gains de productivité du travail aux États-Unis par secteurs

	Emploi (a) 1987–2004	Gains de productivité (b)	
		1988–1995	1996–2004
Secteur privé	85	1,3	2,6
Agriculture et extraction minière	2	1,0	- 0,4
Construction	6	- 0,5	- 1,4
Industrie manufacturière	14	3,1	6,0
Biens durables	9	3,9	7,8
Biens non durables	5	1,9	3,4
Transports et services collectifs	4	2,2	2,1
Commerce de gros	5	2,4	4,5
Commerce de détail	11	3,2	5,2
Finance, assurance et immobilier	6	2,2	2,6
Services	37	-0,5	1,0
Administrations publiques	15	0,4	0,3

Note : Rupture des séries en 2000 en raison d'une nouvelle ventilation des secteurs d'activité industrielle

(a) En pourcentage des effectifs participant à la production nationale

(b) Calculs BRI basés sur la valeur ajoutée réelle et les heures travaillées à temps plein et à temps partiel, par secteur d'activité ; en pourcentage

Source : BEA

¹⁸ Voir aussi les classements de croissance de productivité par secteur d'activité (croissance moyenne de 2000 à 2003 comparée à celle des années quatre-vingt-dix), établis par le département du Travail des États-Unis.

¹⁹ Cf. Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 6.16 D "US corporate profits by industry".

La concurrence internationale s'est notamment manifestée ces dernières années par le net recul de la transmission des variations de change aux prix des importations des États-Unis²⁰. Afin de conserver ses parts de marchés, la concurrence étrangère n'a pas modifié ses prix en dollars en dépit de la dépréciation de la devise américaine depuis 2001. Dans certains cas, cette pratique a conduit à une réduction des marges bénéficiaires, mais dans beaucoup d'autres, elle a simplement incité les producteurs étrangers à rechercher d'autres voies d'amélioration de leur compétitivité ou de réduction du coût des importations. Par exemple, au cours des cinq dernières années, les coûts salariaux unitaires (en dollars) ont augmenté de 8 % aux États-Unis tandis qu'ils baissaient de 1 % (en euros) en Allemagne. De ce fait, la part des États-Unis dans les exportations mondiales s'est réduite de 3 points de pourcentage (pour revenir à 9 %) tandis que celles de l'Allemagne et de la Chine ont progressé respectivement de 4,5 et 3 points de pourcentage. Aucune de ces évolutions n'apporte la promesse certaine de changements structurels aux États-Unis qui pourraient améliorer à l'avenir le solde du compte de transactions courantes, réduisant ainsi la nécessité d'un ajustement du taux de change nominal²¹.

Un deuxième ensemble de raisons pour lesquelles les États-Unis ne devraient pas s'inquiéter des déséquilibres extérieurs concerne les évolutions observées dans les autres pays du monde. Ces derniers, affirme-t-on, connaissent une situation chronique d'insuffisance des dépenses. Cela a d'abord été le cas au Japon et en Allemagne, à la faveur des ralentissements que les deux économies ont connus au début des années quatre-vingt-dix, puis un phénomène analogue a été observé plus récemment en Asie émergente (en Chine par exemple) à l'issue de la crise asiatique. Selon Bernanke (2005), face à l'excès d'épargne au niveau mondial, les États-Unis ont simplement joué le rôle de consommateur de dernier ressort afin que la production mondiale augmente plus ou moins en phase avec les capacités productives. En fait, le problème principal réside non pas dans l'augmentation de l'épargne à l'étranger mais dans la faiblesse générale de l'investissement

des entreprises²². Si la hausse compensatrice de la demande aux États-Unis pourrait bien avoir été globalement bénéfique, on peut néanmoins se demander ce qu'il adviendra en cas de nouvelle diminution de l'épargne dans certains de ces pays et/ou de hausse de l'investissement. Il ressort clairement de l'équation évoquée précédemment que le déficit américain doit diminuer. Ce qu'elle n'indique pas, cependant, c'est la manière d'y parvenir. Si les tensions sur la demande venaient à s'accroître à l'étranger, l'économie américaine tournant déjà à plein régime, la probabilité que les taux d'intérêt se tendent plus fortement pour contrecarrer la hausse des prix et favoriser la désabsorption serait beaucoup plus élevée. À cet égard, l'augmentation des cours du pétrole constitue, à l'évidence, une nouvelle difficulté de taille, même si les anticipations inflationnistes ont été remarquablement bien ancrées jusqu'à présent. Compte tenu des arguments présentés à la section 2, ce resserrement serait bienvenu et pourrait intervenir de façon ordonnée, mais les risques identifiés dans cette même section impliquent que ce pourrait ne pas être le cas.

Un dernier argument lénifiant s'appuie sur le fait que la quasi totalité de la dette des États-Unis vis-à-vis de l'étranger est libellée en dollars, alors que les actifs américains détenus à l'étranger sont libellés en devises étrangères. Par conséquent, la baisse du dollar susceptible d'être nécessaire pour stabiliser les ratios de dette extérieure sera moins importante compte tenu de la hausse de la valeur en dollars des investissements américains à l'étranger²³. En effet, nous sommes ici en présence d'une situation de risque de change qui, contrairement au cas de l'Asie, avantage le débiteur et non les créanciers. Il est difficile de contester cet argument du point de vue arithmétique, mais il ne s'agit que d'une maigre consolation dans la mesure où il ne tient pas compte de deux types de réaction possible de la part des créanciers. La première a trait à la sphère réelle et la seconde est d'ordre financier.

En premier lieu, après avoir essuyé une perte de richesse considérable en raison de l'appréciation de leur monnaie par rapport au dollar, les créanciers pourraient bien avoir tendance à réduire leurs

²⁰ Cf. BRI (2005) p. 17

²¹ Obstfeld et Rogoff (2004) soutiennent que l'ajustement du taux de change nominal, pour inscrire le compte de transactions courantes sur une trajectoire soutenable, augmente de façon inversement proportionnelle à la réduction de la répercussion du taux de change sur le prix des importations.

²² En fait, le taux d'épargne des ménages a fortement diminué au Japon mais aussi, de façon plus modérée, dans de nombreux pays asiatiques excepté en Chine. Il est plus surprenant de constater que l'investissement a été exceptionnellement faible au Japon, en Allemagne et en Asie du Sud-est. Dans chacun des cas, cette faiblesse de l'investissement a fait suite à une période d'expansion très rapide.

²³ Cf. Obstfeld (2004) et Lane et Milesi-Ferretti (2005)

dépenses. Toutefois, cette éventualité contredit directement l'hypothèse classique selon laquelle les pays dont la monnaie s'apprécie doivent absorber davantage afin de soutenir la demande intérieure à mesure que la demande étrangère décélère. Ces effets pourraient être importants. Selon les travaux de Mussa (2005), d'Obstfeld et de Rogoff (2004) ainsi que d'autres, il faudrait probablement que la valeur effective réelle du dollar diminue d'au moins 20 % par rapport à son niveau actuel pour entraîner les effets de substitution nécessaires entre les produits échangeables et les produits non échangeables. Si le montant brut de la position « longue » des étrangers en dollars est supérieur à 8 000 milliards de dollars, cela entraîne une perte d'environ 1 500 milliards de dollars pour les pays dont la monnaie s'apprécie. En outre, selon leur incidence, des pertes de cette ampleur sont également susceptibles de perturber le fonctionnement du système financier. En revanche, on pourrait avancer l'argument selon lequel les pertes importantes de ce type subies par le passé (baisses à la fois du dollar et des cours de bourse enregistrées à ce jour) ont été digérées sans difficulté. Cela dit, il se peut que le système soit moins à même actuellement d'absorber encore de nouveaux chocs.

Le second élément concerne le comportement financier. Si les créanciers procédaient à une extrapolation des pertes enregistrées par le passé, ils seraient beaucoup plus tentés de réduire leurs positions acheteuses en dollar²⁴. De plus, au-delà même de la révision des anticipations des investisseurs, les pertes sont susceptibles de contribuer à une prise de conscience soudaine de l'ampleur des déséquilibres financiers accumulés et donc d'entraîner une hausse de la prime de risque exigée pour détenir des actifs libellés en dollars. Par ailleurs, la probabilité que la situation évolue de cette façon a augmenté en raison de la tendance croissante des entrées de capitaux à financer les dépenses des consommateurs et de l'État plutôt que l'investissement productif en capital fixe (cf. graphique 3). Avec la baisse du dollar et la hausse des taux longs américains qui s'ensuivraient, un certain nombre de phénomènes liés pourraient alors devenir une menace pour la croissance, comme cela a été décrit à la section 2.

La probabilité que cette évolution se répercute sur la valeur du dollar pourrait également être favorisée par la prise de conscience croissante à l'étranger de l'existence d'un problème d'aléa moral. Dans la mesure où ce sont les étrangers qui subissent les pertes directes d'une dépréciation du dollar, l'incitation pour les États-Unis à procéder à un resserrement de leur politique monétaire pour contrecarrer cette dépréciation pourrait être moins forte. À cet égard, l'incidence d'une progression de l'inflation aux États-Unis est un sujet controversé. Celle-ci pourrait, en soi, détériorer la confiance des étrangers dans la valeur des actifs américains. Cependant, elle constituerait également, sur le plan national, un argument en faveur du resserrement de la politique monétaire, ce qui contribuerait à soutenir le dollar.

3 | 2 Poids des différentes devises dans les portefeuilles mondiaux

Quels sont les facteurs relatifs au poids du dollar dans le portefeuille mondial d'avoirs en devises, qui pourraient inciter à plus d'optimisme face aux problèmes abordés en section 2 ? La mise en évidence d'une surabondance potentielle de dollars nécessite d'examiner l'évolution du comportement des secteurs public et privé. Si le secteur privé présente une exposition beaucoup plus forte au risque de change²⁵, le comportement du secteur public, à la marge, revêt néanmoins une grande importance. Les interventions de change et l'accumulation de réserves en Asie, qui ont pris un caractère massif au regard des normes habituelles, ont financé une part considérable du déficit des transactions courantes des États-Unis²⁶ et semblent avoir exercé une incidence sur le niveau des taux de change²⁷. De plus, les évolutions du comportement du secteur privé pourraient être catalysées par celles du secteur public. Quoi qu'il en soit, les marchés financiers sont actuellement extrêmement attentifs aux messages et aux actions des banques centrales (notamment).

Considérant en premier lieu les avoirs de change libellés en dollars du *secteur privé*, trois arguments peuvent être invoqués pour tempérer les inquiétudes.

²⁴ Selon Lane et Milesi-Ferretti (2005), ce n'est pas une stratégie viable à long terme pour les États-Unis que de compter sur ces gains de valorisation pour améliorer une dépendance structurelle à l'égard des entrées nettes de capitaux.

²⁵ Selon les statistiques de la BRI, en 2002, les avoirs de change officiels ne représentaient que 5,5 % de l'ensemble des engagements transfrontières. De plus, il s'agit probablement d'une surestimation, compte tenu des présomptions de sous-déclarations de la part du secteur privé.

²⁶ De 60 % à 70 % en 2004 selon les statistiques de la BRI, cf. McCauley (2005)

²⁷ L'exemple le plus évident en est celui de la Chine, où le niveau des réserves s'est fortement accru alors que le taux de change contre dollar n'a pratiquement pas varié. Cf. Goldmann Sachs (2004a, 2004b)

Premièrement, la part des avoirs en dollars, par rapport aux autres devises, ne semble pas exagérée. Deuxièmement, les caractéristiques institutionnelles des marchés financiers américains induisent une préférence durable pour les actifs libellés en dollars. Troisièmement, en cas de difficultés, une légère hausse des taux d'intérêt suffirait à assurer un soutien approprié du dollar. Or, ces trois affirmations sont, en fait, contestables.

Selon le premier argument, rien ne prouve l'existence d'une surabondance potentielle de dollars dans les portefeuilles. Lane et Milesi-Ferretti (2005) estiment qu'en 2003, les actifs américains représentaient 27 % de la détention d'actifs étrangers dans le monde, ce qui correspond pratiquement à la part des États-Unis dans le PIB mondial. En outre, selon les statistiques de la BRI, la proportion d'actifs libellés en dollars dans le total des émissions obligataires internationales s'établissait à 36 % fin 2004. Cela étant, l'utilisation d'un autre cadre de référence fait apparaître davantage de raisons de s'inquiéter. Comme remarqué précédemment, les engagements internationaux en dollars des résidents des États-Unis semblent désormais bien supérieurs à 70 % du PIB américain. Il en résulte une exposition des pays du reste du monde équivalant à 20 % de leur PIB. Même s'il n'est pas impossible que cette exposition soit en partie compensée par des couvertures naturelles ou qu'elle ait été intentionnellement couverte sur les marchés dérivés, elle semble d'une telle ampleur qu'elle donne à penser que la poursuite du processus de couverture n'est pas impossible. Le fait que les entrées de capitaux privés aux États-Unis diminuent et soient composées d'une part grandissante de flux à court terme confirme également la prudence croissante manifestée par les investisseurs étrangers privés.

Dans le même ordre d'idées, on peut faire valoir que la plupart des portefeuilles privés affichent encore un biais national important²⁸. Si ce phénomène s'atténue, les investisseurs étrangers seront davantage disposés à acquérir des actifs libellés en dollars. Cela contribuera à compenser le volume toujours croissant des engagements émis en dollars. L'on peut objecter, bien entendu, que ce phénomène est à double tranchant. Les investisseurs résidents aux États-Unis présentent également un fort biais national. S'ils

entreprennent aussi une véritable diversification de leurs placements, la vulnérabilité du dollar risque de s'en trouver renforcée.

Aux termes du deuxième argument, la détention d'actifs libellés en dollars présente un avantage naturel parce que les marchés américains sont plus liquides, plus transparents et appliquent plus strictement la législation relative au droit de propriété que les marchés du reste du monde. Ce sont des qualités de cette nature, et les externalités de réseau qu'elles impliquent, qui ont conféré au dollar son statut de principale monnaie internationale. Ainsi, même si les investissements en capital fixe effectués dans nombre d'économies de marché émergentes (affectées par une pénurie de capital) devraient donner lieu à des rendements supérieurs, tel n'est pas toujours le cas. De plus, il pourrait sembler plus avisé de n'accumuler d'actifs étrangers qu'après avoir intégré les différents risques que nous venons d'évoquer dans les anticipations de rendement. Aussi décisif que puisse être cet argument, il convient de tenir compte d'une évolution importante récemment intervenue. Depuis l'introduction de l'euro, il est admis que les marchés financiers européens sont aussi « larges, profonds et résistants » que ceux des États-Unis²⁹. Pour la première fois dans l'histoire récente, il existe donc une autre solution que le dollar. Bien entendu, cette possibilité ne garantit en aucun cas une diminution soudaine, ou à venir, du rôle du dollar dans les transactions internationales.

Selon le troisième argument militant contre tout excès d'inquiétude, des hausses « modérées » des taux d'intérêt devraient suffire à compenser tout infléchissement du souhait de détenir des volumes croissants d'actifs en dollars. De fait, la vigueur du dollar observée depuis début 2005 n'a pas beaucoup surpris, compte tenu de la manière dont les taux directeurs ont évolué en faveur des États-Unis. L'hypothèse d'un degré très élevé de substituabilité internationale du capital, en réaction aux variations de taux d'intérêt, s'inscrit dans la tradition du modèle de Mundell-Flemming, qui, probablement, continue de fournir la meilleure caractérisation du fonctionnement effectif du système financier international. Toutefois, un degré élevé de substituabilité entraîne également d'autres effets qu'un modèle à une période ne peut convenablement

²⁸ Cf. C. C. Bertaut et L. G. Grier (2004) et Gagnon et al (2004). Ces deux études définissent le biais national comme une part d'achats d'actifs libellés en monnaie nationale (par opposition aux actifs en devises) supérieure à la part prévue dans un MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) international.

²⁹ Cf. W. White et al (2002) et Galati et Tsatsaronis (2003)

prendre en compte. Le fait que le resserrement de la politique monétaire résulte en partie de variations de taux de change, et non du seul jeu des hausses de taux d'intérêt, entraîne une plus grande facilité à une dépense intérieure excessive³⁰. Par conséquent, les entrées de capitaux (et les déséquilibres extérieurs) peuvent contribuer à exacerber les déséquilibres internes. De toute évidence, ces flux contribuent également à alimenter les déséquilibres externes, car, comme dans le cadre du modèle de Mundell-Flemming, les taux d'intérêt demeurent à un plus bas niveau qu'ils ne le seraient autrement, ce qui vient contrecarrer une désabsorption interne³¹, et le dollar demeure trop élevé (ou même s'apprécie) ce qui réduit les effets de l'élasticité de substitution sur les flux commerciaux.

Quels aspects du comportement du *secteur officiel* étranger sont susceptibles de soutenir le dollar ? Deux arguments peuvent être avancés, qui, tous deux, appellent des réserves. Premièrement, à l'exclusion du Japon (qui constitue un cas particulier)³², la proportion de réserves officielles en dollars n'est pas supérieure à la part du « bloc dollar » dans la production mondiale. Il n'existe donc pas de surabondance potentielle de dollars. Deuxièmement, considérons l'argument de Dooley et al. (2003, 2004) selon lequel un « nouveau système de Bretton Woods » s'est mis en place à la satisfaction mutuelle des créanciers et des débiteurs. Cela suppose une très forte volonté de la part des pays exportateurs de financer leurs ventes, c'est-à-dire de recycler les recettes des exportations pour fournir aux débiteurs le financement nécessaire à leur règlement.

Considérons tout d'abord la question de la surabondance potentielle de dollars. Japon non compris, la part en dollars des réserves officielles actuelles est de 57 %. Si cette part est beaucoup plus élevée que la part des États-Unis dans la production mondiale, elle est pratiquement égale à la part du « bloc dollar », ce dernier étant défini comme regroupant les pays dont les monnaies sont relativement fixes par rapport au dollar³³. Tout

d'abord, l'on peut objecter que l'orientation d'un pays en matière de change ne doit pas nécessairement être liée à la composition optimale des réserves de ce pays. Cette décision devrait intégrer séparément des considérations relatives à la liquidité, au droit de propriété, aux taux de rendement, etc. Cela étant, il est vrai que le portefeuille de réserves présentant une variance minimum est obtenu en investissant dans la devise à laquelle est ancrée la monnaie nationale. De plus, il a été établi empiriquement que la part des réserves en dollars des pays dont les monnaies sont rattachées à cette devise (Hong Kong, Chine, etc.) est plus élevée que celle des autres pays, alors que ceux dont les monnaies sont alignées sur l'euro (en particulier en Europe centrale et de l'Est) détiennent comparativement une part investie en euros supérieure. Dans cette optique, il y a lieu de s'inquiéter de l'amenuisement du « bloc dollar » que signalent les données récentes. En effet, selon des données empiriques de plus en plus nombreuses (en particulier en Asie) les cours croisés de ces monnaies avec le dollar sont désormais plus réactifs aux évolutions des cours euro/dollar et dollar/yen³⁴. De ce fait, il faut peut-être s'attendre à des rééquilibrages de portefeuille de plus grande ampleur.

En ce qui concerne le second argument, comme l'indiquent Dooley et al., les pays d'Asie mènent généralement des stratégies de croissance axées sur les exportations. Ils sont confortés dans cette voie par le succès du modèle japonais. De plus, ils ont implicitement conclu avec les États-Unis un accord mutuellement satisfaisant. Les exportateurs asiatiques souhaitent continuer d'exporter vers les États-Unis. En contrepartie, ils leur faut intervenir sur les marchés de change pour soutenir la monnaie américaine et accumuler d'importantes réserves en dollars. Les États-Unis souhaitent maintenir l'offre de produits importés « à bas prix ». En outre, le secteur officiel des États-Unis n'est nullement disposé à accepter le ralentissement de la croissance intérieure qui résulterait de tentatives de traitement du déficit courant selon des méthodes traditionnelles, c'est-à-dire par une dépréciation et une désabsorption.

³⁰ Il s'agit d'une variante internationale sur un sujet national que Claudio Borio et moi avons utilisée dans un autre cadre (2004). Si l'IPC est maîtrisé, et si l'on estime qu'il n'est pas nécessaire de relever les taux directeurs, un système de crédit « élastique » risquerait de provoquer des phases d'expansion et de contraction du crédit, des prix des actifs et de la formation de capital fixe qui pourrait, au final, s'avérer très coûteuse.

³¹ Aux États-Unis, le fait que le bas niveau des taux d'intérêt à long terme sur titres publics pèse sur les taux hypothécaires en constitue de toute évidence un canal.

³² Cf. Mikuni et Murphy (2002) pour une description des tendances mercantilistes de longue date du Japon. Il est donc présumé que le secteur officiel japonais n'est pas susceptible de modifier sa pratique, également de longue date, d'investir presque exclusivement en dollars. Si l'on inclut le Japon, ces chiffres indiquent une part en dollars proche de 80 % du PIB mondial.

³³ Cf. le chapitre V du « Rapport annuel » de la BRI pour une description plus exhaustive. Sur un plan plus technique, les pays relèvent (ou non) du bloc dollar en fonction de la sensibilité du cours croisé dollar/monnaie locale aux évolutions euro/dollar et dollar/yen.

³⁴ Cf. McCauley (2005)

Ce système fonctionnant à la satisfaction mutuelle des parties, il pourrait, hypothétiquement, durer encore un certain nombre d'années. De plus, dans le cas non négligeable de la Chine, certains arguments militent en faveur d'une résistance persistante à l'appréciation contre dollar. En effet, il y aurait lieu de s'inquiéter, en particulier, de l'incidence d'une appréciation du renminbi sur les prix agricoles (effets baissiers) et sur les revenus ruraux, les migrations internes et l'ordre social, ainsi que sur un système bancaire encore très fragile.

Nombre de contre-arguments, liés pour la plupart au comportement présumé du secteur officiel étranger, peuvent être invoqués³⁵. Tout d'abord, l'on peut se demander si les pays d'Asie (hors Japon) appliquent vraiment des stratégies de croissance axées sur les exportations³⁶. Certes, cette approche a bien réussi au Japon, mais elle s'est déjà traduite par une gigantesque accumulation de dette extérieure américaine. Est-il raisonnable d'envisager de la reproduire sur une beaucoup plus grande échelle ?³⁷ De plus, cette assertion ne tient pas compte des efforts considérables consentis par de nombreux pays émergents d'Asie pour stimuler la demande intérieure. Compte tenu de l'ampleur de la crise de l'investissement en Asie à la fin des années quatre-vingt-dix, et celle ayant affecté la consommation en Corée plus récemment, on tendrait davantage à en conclure que le problème réside moins dans la mauvaise volonté manifestée par les responsables pour stimuler la demande intérieure que dans leur incapacité à s'y employer efficacement.

Les responsables des pays d'Asie sont également de plus en plus conscients du coût de leurs efforts pour maintenir leurs monnaies à un bas niveau ainsi que des risques liés à l'accumulation des réserves. En ce qui concerne ce dernier point, les politiques monétaires nationales plus accommodantes que tel ne serait le cas autrement peuvent mener à l'inflation et/ou à d'autres déséquilibres internes. Face aux niveaux spectaculairement élevés des investissements en Chine, on peut craindre une

mauvaise affectation des ressources et, à terme, des pertes d'ampleur comparable³⁸. Les évolutions des prix de l'immobilier dans un certain nombre de pays, Chine comprise, confirment ces inquiétudes. S'agissant des risques d'accumulation de réserves, la principale préoccupation a trait aux moins-values quand les monnaies nationales finiront par s'apprécier³⁹. Dans les pays d'Asie disposant d'un contrôle législatif de l'exécutif, des critiques ont déjà été exprimées à cet égard. Un problème connexe se pose quand ces moins-values doivent être inscrites au bilan de la banque centrale. En effet, il est possible qu'une recapitalisation de celle-ci soit nécessaire⁴⁰ avec les risques d'image et d'un amoindrissement de l'indépendance de l'institution qui s'y attachent.

De plus, les autorités asiatiques qui interviennent sur les marchés et le secteur officiel des États-Unis sont de plus en plus conscients des implications au niveau mondial des politiques suivies jusqu'à présent. L'orientation des politiques monétaires a été accommodante aussi bien dans les pays industrialisés qu'en Asie. Depuis plusieurs années, les taux d'intérêt réels sont demeurés proches de zéro pratiquement partout dans le monde. De plus, le recyclage des réserves sur les marchés obligataires des pays industrialisés, en particulier aux États-Unis, a probablement pesé sur les taux obligataires et hypothécaires⁴¹. Ce phénomène a atténué le resserrement déjà limité de la politique monétaire aux États-Unis, et contribué à soutenir l'expansion mondiale des marchés immobiliers.

Cela ne veut pas dire que l'argument de la « satisfaction mutuelle » ne présente pas d'intérêt. Il convient néanmoins de tenir compte d'autres considérations indiquant que les pratiques récentes correspondent à un équilibre instable. De fait, les monnaies d'un certain nombre de pays d'Asie, la Corée en particulier, se sont déjà appréciées contre dollar, et les autorités japonaises ont cessé d'intervenir pour maintenir le yen à un bas niveau au printemps 2004. La décision des autorités chinoises (et malaises) en août de réévaluer leur monnaie et d'introduire un nouveau

³⁵ Cf. Genberg et al. (2005)

³⁶ Cf. mes commentaires relatifs au chapitre 2 de Genberg et al. (2005), dans le cadre desquels j'ai approuvé certains arguments de l'auteur pour en rejeter certains autres.

³⁷ Quand le Japon a entamé sa phase de réindustrialisation d'après guerre, sa part dans la population mondiale s'établissait à 3 %. En revanche, celle cumulée de la Chine et de l'Inde représente près d'un tiers de la population mondiale actuelle, et elle est en augmentation.

³⁸ Une phase de contraction de l'investissement en Chine aggraverait probablement les tensions extérieures parce qu'elle entraînerait à la fois une diminution des importations et une politique plus agressive à l'export.

³⁹ En partant de l'hypothèse que la Chine continue à accumuler des réserves jusqu'à fin 2006 au même rythme qu'actuellement, et que le renminbi aura été réévalué de 30 % à cette date, les moins-values devraient représenter près de 15 % du PIB.

⁴⁰ Si, selon certains économistes, une banque centrale n'a pas besoin de capital, ses engagements étant toujours acceptables comme « monnaie », il n'en demeure pas moins que nombre de dirigeants de banque centrale manifestent indiscutablement de l'embaras face à des moins-values.

⁴¹ Les tentatives visant à mesurer cette influence ont donné lieu à une profusion d'estimations. Pour accroître encore l'incertitude, cf. « Rapport annuel » de la BRI (2005) chapitre VI.

régime de change, reposant sur le référencement du renminbi à un panier de devises, indique, en principe, l'abandon des pratiques passées. Quoi qu'il en soit, depuis cette annonce, la variance quotidienne du cours dollar/renminbi s'est établie aux alentours de 10 % du taux mesuré par rapport à un taux effectif estimé. Il n'en résulte pas de modification significative de comportement à ce jour.

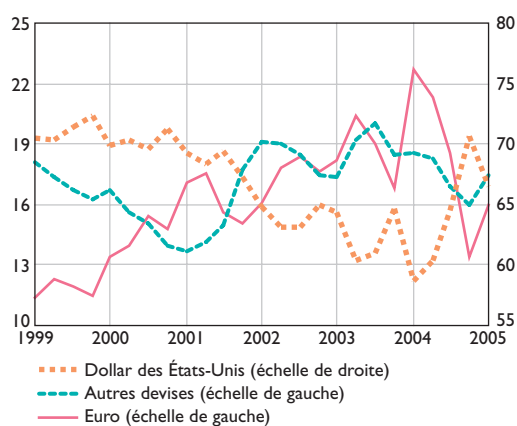
Enfin, quelques mérites que l'on reconnaisse à l'argumentation de Dooley et *al.*, il convient de souligner que sa pertinence diminue constamment à mesure que le niveau élevé des cours du pétrole opère un transfert de richesse des consommateurs nets de pétrole (États-Unis et pays d'Asie) vers les

producteurs nets de pétrole. En effet, les pays d'Asie ne peuvent recycler des réserves dont ils ne disposent plus. Si les pays producteurs de pétrole présentent une propension marginale à importer relativement élevée, certainement supérieure à celle observée dans les années soixante-dix, l'accumulation de leurs réserves n'en a pas moins été très importante. De plus, tout comme ils affichent une plus forte propension à importer des produits en provenance d'Europe et d'Asie que des États-Unis, leurs réserves ont également davantage tendance à être placées en d'autres devises que le dollar (cf. graphique 4). Ces deux évolutions donnent à penser que le dollar sera, à l'avenir, moins soutenu que jusqu'ici par le secteur officiel.

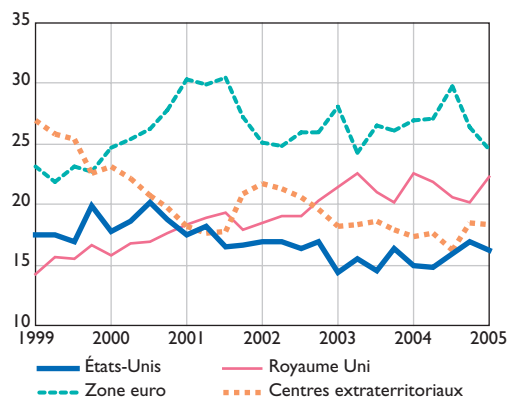
Graphique 4 Dépôts des pays de l'OPEP auprès des banques déclarantes à la BRI

(en %)

Par devises (a)



Par pays déclarants



a) Données des pays déclarants à la BRI qui fournissent une ventilation par devises. Les données sont ajustées sur la base de taux de change constants à fin mars 2005.

Sources : données nationales ; BRI

Au regard des précédentes observations, il apparaît que les déséquilibres mondiaux devraient grandement préoccuper les responsables de la politique économique. Il reste à déterminer, compte tenu de l'ampleur des déséquilibres internes et externes déjà existants, quelles nouvelles politiques seraient susceptibles de favoriser un ajustement ordonné vers un nouveau sentier, plus soutenable, de croissance mondiale. Compte tenu des arguments déjà mentionnés relatifs à l'instabilité potentielle des détenteurs privés de créances en dollars, il est essentiel que le secteur public soit en mesure de fournir des assurances suffisantes quant à la maîtrise de la situation. Au regard de la complexité, de l'interdépendance et de la portée internationale des problèmes à résoudre, une approche reposant sur la coopération entre les autorités des différents pays serait préférable à l'application par chaque pays d'une politique de cavalier seul.

Bibliographie

Banque des règlements internationaux (2004)

74^{ème} Rapport annuel

Banque des règlements internationaux (2005)

75^{ème} Rapport annuel

Bernanke (B. S.) (2005)

"*The global saving glut and the US current account deficit*", remarques formulées lors de la conférence à l'hôtel Sandridge, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginie

Bertaut (C. C.) et Grier (W. L.) (2004)

"*Recent developments in cross-border investment in securities*", Federal Reserve Bulletin, vol. 90 (Hiver), p. 19-31

Borio (C. E. V.) et White (W. R.) (2004)

"*Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes*", document de travail de la BRI, n° 147, février

Cecchetti (S.) (2005)

"*Why the Federal Reserve must raise interest rates*", Financial Times, p. 15, 8 août

Cline (W. R.) (2005)

"*The United States as a debtor nation: Risks and policy reform*", The Institute of International Finance, Inc (IIF), Washington DC

Debelle (G.) (2004)

« Endettement des ménages et macroéconomie » dans le Rapport trimestriel de la BRI de mars

Dooley (M.), Folkerts-Landau (M.) et Garber (P.) (2003)

"*An essay on the revived Bretton Woods system*", document de travail du NBER, n° 9971, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research

Dooley (M.), Folkerts-Landau (M.) et Garber (P.) (2004)

The revived Bretton Woods system: "*The effects of periphery intervention and reserve management on interest rate and exchange rates in center countries*", document de travail du NBER, n° 10332, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005)

"*Understanding the twin deficits: New approaches, new results*", FRBSF Economic Letter, 16-22 juillet

Ferguson (R.) (2005)

"*US current account deficit –causes and consequences*", remarques formulées au club d'économie de l'Université de Caroline du Nord à Chapel Hill, 20 avril

Fonds monétaire international (2005)

Perspectives économiques mondiales, septembre

Gagnon (J.), Leahy (M.) et Thomas (C.) (2004)

"*External adjustment, exchange rates and monetary policy*", intervention à la réunion d'automne des économistes de la BRI, 28 et 29 octobre à Bâle

Galati (G.) et Tsatsaronis (K.) (2003)

"*The impact of the euro on Europe's financial markets*", Financial Markets, Institutions & Instruments, vol. 12 (2), New York University Salomon Center

Genberg (H.), McCauley (R.), Park (Y. C.) et Persaud (A.) (2005)

"*Official reserves and currency management in Asia. Myth, reality and the future*", Geneva Reports on the World Economy

Goldman Sachs (2004a)

"*Managing Asia's FX reserves –Time for a change*", GS Financial Workbench, 4 mars

Goldman Sachs (2004b)

"*Exuberant reserve accumulation*", Global Viewpoint Issue, n° 05/06, 13 avril

Goldstein (M.) (2005)

"*What might the next emerging-market financial crisis look like*", Institute for International Economics, documents de travail, séries 05-7, Washington DC

Greenspan (B. S.) (2005)

"*Current account*", remarques formulées lors de la conférence Advancing Enterprise, Londres, 4 février