

## V. Marchés des changes

### Faits marquants

Sur les principaux marchés des changes, l'année 2002 et le début de 2003 ont été marqués par l'affaiblissement du dollar EU, en particulier face à l'euro et, dans une moindre mesure, au yen, ainsi que par son repli progressif à l'égard d'un nombre de plus en plus grand d'autres devises. Dans un environnement caractérisé par des perspectives de croissance décevantes et la baisse persistante des cours des actions, les écarts de taux d'intérêt sont apparemment redevenus un facteur majeur des variations de change. L'augmentation du déficit courant des États-Unis et les modifications dans la structure de son financement ont été également au centre des préoccupations, suggérant une hausse de la prime de risque sur les actifs américains.

D'après une étude empirique portant sur les corrections substantielles des paiements courants dans de nombreux pays industriels depuis 1973, si ces ajustements ont été associés à un ralentissement de la croissance interne, leur relation avec les dépréciations a été relativement mineure. En revanche, une analyse consacrée spécifiquement aux États-Unis durant la seconde moitié des années 80 montre que la baisse du dollar a exercé alors un effet équilibrant nettement plus important. Toutefois, la situation économique mondiale actuelle est sensiblement différente. En conséquence, si une correction significative des déséquilibres des paiements courants reste probable, un schéma comparable d'ajustement du dollar ne peut être tenu pour acquis.

Plusieurs monnaies européennes extérieures à l'UEM, ainsi que les dollars australien, canadien et néo-zélandais, ont bénéficié de leur écart de taux d'intérêt vis-à-vis des actifs en dollars EU ou en euros ; leur appréciation apparaît, en outre, logique, compte tenu des performances relativement satisfaisantes de leur économie. Exception notable à l'association entre vigueur d'une monnaie et rendement favorable, la hausse du franc suisse entre janvier 2002 et mars 2003 a surtout reflété son rôle de valeur refuge.

La recherche de rendements par les investisseurs internationaux a aussi soutenu certaines monnaies d'économies émergentes durant la période considérée, mais les perspectives économiques mondiales et divers facteurs internes ont eu également beaucoup d'influence.

### Dollar, euro et yen

Le dollar a enregistré un repli sensible face à l'euro et légèrement moindre vis-à-vis du yen ainsi qu'une baisse significative de son cours effectif. Cette faiblesse semble essentiellement résulter d'une réorientation des flux de capitaux vers des actifs à revenu fixe plus sûrs, les écarts de taux d'intérêt

redevenant alors un facteur déterminant des mouvements de capitaux internationaux. De plus, les préoccupations liées à l'élargissement du déficit courant ont pesé sur la monnaie américaine. Comme à l'époque de la précédente guerre du Golfe, elle n'a pas joué le rôle de valeur refuge qui fut le sien à d'autres périodes de grande incertitude.

### Principaux développements

Au terme d'une longue période de fermeté face à la plupart des autres devises, le dollar a culminé fin janvier 2002. Entamé en avril, son repli assez généralisé a coïncidé avec la dégradation du sentiment des investisseurs sur les marchés financiers américains (chapitre VI). En termes effectifs nominaux, il a cédé environ 16 % entre janvier 2002 et ses creux de la mi-mai 2003 (graphique V.1).

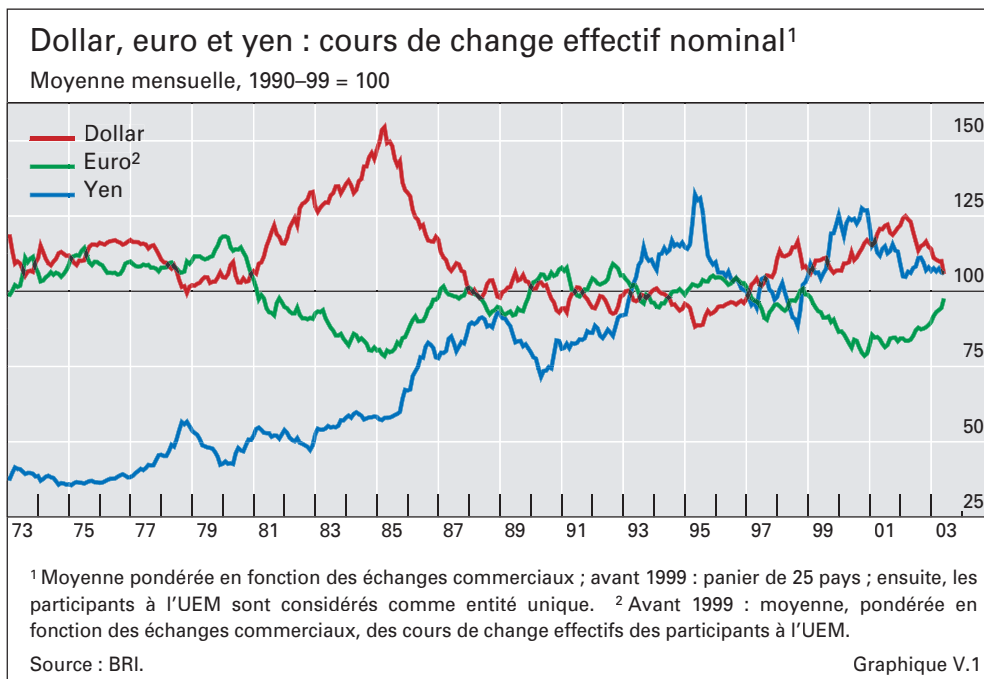
Recul généralisé  
du dollar

La correction a été particulièrement nette vis-à-vis de l'euro, qui s'est apprécié de quelque 30 %, passant de \$0,86–0,89 début 2002 à plus de \$1,15 à la mi-mai 2003, son plus haut depuis quatre ans (graphique V.2). Sur l'ensemble de la période, son cours effectif nominal a gagné environ 15 %, marquant ainsi une forte remontée après la tendance baissière de 1999 et 2000.

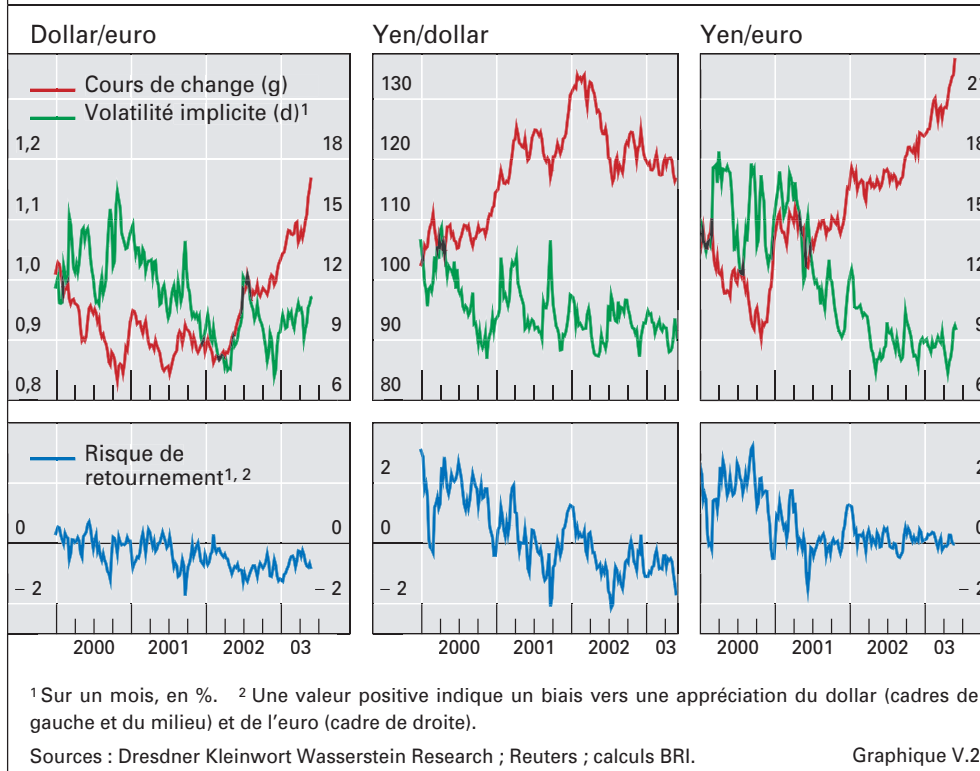
L'affaiblissement du dollar vis-à-vis du yen a été moins prononcé, avec un repli qui l'a amené de plus de ¥134, début 2002, au-dessous de ¥117 en mai 2003. L'ascension du yen a d'ailleurs déclenché plusieurs interventions des autorités japonaises. En revanche, celui-ci a continué de perdre du terrain face à l'euro, sortant de la fourchette ¥115–119 pour s'inscrire à ¥135 à la mi-mai ; globalement, son cours effectif nominal est demeuré inchangé. La monnaie nippone, toujours ferme par rapport à ses valeurs historiques, a néanmoins clôturé la période en cédant 19 % depuis son récent maximum, fin 2000.

La dépréciation du dollar s'est accompagnée de revirements significatifs du sentiment des marchés (graphique V.3). À compter de début 2002, les intervenants ont estimé que les risques de voir le dollar s'apprécier ou se

Revirements du  
sentiment des  
marchés

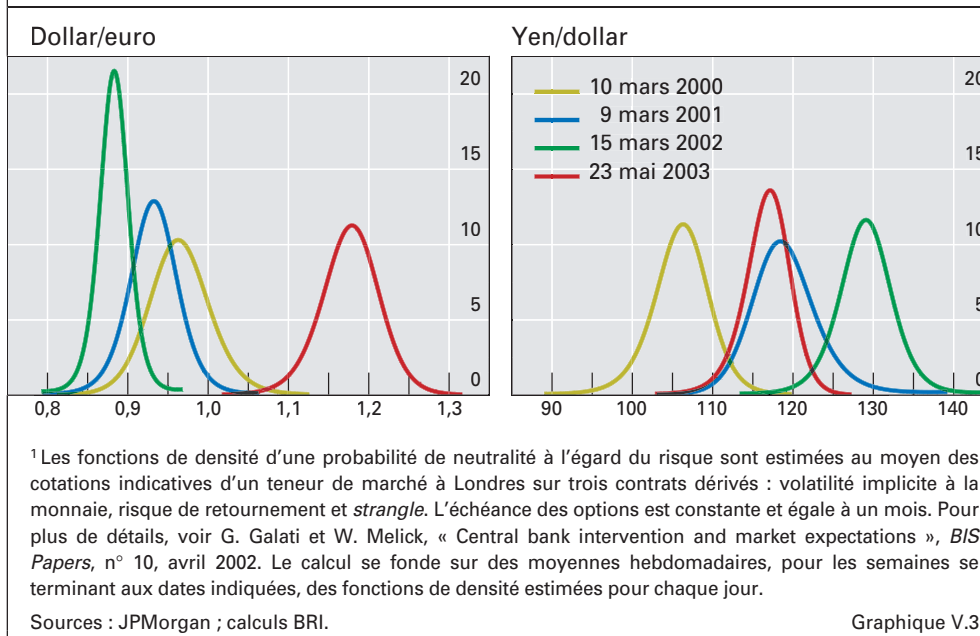


## Dollar, euro et yen : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement



déprécier nettement, mesurés par l'asymétrie des fonctions de densité de probabilité de neutralité à l'égard du risque, s'orientaient vers la seconde hypothèse. Des tests économétriques révèlent que, au cours des deux dernières années, la détérioration du sentiment à l'égard du dollar s'est

## Distribution des probabilités du cours du dollar par rapport à l'euro et au yen<sup>1</sup>



généralement traduite par une baisse effective au bout de quatre semaines, même après correction des variations antérieures.

Malgré les fluctuations marquées des monnaies du G3, l'une des caractéristiques notables des grands marchés des changes durant la période considérée est la faible volatilité à court terme par rapport aux années antérieures, alors que l'incertitude régnait sur les marchés des capitaux (chapitre VI).

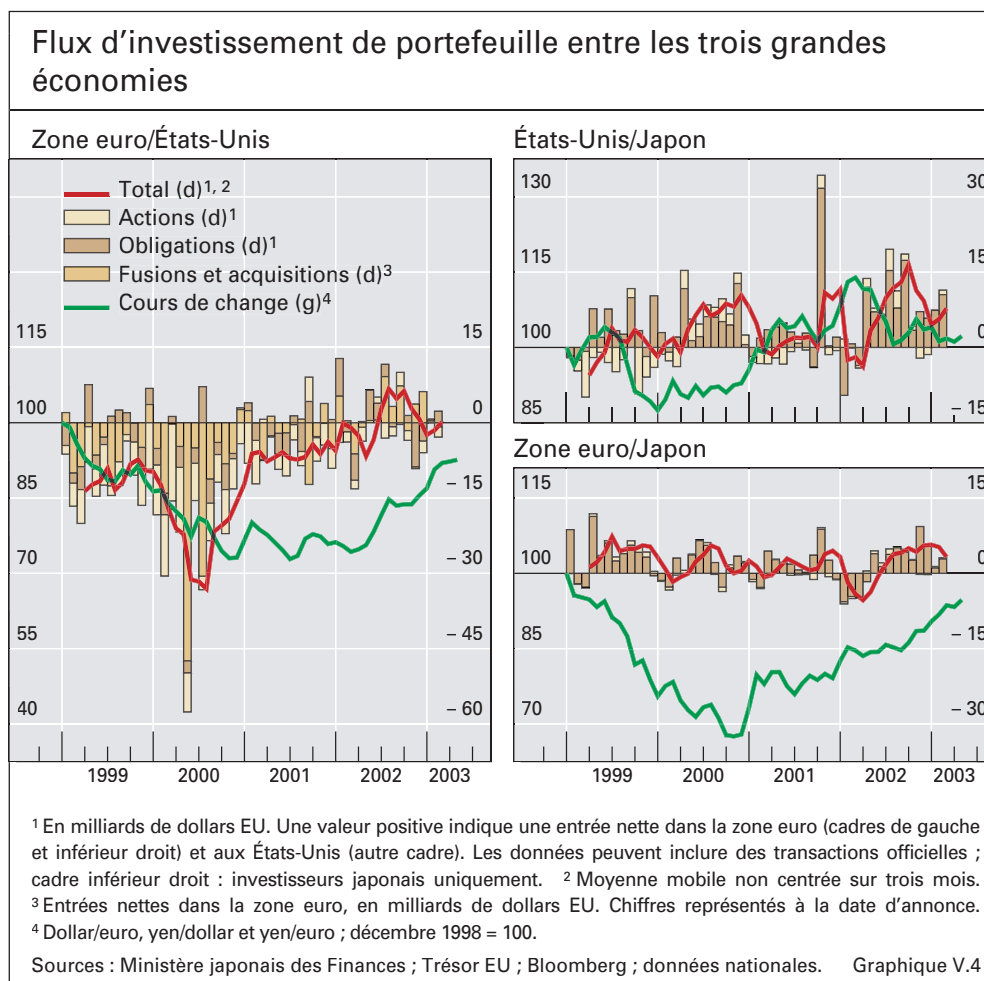
### Facteurs déterminants

Les forces qui déterminent les mouvements des grandes devises ont sensiblement changé. Pour mieux comprendre la baisse du dollar en 2002, il est utile de rappeler les facteurs qui ont été à l'origine de sa vigueur entre le milieu des années 90 et 2001.

À l'époque, les importants gains de productivité effectifs et anticipés aux États-Unis avaient soutenu la progression rapide de l'investissement et l'envolée exceptionnelle des cours des actions américaines. Les perspectives de rendements accrus avaient contribué à attirer des flux de portefeuille substantiels, surtout en obligations d'entreprises et en actions, mais aussi d'investissement direct étranger (IDE). Ces entrées avaient alimenté une hausse appréciable du dollar (graphique V.4), affaiblissant ainsi la balance courante. Il est vrai qu'en 2001 ce boum de l'investissement avait

Modification substantielle des facteurs déterminants

États-Unis : gains de productivité élevés, flux substantiels de capitaux et appréciation de la monnaie jusqu'en 2001

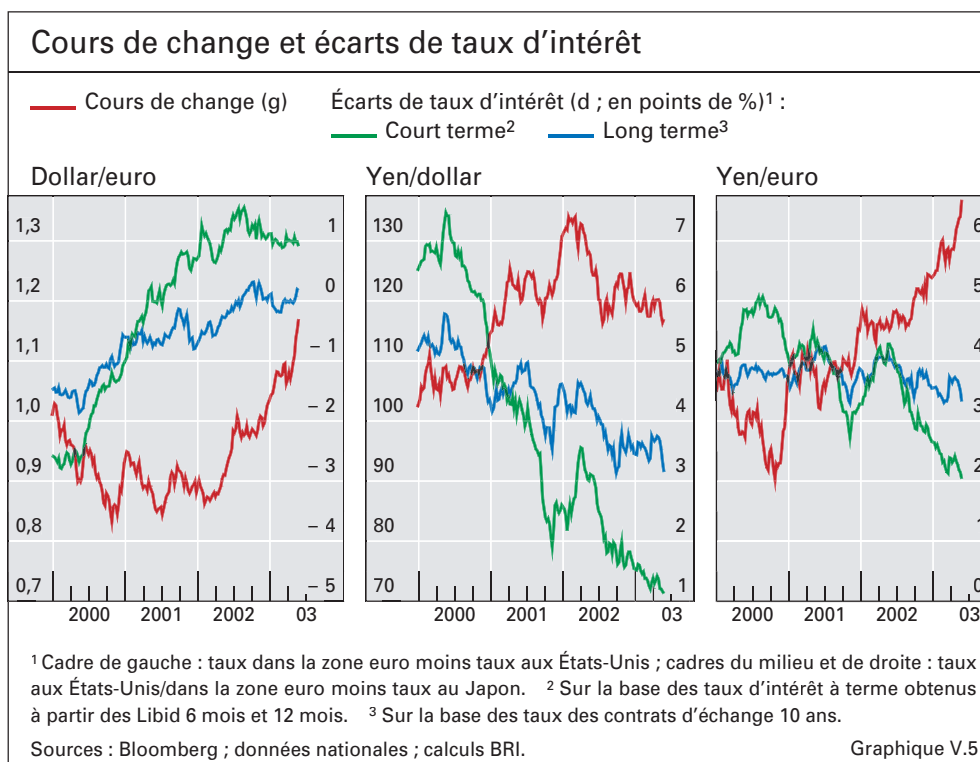


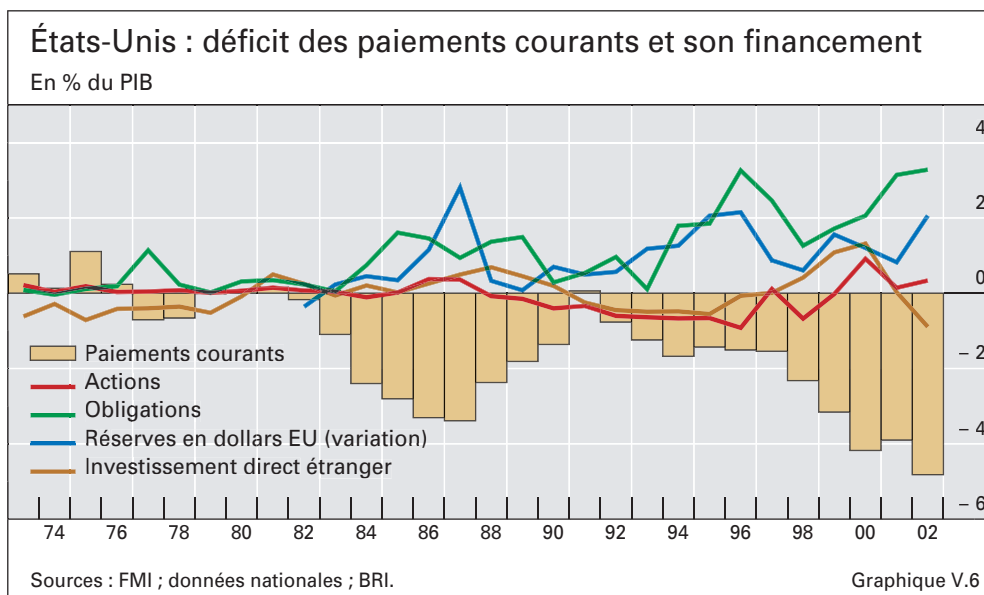
progressivement pris fin, dans un contexte de chute des bénéfices et de ralentissement de l'économie nationale. Les marchés des actions et des obligations à risque d'entreprises américaines avaient également commencé à se replier, les investisseurs recherchant des valeurs plus sûres comme les obligations d'entreprises de haute qualité ou les titres des agences paragouvernementales et du Trésor (chapitre VI). Les flux de capitaux bruts vers les États-Unis s'étaient ralentis, mais les flux de portefeuille privés et d'IDE provenant de la zone euro étaient restés positifs en termes nets, car les perspectives de croissance de l'économie américaine étaient toujours perçues comme meilleures que celles de la zone euro. Le dollar avait donc poursuivi sa progression.

En 2002, recherche d'actifs plus sûrs dans un contexte de détérioration du sentiment

Au premier semestre 2002, en revanche, la destination et la composition des flux de capitaux se sont sensiblement modifiées au fur et à mesure que la confiance sur les marchés financiers américains se détériorait. Cette détérioration a été principalement due à une reprise économique moins vigoureuse que prévu et aux révélations d'irrégularités dans les comptes des entreprises, qui ont suscité l'inquiétude des investisseurs sur la fiabilité des états financiers et l'ampleur des risques encourus. En outre, les restrictions apportées à la politique commerciale des États-Unis ont été interprétées comme un signe montrant que le déficit courant préoccupait de plus en plus les autorités. Les flux de portefeuille privés et d'IDE de la zone euro vers les États-Unis sont devenus négatifs en termes nets et le désengagement des investisseurs internationaux en faveur d'actifs plus sûrs que les actions ou l'IDE s'est accentué.

Les possibilités de gains offertes par les actions américaines à risque étant reléguées au second plan, les écarts de croissance anticipés, qui avaient

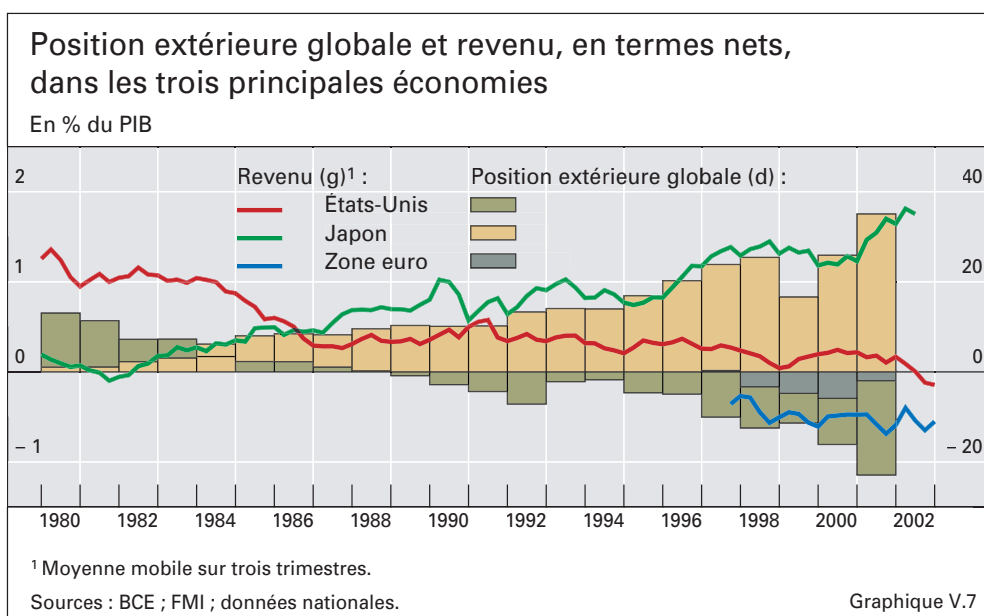




longtemps soutenu les flux de fonds vers les États-Unis et la vigueur du dollar, ont perdu de leur influence. Ce sont plutôt les différentiels d'intérêt qui semblent être redevenus le principal moteur des mouvements de capitaux et, partant, des variations de change. Une corrélation positive significative entre ces différentiels à court terme et les fluctuations de change correspondantes a pu être observée pour un très grand nombre de couples de monnaies, créant une situation bien différente de celle qui prévalait quelques années auparavant.

Importance accrue des écarts de taux d'intérêt

La zone euro, où les taux étaient supérieurs à ceux des deux autres grandes économies, a été la première destination des flux de capitaux à la recherche de rendement, provoquant ainsi l'appréciation de l'euro (graphique V.5). La corrélation positive, en 2002, entre le cours dollar/euro et le différentiel d'intérêt à court terme des deux devises a été la plus étroite depuis le lancement de la monnaie unique. La vigueur relative du yen face



au dollar concorde également avec la diminution de son écart de taux d'intérêt négatif vis-à-vis des États-Unis.

Le déficit courant américain fait de nouveau l'actualité

La réduction, mentionnée précédemment, des flux de capitaux privés vers les États-Unis et la modification de leur composition ont d'autant plus pesé sur le dollar que le déficit courant américain continuait à se creuser. En 2002, il a atteint 5 % du PIB (graphique V.6) et les engagements extérieurs nets ont, pour la première fois, dépassé 20 % du PIB (graphique V.7). Plusieurs facteurs ont accru l'importance de ces deux développements. Premièrement, la part du déficit américain financée par l'IDE a nettement fléchi, tandis que celle des réserves officielles en dollars, essentiellement concentrées dans les pays d'Asie, a fortement augmenté (tableau V.1). En mettant en évidence la

### Réserves officielles en devises : variation annuelle

En milliards de dollars EU

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	<i>Pour mémoire : encours à fin 2002</i>
	À cours de change courants						
Total	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2 392,3
Pays industriels	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
États-Unis	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Zone euro	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Japon	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asie	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
Chine	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Corée	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Hong-Kong RASS	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
Inde	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonésie	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Malaysia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Philippines	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Singapour	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Taiwan, Chine	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
Thaïlande	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
Amérique latine <sup>1</sup>	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentine	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brésil	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Chili	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
Mexique	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
PECO <sup>2</sup>	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Autres pays	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	À cours de change constants <sup>3</sup>						
Total	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2 395,2
En dollars	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1 751,4
En autres monnaies	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

<sup>1</sup> Pays indiqués plus Colombie, Pérou et Venezuela. <sup>2</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. <sup>3</sup> Chiffres en partie estimés ; cours de change de fin d'année.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau V.1

réticence croissante du secteur privé à financer le déficit courant des États-Unis, cette situation a rendu le dollar plus vulnérable à l'évolution du sentiment du marché. Deuxièmement, il semblait probable que ce déficit allait encore se creuser car, début 2003, les États-Unis continuaient d'afficher une croissance supérieure à celle de la plupart de leurs partenaires commerciaux. Troisièmement, les changements dans la structure des dépenses américaines ont été perçus négativement par les marchés. Alors que la consommation des ménages est restée élevée, l'investissement s'est contracté ; or, comme la demande intérieure globale a diminué, le déficit budgétaire a augmenté en conséquence, faisant craindre le retour du « double déficit » (chapitre II) qui avait marqué les années 80.

Témoignant de l'attention accrue accordée au déficit courant des États-Unis, le revirement du marché au détriment du dollar est intervenu début 2002, quand l'Administration américaine a imposé de nouveaux obstacles aux importations d'acier et de produits agricoles. Les marchés ont vu dans cette décision le signe que les tensions dans les secteurs soumis à la concurrence internationale préoccupaient les pouvoirs publics. La question du caractère soutenable du déficit courant américain est examinée dans la dernière section, qui tire des conclusions préliminaires d'une analyse historique des ajustements des paiements courants dans plusieurs pays industriels.

## Autres marchés des changes

### *Monnaies des pays industriels*

L'évolution de plusieurs autres monnaies des pays industriels confirme la recherche de rendements à faible risque par les investisseurs internationaux. En 2002, les corrélations entre leurs cours et les différentiels d'intérêt correspondants sont devenues nettement positives, à des degrés divers cependant. L'écart de taux en faveur de ces monnaies reflétait les résultats de leur économie. Le rapport entre différentiels d'intérêt et variations de change s'est aussi renforcé avec le retour des stratégies spéculatives à effet de levier sur les marchés des changes, en particulier de la part de fonds macros délaissant les rendements médiocres des actions.

Parmi les monnaies européennes hors UEM, la livre sterling et la couronne suédoise constituent deux exemples de l'influence des écarts de rendement. Soutenue par des taux d'intérêt comparativement élevés et par la vigueur de la croissance au Royaume-Uni, la livre s'est appréciée de 15 % par rapport au dollar, passant de \$1,43 en janvier 2002 à plus de \$1,65 début février 2003 (graphique V.8). Elle a enregistré quelques pertes contre euro, en raison d'un différentiel d'intérêt moins favorable et du dynamisme de la monnaie unique. La baisse des taux, plutôt inattendue, décidée par la Banque d'Angleterre en février 2003 l'a affaiblie vis-à-vis de l'ensemble des devises, réduisant son avantage en termes de rendement et incitant les intervenants à reconsidérer les données de l'économie. En avril et mai, la livre est remontée à \$1,62 mais s'est encore dépréciée face à l'euro. En Suède, les bons résultats économiques et le durcissement de la politique monétaire au premier

Écarts de rendement et résultats économiques ont aussi contribué ...

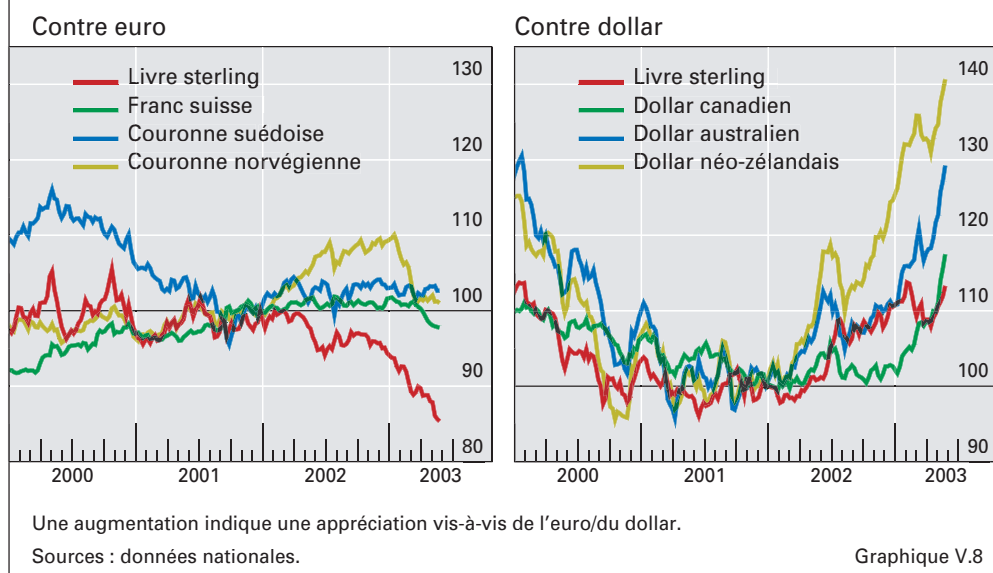
... à l'évolution de la livre sterling ...

... de la couronne suédoise ...



## Autres pays industriels : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2001 = 100



semestre 2002 ont provoqué une hausse des taux d'intérêt à court terme, qui ont même dépassé ceux du Royaume-Uni. Ainsi confortée, la couronne a gagné en moyenne 8 % par rapport à ses creux de 2001, qui avoisinaient 10 couronnes pour un euro, et s'est stabilisée dans la fourchette 9,0–9,4. L'évolution du projet d'adhésion à l'UEM a également contribué à son appréciation sur la période considérée.

... et des dollars australien, canadien et néo-zélandais

Une autre illustration du rôle accru des écarts de taux nominaux dans les variations de change est fournie par le redressement spectaculaire des dollars australien, canadien et néo-zélandais. Bénéficiant d'une économie dynamique et d'un avantage de plus en plus substantiel sur la monnaie américaine en termes de taux d'intérêt, le dollar australien a gagné plus de 25 % entre janvier 2002 et mi-mai 2003, passant le niveau de \$0,65 atteint la dernière fois début 2000. S'appuyant sur des rendements encore plus élevés, le dollar néo-zélandais a rebondi plus puissamment. Avec une hausse de 35 %, il a dépassé \$0,57, seuil jamais enregistré depuis début 1998. La remontée du dollar canadien semble s'être amorcée plus tardivement et a été plus modeste en valeur absolue, reflétant un écart de taux en sa faveur relativement moindre mais croissant. En mars 2003, il était néanmoins revenu à ses valeurs de fin 2000. La hausse rapide des cours des produits de base pourrait avoir joué un rôle également : pour la première fois depuis plusieurs années, la corrélation positive traditionnelle avec ces cours s'est vérifiée pour les trois monnaies.

Des taux d'intérêt propices au *carry trade*

Sur le thème des écarts de taux, il convient de mentionner le recours aux stratégies spéculatives (*carry trade*), que le faible niveau des taux d'intérêt dans les trois principales économies et en Suisse a rendu attrayantes durant la période étudiée. À cet égard, le cas de la couronne norvégienne, dont les taux courts étaient élevés par rapport à ceux des autres pays industriels et, même, de certaines économies émergentes, est particulièrement instructif. Il semblerait que des fonds spéculatifs et d'autres investisseurs internationaux

levaient des fonds en euros qu'ils plaçaient en titres norvégiens à court terme. En conséquence, la couronne s'est notablement appréciée face à l'euro (11 %) et encore plus vis-à-vis du dollar (29 %) en 2002. Le cours a culminé en janvier 2003 mais était presque revenu à son niveau initial en mars, en raison d'un dénouement précipité de positions spéculatives déclenché par la décision de la banque centrale norvégienne de baisser les taux. Les opérations de *carry trade* auraient également contribué à l'essor rapide des dollars australien, néo-zélandais et, plus récemment, canadien.

Jusqu'en mars 2003, le franc suisse a dérogé à cette association entre vigueur de la monnaie et écart de taux avantageux. Malgré des rendements de plus en plus faibles et la relative apathie de l'économie helvétique, il a continué à bien résister contre euro et a enregistré des gains substantiels vis-à-vis du dollar. En 2002, les phases d'appréciation par rapport à l'euro ont correspondu à des événements économiques et géopolitiques responsables d'une détérioration du sentiment à l'égard du dollar et des marchés financiers en général. La corrélation plus étroite entre le cours du franc suisse et celui de l'or en 2002 rappelle également son statut de valeur refuge. Dans un contexte économique morose, le gain effectif nominal d'environ 15 % enregistré par le franc en regard de son dernier creux de 2000 a compliqué la conduite de la politique monétaire (chapitre IV). Trois ans auparavant, la situation était radicalement différente, puisque les décideurs s'inquiétaient alors des conséquences inflationnistes d'un franc trop faible. La pression à la hausse sur la monnaie helvétique a été néanmoins contrebalancée par un assouplissement de l'orientation de la banque centrale ; le franc suisse s'est replié de 3 % face à l'euro dans les deux mois qui ont suivi la baisse du taux directeur opérée en mars 2003.

Le franc suisse s'est démarqué, essentiellement grâce aux flux liés à son statut de valeur refuge

### *Monnaies des économies émergentes*

Les perspectives de l'économie mondiale et divers facteurs nationaux ont fortement influencé les monnaies des économies émergentes. Dans certains cas, la quête de rendement des investisseurs internationaux a également joué un rôle.

Les facteurs nationaux ont été prépondérants en Amérique latine, où les turbulences économiques et/ou politiques ont sensiblement affecté plusieurs monnaies (graphique V.9). Au Brésil, la dépréciation du real s'est accélérée dans les mois qui ont précédé l'élection présidentielle d'octobre 2002, concrétisant les incertitudes qui entouraient alors l'avenir de la politique économique. Le bolívar, que les autorités du Venezuela ont laissé flotter début 2002, a subi en cours d'année les conséquences de l'intensification des troubles politiques et d'une grève du secteur pétrolier, ce qui s'est soldé par l'instauration d'un contrôle des changes. Suite à la dévaluation en Argentine, les autorités uruguayennes ont consenti une dévaluation de la monnaie pour atténuer les difficultés financières. Les effets de ces facteurs régionaux ont été aggravés par les incertitudes au sujet de l'activité aux États-Unis et de l'économie mondiale. Le peso mexicain, par exemple, à son maximum début 2002, a inscrit des creux historiques en mars 2003, alors que les implications – pour les exportations et l'économie mexicaines – d'une reprise différée aux

Reculs significatifs des monnaies latino-américaines en 2002

## Économies émergentes : cours de change<sup>1</sup>

Moyenne hebdomadaire, fin 2001 = 100



<sup>1</sup> Par rapport au dollar EU (monnaies du cadre supérieur droit : par rapport à l'euro) ; une baisse indique une appréciation du dollar (de l'euro). Cadres inférieurs : échelles comprimées. <sup>2</sup> Taux à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.9

États-Unis suscitaient des préoccupations. Les doutes engendrés par les perspectives mondiales ont également pénalisé le peso chilien.

À l'inverse, les monnaies asiatiques se sont en général raffermies ou sont restées stables vis-à-vis du dollar EU, en raison notamment de résultats économiques relativement bons dans cette région mais aussi de l'évolution du couple yen/dollar. Le cours de certaines monnaies, en particulier du renminbi et, dans une moindre mesure, de la roupie, a suivi de près celui du dollar (tableau V.2). La constitution d'importantes réserves officielles par la Chine et l'Inde semble répondre au souci d'éviter de fortes appréciations. Dans ce contexte, le recul effectif du renminbi dans le sillage du dollar a soulevé des inquiétudes dans les économies en concurrence avec les exportations de la Chine. D'autres monnaies, dont le won, se sont quelque peu découplées du dollar par rapport aux années précédentes. Globalement, les monnaies asiatiques ont été un peu moins volatiles en termes effectifs nominaux. Le fait que certaines aient été moins sensibles que le yen au recul du dollar pourrait fort bien avoir des implications pour l'évolution future

Raffermissent  
ou stabilité de la  
plupart des  
monnaies  
asiatiques

Cours de change : volatilité <sup>1</sup>						
	Bilatéral <sup>2</sup>			Effectif <sup>3</sup>		
	1995–96	1999–2001	Jan. 2002– mai 2003	1995–96	1999–2001	Jan. 2002– mai 2003
Chine	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Corée	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Hong-Kong RASS	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
Inde	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	5,4
Indonésie	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Philippines	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Singapour	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Thaïlande	3,6	7,6	5,0	...	...	...

<sup>1</sup> Écart type, calculé pour les périodes indiquées, des variations quotidiennes annualisées (en %).  
<sup>2</sup> Par rapport au dollar. <sup>3</sup> Pondéré en fonction des échanges commerciaux.

Sources : données nationales ; calculs BRI. Tableau V.2

des paiements courants des États-Unis (voir ci-après). Des monnaies comme le won, la rupiah et le peso philippin ont subi l'influence des facteurs économiques mais se sont aussi ressenties des questions de sécurité dans la région.

Dans le même temps, les questions d'écart de rendement et d'opérations de type *carry trade* ont également eu des répercussions sur certaines monnaies d'économies émergentes. Avec un écart de taux très avantageux vis-à-vis de la plupart des grandes monnaies et grâce à la hausse de l'or, le rand, par exemple, était revenu en mars 2003 au niveau qu'il occupait avant sa forte chute de fin 2001 et début 2002. Le real brésilien, après plusieurs mouvements de baisse, semble avoir également bénéficié en 2003 de l'attraction des investisseurs pour le rendement, tandis que les incertitudes concernant la politique économique de la nouvelle équipe gouvernementale commençaient à se dissiper. Son appréciation s'est nettement accélérée en mars.

Impact additionnel des rendements élevés et du *carry trade*

Si les taux d'intérêt relativement élevés et l'optimisme général engendré par l'adhésion à l'UE ont favorisé, en outre, les monnaies de certaines économies émergentes d'Europe, les appréciations rapides qui en ont résulté ont déclenché des réactions officielles (chapitre III). Les autorités hongroises, par exemple, ont effectué des interventions et baissé les taux d'intérêt quand le forint s'est rapproché de la limite supérieure de sa bande de fluctuation, en janvier 2003. La tendance haussière affichée depuis plusieurs années par la couronne tchèque s'est atténuée au second semestre 2002, dans un contexte où l'inflation était inférieure à l'objectif et où une série de réductions des taux directeurs a fini par annuler le différentiel d'intérêt par rapport à l'euro.

## Dynamique des paiements courants et comportement du change

Au cours de la période, le déficit des paiements courants et l'endettement international net des États-Unis n'ont cessé d'augmenter, alors que la structure de financement de ce déficit s'est modifiée. Un tel déficit apparaît-il soutenable

et comment opérer, sinon, les ajustements nécessaires ? Si le cours effectif du dollar devait baisser, quelles seraient les monnaies les plus affectées ?

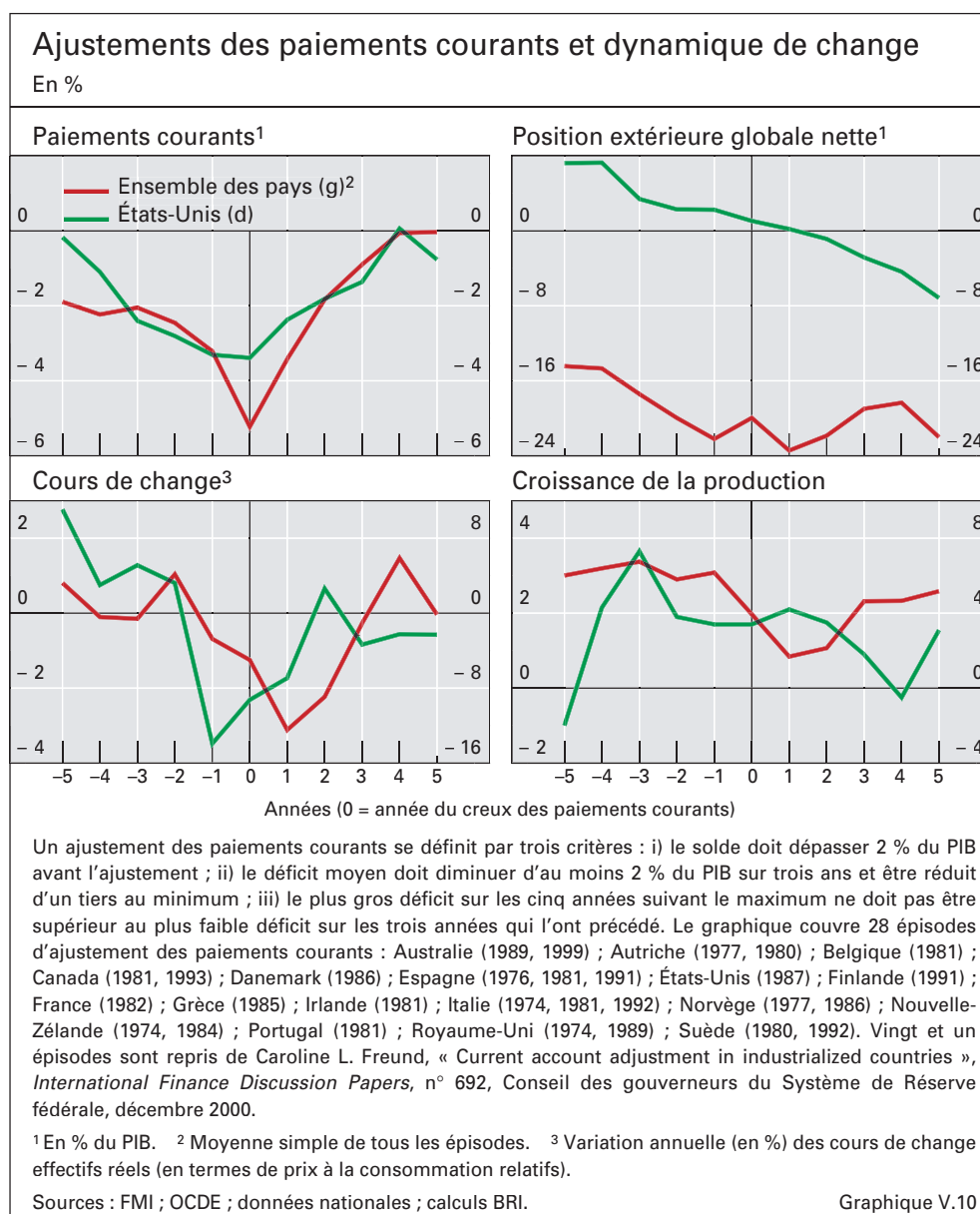
### Ajustements du déficit courant dans les pays industriels depuis 1973

Corrections des paiements courants : antécédents

L'histoire des ajustements des paiements courants dans les pays industriels peut apporter des éléments de réponse à ces questions. Pour les besoins de l'analyse, seules les corrections substantielles et durables ont été retenues (graphique V.10). Depuis 1973, vingt-huit cas de ce type ont été recensés.

Seuil du déficit courant et PEGN

L'analyse de ces différents épisodes révèle trois grands axes communs. Premièrement, il existe un seuil de tolérance du déficit courant en termes de pourcentage du PIB. En moyenne, la correction s'opère aux alentours de 4-5 %. En revanche, rien n'atteste clairement l'existence d'un seuil pour le ratio position extérieure globale nette (PEGN)/PIB. Les ajustements interviennent en général vers 20 %, mais cette limite varie sensiblement selon les épisodes.

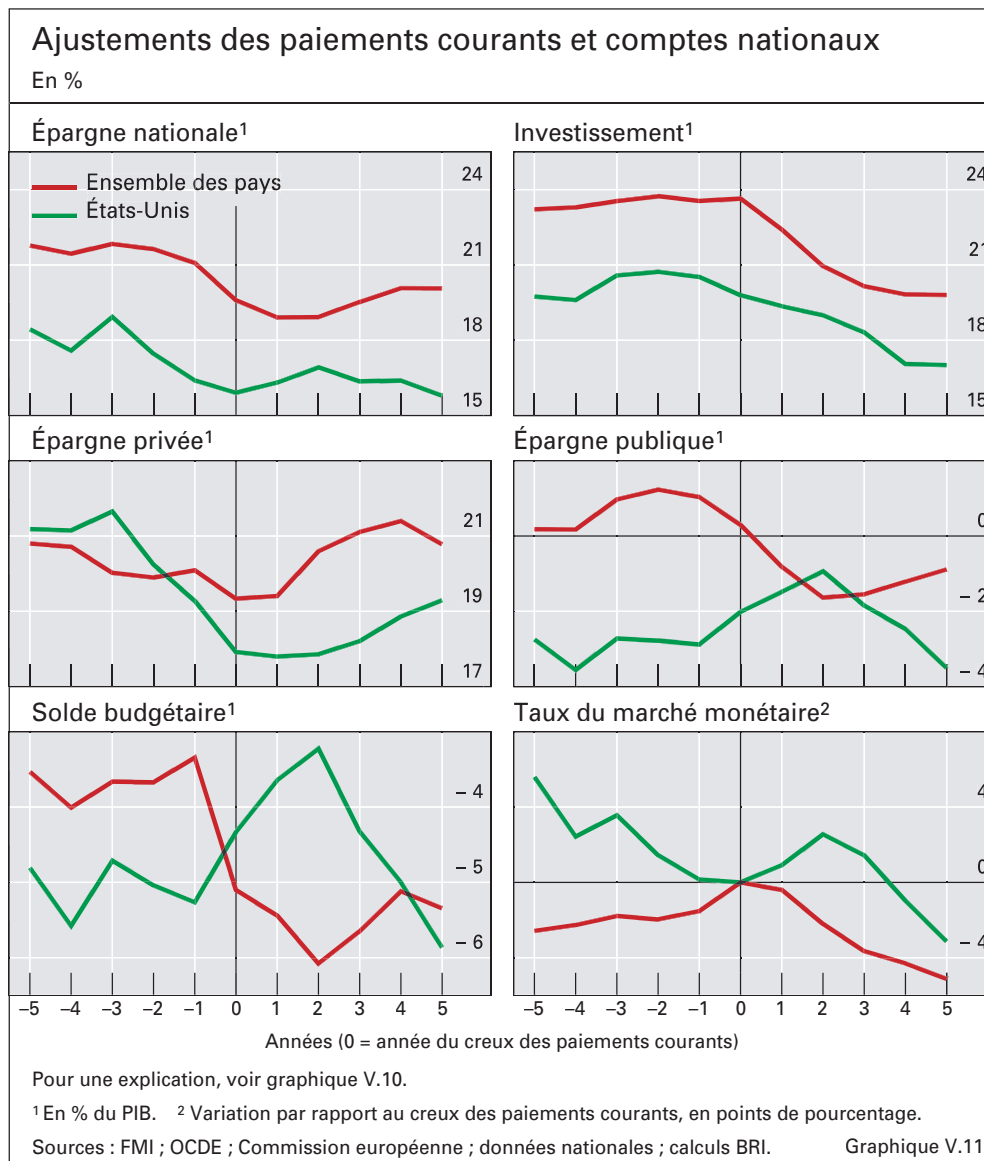


Deuxièmement, le processus d'ajustement visant à corriger un déficit courant s'appuie généralement sur une dépréciation de la monnaie locale et un ralentissement de la croissance. En moyenne, le cours de change effectif réel a baissé d'environ 4 % lors de ces épisodes, suggérant que le rôle du cours réel a été plutôt modeste dans l'ajustement. Toutefois, l'ampleur de la correction de change est très variable et il est arrivé que la monnaie chute fortement. En général, la dépréciation débute deux ans avant que le déficit courant n'atteigne son niveau maximal et se poursuit encore une année. Ce schéma confirme un effet classique de courbe en J, avec une détérioration initiale de la balance commerciale quand la monnaie commence à s'affaiblir, puis une amélioration au bout de trois ans environ.

Des ajustements moins fondés sur une dépréciation ...

Troisièmement, les ajustements des paiements courants s'accompagnent en général d'un ralentissement marqué de la croissance intérieure dans l'année qui précède et celle qui suit le pic du déficit. La croissance du PIB chute en moyenne de 2 points de pourcentage. Très souvent, cette décélération est associée à une baisse de l'investissement, qui commence

... que sur un ralentissement de la croissance



habituellement vers le pic et se poursuit pendant trois ans. L'épargne intérieure évolue globalement en fonction de l'épargne publique, qui diminue en moyenne par rapport au PIB (graphique V.11). Rien n'indique donc que l'équilibre budgétaire s'améliore en même temps que le solde des paiements courants. La trajectoire des taux d'intérêt à court terme commence généralement par être haussière puis s'inverse, suggérant que le ralentissement de la croissance et de l'investissement est lié à un resserrement monétaire.

Deux différences essentielles entre les États-Unis et les autres pays

L'analyse de ces divers épisodes d'ajustement dans les pays industriels est intéressante mais, pour les États-Unis, sa valeur prédictive est peut-être limitée de par la spécificité de ce pays, essentiellement sur deux aspects. Premièrement, il convient de rappeler que le dollar est la principale monnaie de réserve internationale et que, par conséquent, les actifs en dollars occupent une place importante dans les portefeuilles en devises des non-résidents. Deuxièmement, les États-Unis ont bénéficié d'un écart de rendement persistant entre leurs avoirs et engagements internationaux, qui leur permettait encore très récemment d'enregistrer un revenu net positif malgré un endettement international croissant (graphique V.7). De ce fait, le déficit courant pourrait être plus facile à financer aux États-Unis qu'ailleurs et le processus d'ajustement pourrait y être différent.

Ces deux points donnent à penser qu'il serait peut-être judicieux de voir plus précisément comment le déficit courant américain était apparu dans les années 80 et comment il s'est ensuite inversé. Cette analyse sera complétée par une réflexion sur les différences entre la situation actuelle et celle de 1987 et sur leurs effets éventuels sur le processus d'ajustement.

#### *Inversion du déficit courant américain en 1987*

Le cas des États-Unis dans les années 80

La balance américaine des paiements courants a commencé à être déficitaire en 1983. En 1987, le déficit atteignait 3,5 % du PIB et résultait essentiellement de l'expansion rapide de la demande intérieure stimulée, entre autres, par un déficit budgétaire croissant et une hausse substantielle du dollar : son ascension a été supérieure à 50 % en termes effectifs nominaux entre 1980 et 1985 (graphique V.1) et s'est appuyée sur une conjoncture et des perspectives plus favorables aux États-Unis qu'au Japon et en Allemagne. Un tel contexte a donné lieu à des anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis et de stabilité, voire d'assouplissement, des politiques monétaires japonaise et allemande. De plus, la progression de l'investissement étranger aux États-Unis a contribué à stimuler le dollar et à creuser le déficit extérieur.

Malgré deux similitudes avec d'autres cas ...

Globalement, le mécanisme qui a résorbé le déficit courant aux États-Unis entre 1987 et 1991 s'apparente, à deux égards, à ceux qui ont opéré ailleurs dans des circonstances analogues (graphique V.10). Le premier point commun est que la baisse du déficit américain a commencé quand le ratio solde courant/PIB s'est approché du seuil réputé critique. Deuxièmement, le retournement s'est accompagné d'une dépréciation de la monnaie et d'un ralentissement de la croissance.

Il existe toutefois des différences notables entre le renversement du déficit américain en 1987 et les autres épisodes. La plus importante tient au

dosage des mécanismes d'ajustement. Aux États-Unis, la correction a surtout affecté le dollar, qui s'est beaucoup plus déprécié que la plupart des monnaies des pays se trouvant dans le même cas. De 1985 à 1987, il a cédé 35 % en valeur nominale et 27 % en termes effectifs réels. Les principales monnaies concernées par cet ajustement ont été le yen, qui s'est apprécié de 65 % face au dollar dans un contexte de croissance très vigoureuse de l'économie japonaise (tableau V.3), et le mark allemand, qui a pratiquement gagné 60 % : sans égaler celle du Japon, la croissance de l'Allemagne a toujours été supérieure à celle des États-Unis entre 1988 et 1990.

... les mécanismes d'ajustement ont été différents

Trois facteurs ont contribué à la dépréciation marquée du dollar. Tout d'abord, sa hausse exceptionnelle dans la première moitié des années 80 avait conduit à une surévaluation, laissant ainsi une marge de correction importante. Deuxièmement, l'ajustement a été amplifié par des interventions coordonnées des banques centrales au début de 1985 et par l'accord du Plaza de septembre 1985 montrant l'opportunité d'une nouvelle appréciation concertée des autres grandes monnaies vis-à-vis du dollar. Dans cette optique, les pays du G 5 s'étaient également déclarés disposés à coopérer plus étroitement. Troisièmement, le krach boursier d'octobre 1987 et l'assouplissement de la politique monétaire américaine qui a suivi ont contribué à affaiblir encore le dollar EU.

Forte correction du dollar résultant de trois facteurs

Par ailleurs, la comparaison avec les autres cas considérés montre que la croissance aux États-Unis a joué un rôle moins important en 1987 au début du processus d'ajustement. Après un recul marqué courant 1985, la progression du PIB américain est restée relativement constante les années suivantes. Elle est toutefois descendue de 3,5 % en 1989 à -0,5 % en 1991, à mesure que le déficit courant diminuait. Ce schéma d'ajustement se démarque des autres, en ce sens que le retournement coïncide généralement avec une baisse de la production intérieure.

Rôle plus mineur de la croissance dans le processus d'ajustement

Croissance, dépréciation de change et solde commercial des États-Unis								
	Taux de croissance			Cours de change <sup>1</sup>			Solde commercial EU par pays <sup>2</sup>	
	1985-87 <sup>3</sup>	1988-90 <sup>3</sup>	2002	1985-87	1988-90	Mars 2003 <sup>4</sup>	1987	2002
Chine	12,2	6,4	8,0	-38,3	-22,1	-0,0	1,8	23,7
Zone euro	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Allemagne	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Japon	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asie <sup>5</sup>	4,8	8,0	4,1	-4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Canada	3,8	2,6	3,4	-2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
Pays OPEP	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Arabie Saoudite	0,0	6,3	0,7	-5,9	0,0	-0,1	0,7	1,9
Royaume-Uni	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
États-Unis	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Variation cumulée, en % ; une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar. <sup>2</sup> En %. <sup>3</sup> Taux annuel ; moyennes pour les périodes indiquées. <sup>4</sup> Par rapport à janvier 2002. <sup>5</sup> Corée, Hong-Kong RASS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande : moyenne simple.

Sources : FMI ; OCDE ; données nationales.

Tableau V.3



Ratio PEGN/PIB  
différent

Une seconde différence importante entre le scénario américain de 1987 et les autres épisodes d'inversion du solde courant concerne le ratio PEGN/PIB. Aux États-Unis, il est resté nettement plus faible qu'ailleurs en valeur absolue, alors que le dollar baissait pourtant fortement.

#### *Situation actuelle des États-Unis*

Trois différences  
avec la situation  
de 1987

Globalement, les différences entre la situation actuelle et l'épisode des années 80 suggèrent que les implications d'une correction des paiements courants pour la croissance aux États-Unis pourraient être plus importantes, et celles sur le dollar moins, que précédemment. Néanmoins, il est difficile d'aboutir à des conclusions claires car presque tous les raisonnements peuvent aller dans un sens ou dans un autre.

Rôle de l'épargne  
privée ...

L'une des différences fondamentales avec le début des années 80 est que le déficit courant actuel semble lié davantage à l'insuffisance de l'épargne privée (notamment des ménages) plutôt que de l'épargne publique (chapitre II). Si cette situation est jugée « insoutenable », son retournement peut très facilement freiner la croissance réelle tout en corrigeant le déséquilibre des paiements courants. Ce scénario dépendrait toutefois de l'impulsion initiale : si elle vient du côté des débiteurs, c'est-à-dire des ménages américains décidés à accroître leur taux d'épargne, la dépense faiblira et les taux d'intérêt s'orienteront à la baisse. Inversement, si l'impulsion est donnée par les créanciers, de moins en moins disposés à financer le déficit courant, ce sera le dollar qui baissera en premier et, peut-être, plus fortement. En toute hypothèse, comme la surévaluation initiale est moins importante, la chute du dollar serait sans doute moins significative que dans les années 80.

C'est en fonction du niveau de richesse global, associé aujourd'hui en premier lieu à leur perception du potentiel de croissance, que débiteurs et créanciers jugeront du caractère soutenable ou non du niveau de l'épargne américaine. Cette perception se fondera d'ailleurs sur les anticipations de gains de productivité. À l'heure actuelle, l'expansion de la productivité et le potentiel de l'économie américaine semblent plus élevés que dans les années 80, ce qui devrait être bénéfique à la croissance et au dollar. S'agissant de l'épargne intérieure, un accroissement de la richesse devrait permettre de mieux s'accommoder des faibles taux actuels et de soutenir ainsi la demande intérieure. Cependant, il n'est pas certain que la croissance potentielle puisse atteindre un rythme suffisant pour se contenter longtemps d'un taux d'épargne privée aussi bas. Les investisseurs non résidents ont déjà commencé à exprimer leurs préoccupations au sujet du futur rendement attendu des actifs en dollars et des risques correspondants.

La viabilité des scénarios d'épargne intérieure dépendra également de la façon dont les ponctions sur l'expansion future des bénéficiaires seront réparties entre secteur domestique et secteur extérieur. Les engagements au titre du service de la dette extérieure sont en forte hausse depuis le milieu des années 80 et paraissent devoir encore augmenter. Actuellement, comme une part croissante du stock de capital américain est détenue par les non-résidents, il faudrait, pour reconstituer la richesse nationale, que la propension des résidents à épargner augmente.

Déficit courant EU et corrélation de la monnaie avec le dollar EU		
	Solde commercial EU par pays <sup>1</sup>	Sensibilité du cours de change <sup>2</sup>
Chine	23,7	0,00
Zone euro	18,9	–
Japon	16,1	.
Asie	11,6	0,17
Corée	3,0	0,34
Hong-Kong RASS	–0,8	0,00
Inde	1,8	0,01
Indonésie	1,6	0,14
Malaysia	3,1	0,00
Philippines	0,9	0,09
Singapour	–0,3	0,31
Thaïlande	2,3	0,30
Canada	11,4	0,14
Mexique	8,5	–0,24
Pays OPEP	7,9	.
Arabie Saoudite	1,9	0,00
Royaume-Uni	1,8	0,30

<sup>1</sup> 2002, en %. <sup>2</sup> Coefficient d'une fonction de régression des variations monnaie locale/dollar par rapport à une constante et au cours yen/dollar, de janvier 2002 à mai 2003. Un coefficient proche de zéro (un) indique que la monnaie de ce pays suit étroitement le dollar (yen).

Sources : FMI ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.4

La deuxième différence entre la conjoncture actuelle et celle des années 80 réside dans la situation économique des autres grands pays. L'Europe et le Japon n'affichent plus la croissance vigoureuse qui, à la fin des années 80, leur avait permis d'absorber assez facilement la réduction du déficit courant des États-Unis. Aujourd'hui, toute correction impliquerait un ajustement plus sensible du côté américain. De surcroît, près de la moitié de l'actuel déficit courant se concentre sur des pays dont la monnaie suit étroitement le cours du dollar (tableau V.4). Il en résulte que les monnaies qui flottent plus librement (en particulier le yen et l'euro) pourraient être soumises à d'importantes tensions. Comme, en outre, les investisseurs européens et japonais détiennent d'énormes quantités d'actifs en dollars aux États-Unis, ils ne seraient pas à l'abri d'effets de patrimoine négatifs en cas de forte dépréciation du dollar. Cela pourrait également ralentir la croissance et rendre le problème d'absorption encore plus délicat.

Naturellement, tout serait facilité si davantage de pays acceptaient de laisser leur monnaie s'apprécier dans le sillage de la baisse du dollar. Des politiques visant à stimuler la demande hors des États-Unis seraient, en outre, particulièrement utiles en favorisant l'absorption et en atténuant les effets d'une telle hausse du change. Dans un contexte plus désinflationniste que celui des années 80, les créanciers devraient en tout cas supporter une plus grosse part de l'ajustement. Enfin, si les expositions brutes en dollars EU des non-résidents étaient couvertes de diverses manières, le problème posé aux créanciers par l'appréciation des monnaies s'en trouverait atténué.

... de la  
conjoncture  
économique dans  
les autres grandes  
économies ...

... et de l'euro  
comme monnaie  
de réserve

Troisième différence avec la décennie 80, le dollar n'est plus la seule monnaie de réserve. La grande liquidité des marchés financiers permet aujourd'hui de détenir des réserves en euros. Cela étant, il faudra peut-être attendre longtemps pour que l'euro soit totalement validé comme instrument de réserve, sachant que les préférences sont bien ancrées et que le dollar demeure l'unité de compte du commerce international.

En résumé, il y a lieu de croire que les probabilités d'une baisse de la croissance aux États-Unis ainsi que du dollar sont plus élevées aujourd'hui que dans les années 80. Certains aspects apparaissent aussi plus positifs cependant, en particulier la possibilité de gains de productivité sensiblement plus rapides qu'ailleurs. En raison des surcapacités substantielles dans le secteur américain exposé à la concurrence internationale, une variation de change, même assez modeste, pourrait entraîner un important transfert de ressources.