

## V. Marchés des changes

### Faits marquants

L'année 2005 a été marquée, pour l'essentiel, par trois évolutions majeures : l'appréciation du dollar EU, la stabilité de l'euro et la tendance globalement baissière du yen. Jusqu'en décembre, le dollar EU s'est nettement renforcé face à l'euro, au yen et à d'autres monnaies flottantes, en particulier la livre sterling et les dollars australien et néo-zélandais ; son comportement vis-à-vis des monnaies d'économies émergentes a été moins uniforme. Les devises asiatiques sont demeurées plutôt stables, ou se sont dépréciées, alors que certaines monnaies d'Amérique latine se sont raffermies. À partir de décembre, la tendance à la hausse du dollar EU s'est inversée.

Comme les années précédentes, trois facteurs peuvent expliquer ces évolutions. Premièrement, dans le contexte d'une poursuite du retour à la normale des taux directeurs dans les grandes économies et en présence de liquidités toujours abondantes dans le monde, les écarts de taux d'intérêt ont continué, dans une large mesure, à déterminer les variations de change. Les investisseurs en quête de rendement ont souvent opté pour des stratégies de *carry trade*. Deuxièmement, le déficit des paiements courants et les engagements extérieurs nets des États-Unis ont encore augmenté, mais sans focaliser autant l'attention que durant la période 2002–04. Malgré l'alourdissement du fardeau de la dette, les revenus nets sont demeurés le plus souvent positifs en 2005, atténuant l'urgence d'une correction. Le présent chapitre examine les tendances et les déterminants des revenus nets des États-Unis ainsi que d'autres pays industrialisés et en analyse les implications possibles pour la soutenabilité des déséquilibres extérieurs. Troisièmement, la poursuite de l'accumulation de réserves par la Chine a contenu la baisse de la monnaie américaine par rapport au renminbi. D'autres économies émergentes d'Asie ont aussi renforcé leurs réserves, à un rythme moindre, toutefois. L'inflexion de la politique de change de la Chine, en juillet 2005, a suscité un vif intérêt, mais n'avait encore exercé qu'un effet modéré sur les marchés à la mi-mai 2006.

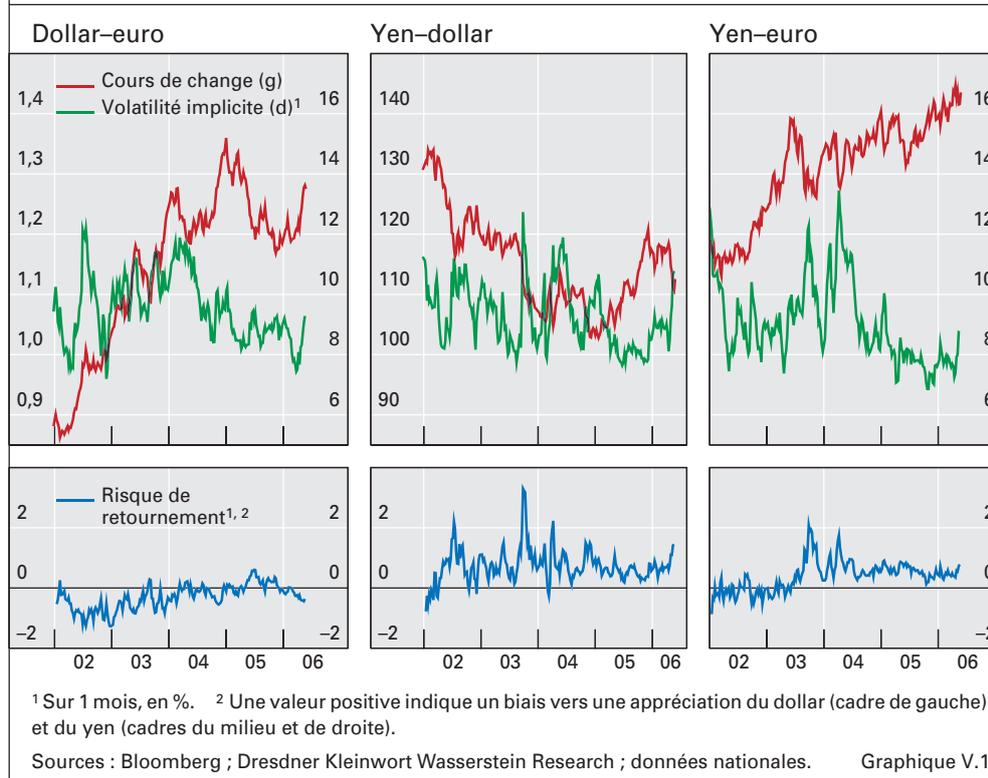
Les marchés des changes ont été caractérisés par une forte activité et, en général, une faible volatilité, sauf dans certains petits compartiments, où l'instabilité s'est nettement accentuée, surtout en 2006.

### Évolutions sur les marchés des changes

La période examinée peut se diviser en deux phases distinctes. Durant la première, de février à fin novembre 2005, le dollar s'est généralement apprécié, gagnant 5 % en termes effectifs nominaux et quelque 10 % et 15 % respectivement face à l'euro et au yen (graphique V.1) ; il a également

Hausse généralisée du dollar de février à fin novembre 2005...

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



progressé vis-à-vis d'autres monnaies flottantes, en particulier les dollars australien et néo-zélandais, mais aussi à l'égard de la plupart des monnaies européennes hors zone euro, notamment la livre sterling (graphique V.2). En revanche, le dollar canadien s'est raffermi de 5 % par rapport au dollar EU, rompant ainsi avec sa tendance passée à évoluer plus ou moins en parallèle avec les dollars australien et néo-zélandais.

Jusqu'en décembre 2005, l'euro est resté relativement stable en termes effectifs nominaux. Il s'est plutôt apprécié vis-à-vis du yen, mais a eu un comportement contrasté par rapport aux autres monnaies européennes : en progression contre la couronne suédoise, il n'a pas montré de tendance précise à l'égard du franc suisse et a cédé un peu de terrain face à la livre sterling et à la couronne norvégienne. Globalement baissier, le yen s'est sensiblement déprécié vis-à-vis du dollar, de l'euro et de la majorité des monnaies des économies émergentes d'Asie.

Le comportement des monnaies des économies émergentes a été moins uniforme. Si plusieurs d'entre elles, comme le baht thaïlandais, le nouveau dollar de Taïwan et la rupiah indonésienne, ont sérieusement décroché face au dollar EU (graphique V.3), bon nombre de monnaies d'Amérique latine se sont raffermies. Les tendances du rand sud-africain et des monnaies d'Europe orientale ont été moins tranchées.

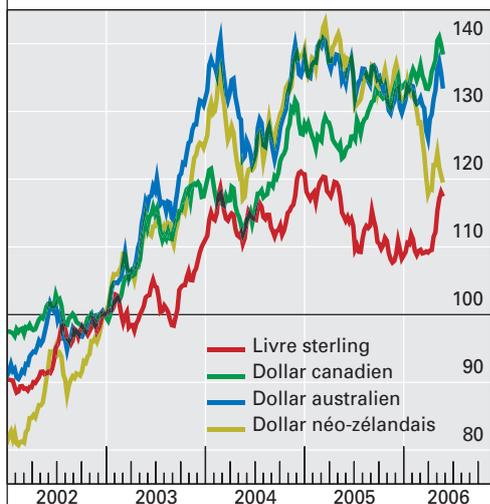
Pendant la seconde phase, de décembre 2005 à mi-mai 2006, le dollar s'est affaibli contre nombre de monnaies comme le yen (-9 % environ) ainsi que l'euro et la livre sterling (-10 % dans chaque cas). La baisse tendancielle

...en partie  
inversée à compter  
de décembre 2005

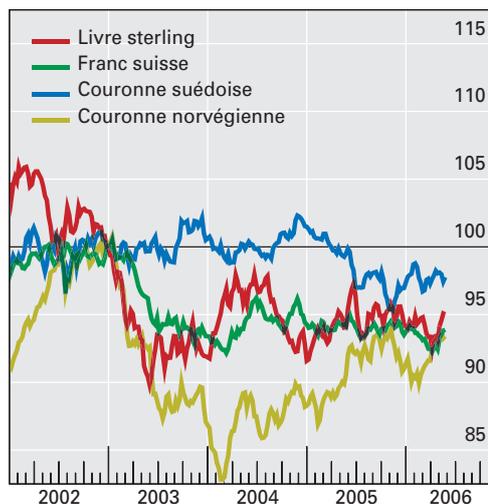
## Pays industrialisés hors G 3 : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100

Contre dollar EU



Contre euro



Une augmentation indique une appréciation.

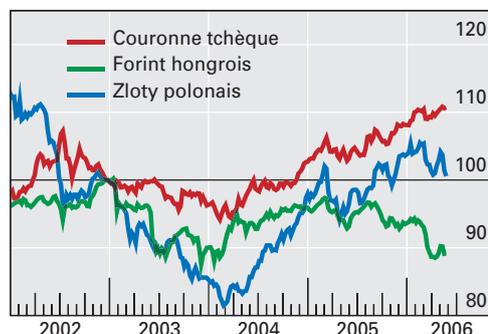
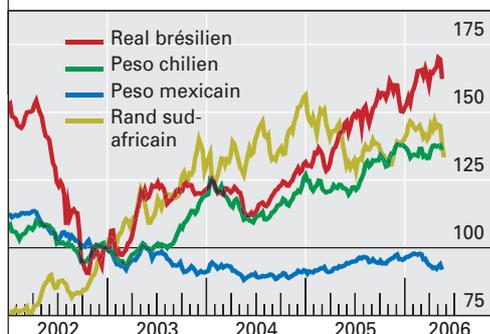
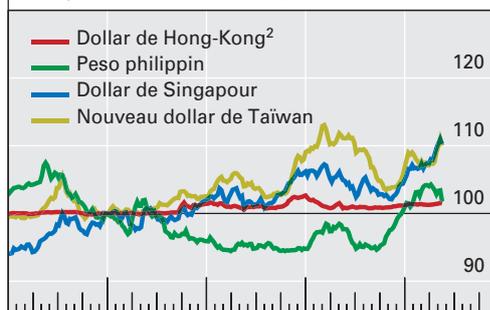
Sources : données nationales.

Graphique V.2

du yen a pris fin. À en juger par l'évolution du risque de retournement, cela s'est accompagné d'une inversion des anticipations, les investisseurs ne tablant plus sur une hausse du dollar (graphique V.1). L'euro a plutôt progressé

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

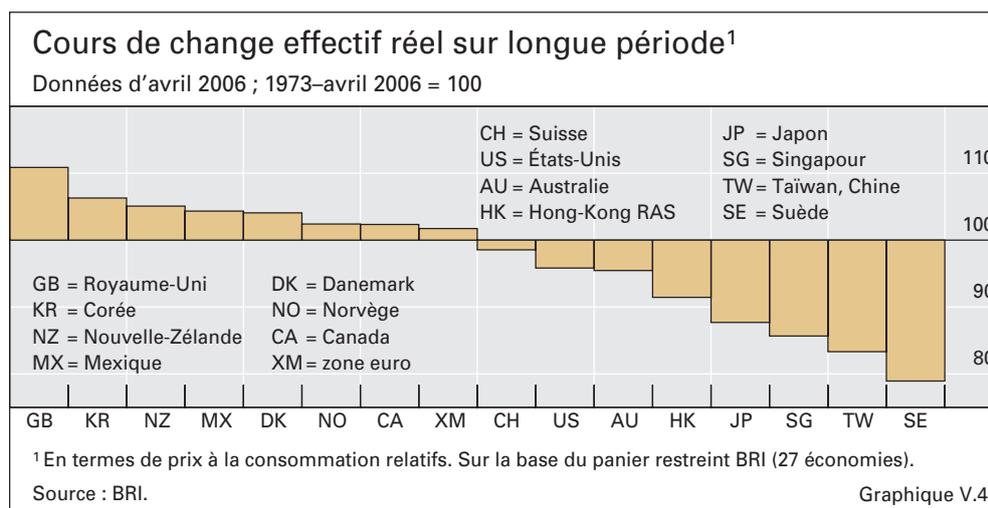
Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100



<sup>1</sup> Contre dollar EU (monnaies du cadre inférieur droit : contre euro) ; une augmentation indique une appréciation. Cadre inférieur gauche : échelle comprimée. <sup>2</sup> Contrat à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.3



vis-à-vis de plusieurs monnaies et en termes effectifs nominaux. Le redressement généralisé du dollar canadien s'est poursuivi.

Au cours de cette phase, la monnaie de certains pays industrialisés s'est sensiblement repliée. La baisse des dollars australien et néo-zélandais s'est poursuivie jusqu'en avril 2006, et il est à noter que le franc suisse s'est découplé de l'euro. En revanche, les monnaies des économies émergentes d'Asie, en particulier le won, la rupiah, le baht, le peso philippin et le dollar de Singapour, ont eu tendance à s'apprécier substantiellement face au dollar EU et, dans une moindre mesure, au yen.

L'analyse des principaux cours de change sur une plus longue période montre notamment que, en termes effectifs réels, le dollar et l'euro restent proches de leur moyenne de long terme, alors que la livre sterling demeure environ 10 % au-dessus (graphique V.4) ; à l'opposé, la couronne suédoise, le yen et plusieurs monnaies d'économies émergentes d'Asie se situent à plus de 10 % en retrait.

#### *Conditions sur les marchés des changes*

La volatilité et l'activité ont été assez similaires durant ces deux grandes phases. De janvier à novembre 2005, en présence de liquidités généralement abondantes, les marchés ont été relativement calmes, avec un volume d'activité élevé. La volatilité implicite des principaux cours de change a été moindre que les années précédentes et a eu tendance à diminuer (graphique V.1). À partir de décembre, elle s'est accentuée sur certains couples (yen/dollar et yen/euro surtout), traduisant une plus grande incertitude. Comme on le verra plus loin, l'incertitude sur le yen était liée aux spéculations sur la fin de la politique japonaise d'assouplissement quantitatif et sur ses implications possibles pour les marchés financiers, en particulier pour le financement des opérations de *carry trade*. Dans des compartiments plus petits, ce climat a fragilisé quelques monnaies, dont la forte baisse s'est propagée à d'autres.

L'activité soutenue s'est encore traduite par de gros apports de capitaux en quête de rendement sur de nombreuses monnaies. Cette quête a aussi contribué à faire monter les cours des produits de base, influencés par des afflux croissants de fonds disponibles dans le contexte d'une forte demande

Des marchés calmes mais actifs

mondiale. Les indices globaux des cours des produits de base ont augmenté de près de 10 % par an, en moyenne, depuis début 2002, voire plus pour certains comme l'or, qui a gagné environ 14 % par an entre mi-2001 et septembre 2005. À la mi-mai 2006, le cours de l'or s'établissait à \$726 l'once, ce qui le situait à son plus haut niveau depuis 25 ans et représentait une hausse de 60 % depuis septembre.

### Réserves officielles

Les banques centrales ont continué de renforcer sensiblement leurs réserves de change (tableau V.1) en 2005. À la différence des années précédentes, la

Réserves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Encours (décembre 2005)
	À cours de change courants						
Total	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4 170,8
Pays industrialisés	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1 292,2
États-Unis	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Zone euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japon	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Asie émergente	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1 821,6
Chine	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corée	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Hong-Kong RAS	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
Inde	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonésie	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malaysia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Philippines	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapour	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, Chine	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Thaïlande	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Exportateurs nets de pétrole <sup>1</sup>	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
Mexique	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Moyen-Orient <sup>2</sup>	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
Russie	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Amérique latine <sup>3</sup>	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentine	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brésil	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chili	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO <sup>4</sup>	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	À cours de change constants (fin 2004)						
Total des réserves	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2 890,0
Réserves en dollars	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1 869,8

<sup>1</sup> Pays dont les exportations nettes de pétrole dépassent 0,5 million de barils par jour. <sup>2</sup> Sauf Irak et Iran. Pour l'Arabie Saoudite, hors investissements en titres étrangers. <sup>3</sup> Pays cités plus Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>4</sup> Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau V.1

Poursuite de l'accumulation de réserves

hausse des réserves asiatiques n'a pas été répartie entre plusieurs banques centrales, mais s'est concentrée à 80 % sur la Chine – dont les réserves se sont accrues de \$200 milliards, pour dépasser \$800 milliards fin 2005, soit 20 % du total mondial. Les réserves des exportateurs de pétrole ont également progressé à un rythme rapide, la plus forte augmentation étant à mettre au compte de la Russie. Presque partout ailleurs, un ralentissement a été observé, surtout en Corée, en Inde, en Malaysia et à Taïwan (Chine).

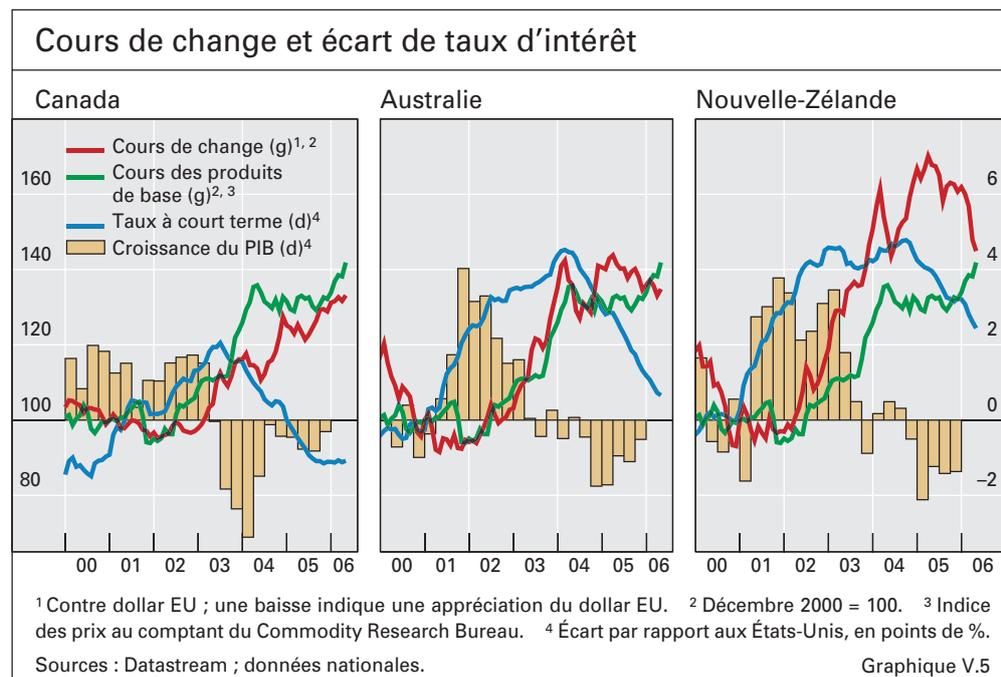
### Variations de change : déterminants

Trois facteurs principaux d'évolution

Une fois encore, trois grands facteurs paraissent avoir contribué à l'évolution des cours de change durant la période considérée. Premièrement, les perspectives de croissance domestiques et les écarts de taux d'intérêt semblent avoir influencé les cours des principales devises et de certaines monnaies d'économies émergentes. Deuxièmement, l'accentuation du déséquilibre extérieur des États-Unis a parfois pesé sur le dollar, beaucoup moins cependant que les années précédentes. Enfin, les politiques de change et les interventions des autorités monétaires dans le monde émergent, en Asie surtout, ont continué, mais sous une forme un peu différente, d'influer sur le comportement de leur monnaie.

#### Écarts de croissance et de taux d'intérêt

Les écarts de croissance et de taux d'intérêt, à la fois effectifs et anticipés, paraissent avoir été les principaux déterminants des variations de change, l'an dernier. Même si rien n'atteste l'existence d'une solide corrélation statistique sur longue période entre ces écarts et les fluctuations de change, on observe une relation positive pour certains couples de monnaies pendant les deux phases de la période considérée.



En particulier, le raffermissement du dollar par rapport à l'euro et au yen durant la majeure partie de 2005 a traduit l'incidence positive du nouveau durcissement de l'orientation de la Réserve fédérale sur les écarts de taux d'intérêt. De même, après plusieurs années de forte appréciation, des monnaies comme la livre sterling, les dollars australien et néo-zélandais et la couronne suédoise se sont affaiblies vis-à-vis du dollar EU, quand les écarts de taux sont devenus favorables aux États-Unis. Le dollar canadien, à l'inverse, s'est apprécié à l'égard de la monnaie américaine, avec un écart de taux relativement stable.

Écarts de taux d'intérêt favorables au dollar

Les variations des écarts de taux auraient pu encore faire baisser davantage les dollars australien et néo-zélandais, de même le dollar canadien ne se serait peut-être pas apprécié autant, si le niveau élevé des cours des produits de base n'avait pas joué en faveur de ces monnaies (graphique V.5). Ces cours ont d'ailleurs poussé à la hausse les monnaies d'autres exportateurs tels que l'Afrique du Sud et le Chili.

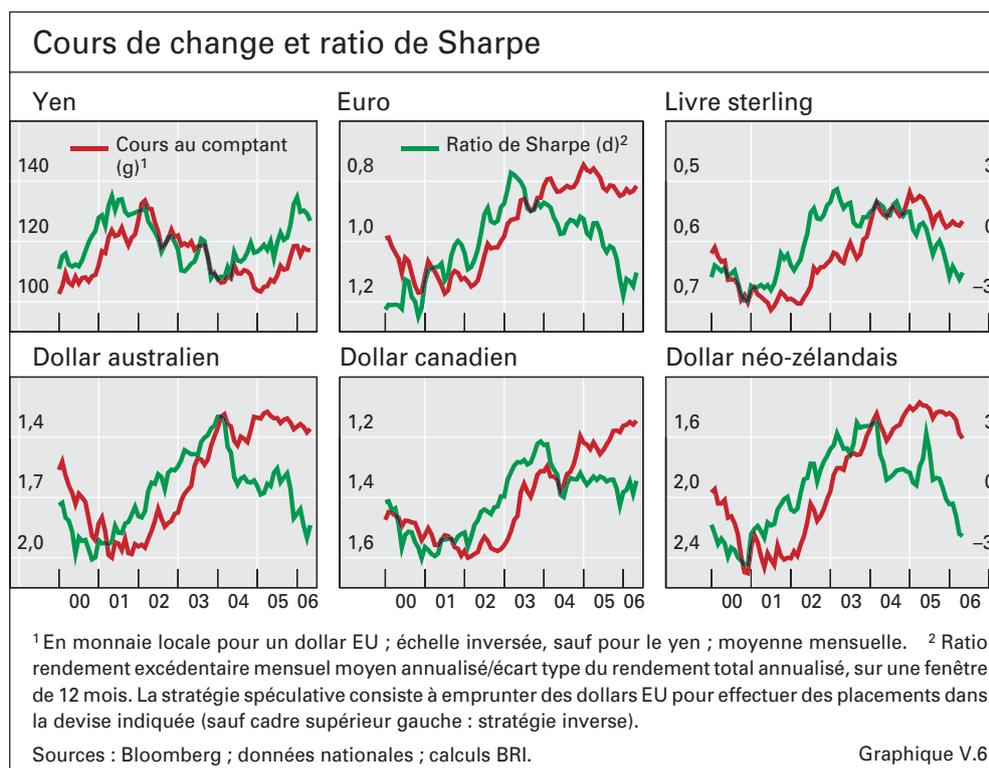
À compter de décembre 2005, la tendance à l'appréciation du dollar par rapport à l'euro et au yen s'est en partie inversée, quand le marché a commencé à percevoir différemment les cycles de la politique monétaire dans les principales économies et à anticiper, en particulier, une hausse des taux directeurs dans la zone euro et au Japon.

La perspective d'une hausse des taux japonais et, partant, d'une possible appréciation du yen a retenu l'attention, en particulier dans le contexte des stratégies de *carry trade*. Ces opérations consistent à emprunter des fonds dans une monnaie à faible taux d'intérêt et à les placer dans une autre plus rémunératrice, dans l'espoir qu'une éventuelle dépréciation de la seconde ne sera pas suffisante pour annuler l'avantage procuré par l'écart de taux. De même que les années précédentes, diverses catégories d'investisseurs internationaux en quête de rendement ont opté pour ces stratégies, contribuant ainsi largement à lier taux d'intérêt et cours de change. En 2005, le yen et le franc suisse, selon les analystes de marché, ont constitué deux grandes monnaies de financement de ces opérations, tandis que le dollar n'était plus utilisé comme support, mais devenait monnaie de placement au fur et à mesure du resserrement opéré par la Réserve fédérale. Avec la hausse régulière des taux américains, emprunter en yens pour investir dans des actifs libellés en dollars est apparu de plus en plus attrayant. C'est ce que montre le ratio de Sharpe, qui corrige l'écart de rendement par sa volatilité (graphique V.6). D'après des sources de marché, c'est en fin d'année que les positions courtes en yens ont commencé à être dénouées.

En décembre, la perspective d'une hausse des taux japonais a retenu l'attention

L'incidence du renversement des positions spéculatives sur la volatilité du change est difficile à prévoir et dépend notamment de la rapidité avec laquelle ces positions sont clôturées. Quelquefois, la réduction progressive des positions de *carry trade* a eu des effets tangibles sur les cours de change sans guère affecter la volatilité. Le lent repli du dollar australien à partir de mars 2005, lorsque les stratégies sur cette monnaie sont devenues moins attrayantes, en est l'illustration. Dans d'autres cas, le dénouement soudain des positions a eu un fort impact sur le cours et a entraîné des répercussions – certes brèves – sur les autres marchés. Ainsi, début décembre 2005, une

Le dénouement de positions spéculatives à l'origine parfois de pics de volatilité

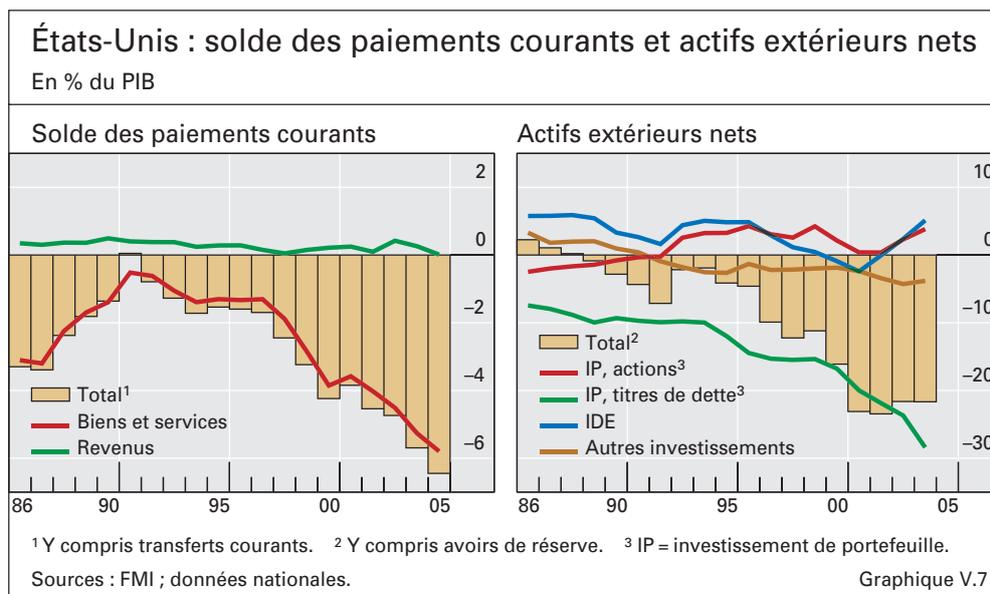


appréciation du yen vis-à-vis du dollar EU a provoqué un dénouement rapide de positions longues en reals brésiliens et dollars néo-zélandais, faisant baisser ces deux monnaies. Le cours de l'or, lui aussi, en a été affecté. Le brusque décrochage de la couronne islandaise, en février 2006, consécutif à la décision d'une agence de réviser la note souveraine de ce pays, offre un second exemple, peut-être encore plus frappant, de correction désordonnée liée au dénouement de telles positions : en deux jours, la couronne islandaise s'est dépréciée de 10 %. Normalement, cela n'aurait pas dû influencer d'autres marchés des changes, mais l'effet s'est propagé en quelques heures aux monnaies mieux rémunérées d'Afrique du Sud, d'Australie, du Brésil, de Hongrie et de Nouvelle-Zélande, toutes ciblées par ces stratégies de *carry trade*.

#### *Déséquilibre extérieur américain*

Le déséquilibre extérieur des États-Unis s'est amplifié en 2005. En pourcentage du PIB, le déficit des paiements courants a atteint pour la première fois 6,4 % et les engagements extérieurs nets ont probablement dépassé -25 % (graphique V.7). En outre, les revenus nets sur actifs extérieurs, toujours positifs depuis le milieu des années 80, ont été négatifs aux deuxième et quatrième trimestres 2005.

Les intervenants ont continué de réagir aux statistiques faisant état d'augmentations élevées inattendues du déficit courant américain et, parfois, aussi à des corrections très substantielles de ces données. Néanmoins, la position extérieure globale des États-Unis n'a pas suscité autant d'attention que les années précédentes. On en veut pour preuve également le fait que, pendant la majeure partie de 2005, le secteur privé ne s'est pas montré moins



disposé à financer le déficit courant, au contraire, comme en témoigne le changement intervenu dans la composition des flux financiers à destination des États-Unis : la part des flux privés dans les investissements de portefeuille en obligations et dans les entrées sous forme d'investissement direct étranger (IDE) a notablement augmenté, tandis que la proportion des entrées liées au placement des réserves officielles a sensiblement chuté.

Début 2006, toutefois, le déséquilibre extérieur des États-Unis a de nouveau suscité l'intérêt des intervenants lorsque le déficit commercial américain a atteint un niveau record et que la politique de change de la Chine est revenue au centre des discussions. Pour d'autres monnaies aussi, il est apparu que les déséquilibres extérieurs ont commencé à avoir un impact : fin février et début mars, les pressions à la vente sur la couronne islandaise se sont principalement propagées aux monnaies d'économies qui enregistraient un large déficit courant.

Le déséquilibre extérieur des États-Unis suscite de nouveau l'intérêt des intervenants

### *Politiques de change en Asie*

L'accumulation de réserves par diverses banques centrales, d'Asie en particulier, a continué d'influer sur les cours de change. Toutefois, l'appréciation de certaines monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar EU, plus marquée que les années précédentes, montre que l'accroissement des tensions haussières sur les marchés n'a pas été intégralement compensé par cette accumulation, qui s'est opérée à un rythme plus lent qu'auparavant, dans l'ensemble (tableau V.1).

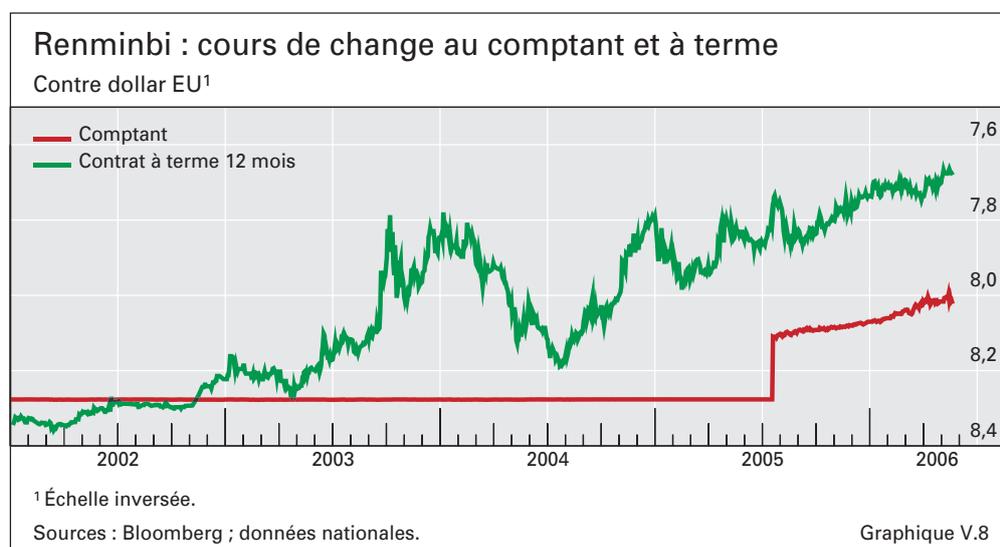
En Asie, les interventions restent un facteur de l'évolution

En juillet 2005, la Banque populaire de Chine a annoncé qu'elle apportait à son régime de change des modifications susceptibles d'avoir d'importantes conséquences. Trois grandes mesures étaient décidées : une réévaluation immédiate de 2 % du renminbi vis-à-vis du dollar, le maintien du flottement contrôlé (à l'intérieur d'une bande de fluctuation de  $\pm 0,3$  % par rapport à un cours pivot publié quotidiennement) et l'introduction d'un panier de monnaies de référence, dont la composition, la parité et les limites de fluctuation n'ont

pas été communiquées. Il n'a pas été fait état, dans un premier temps, d'un changement des contrôles sur les mouvements de capitaux.

Depuis début 2006, les autorités monétaires chinoises ont annoncé diverses mesures visant à développer l'infrastructure de leur marché des changes, essentiellement dans le but d'éviter des fluctuations erratiques du renminbi quand il sera autorisé à flotter plus librement. Les changements sont mis en œuvre progressivement : premièrement, treize banques chinoises et étrangères ont été agréées comme teneurs de marché pour le négoce au comptant du renminbi ; deuxièmement, deux systèmes de négociation ont été officiellement instaurés. L'un permettra aux teneurs de marché et autres opérateurs agréés de négocier au comptant directement entre eux, au lieu de devoir recourir au système centralisé de rapprochement des ordres, qui continuera toutefois de fonctionner en parallèle. L'autre système, destiné au gré à gré, sera intégré au China Foreign Exchange Trade System, placé sous l'égide de la banque centrale. Cet élargissement du négoce pourrait amener une plus grande flexibilité du cours de change. Troisièmement, le cours pivot du renminbi correspond désormais à la moyenne pondérée des cotations recueillies par les teneurs de marché avant le début de séance et n'est plus fondé sur le précédent cours de clôture. Avec la suppression de toute forme de parité glissante, le cours renminbi/dollar au comptant peut maintenant varier sensiblement d'une séance à l'autre. Quatrièmement, dans le cadre de la réglementation relative aux investisseurs institutionnels agréés, les établissements financiers chinois (banques, compagnies d'assurances, gestionnaires de fonds, etc.) peuvent à présent investir dans des titres étrangers.

En juillet, ces premiers changements ont eu des effets variés. L'impact sur les grandes monnaies a été très limité, la seule réaction visible ayant été l'appréciation de 2 % du yen par rapport au dollar dans les heures qui ont suivi l'annonce. Pour les autres monnaies, par contre, les implications ont été plus vastes en Asie : la plus immédiate a été la décision des autorités de Malaysia d'abandonner le rattachement du ringgit au dollar pour adopter un flottement administré ; en outre, la plupart des monnaies des économies émergentes se sont renforcées de 2 % à l'égard du dollar.



Par la suite, les tensions sur le renminbi ont diminué et le cours renminbi/dollar est demeuré très stable pendant plusieurs mois. Les premiers signes indiquant que les autorités monétaires chinoises permettaient une appréciation de la monnaie ne sont apparus que début 2006, après de nouvelles tensions (graphique V.8). Entre début 2006 et la mi-mai, le renminbi a progressé d'environ 1 % contre le dollar.

## Revenus nets et soutenabilité de la position extérieure des États-Unis

En dépit de la détérioration régulière des transactions courantes et de la position extérieure des États-Unis depuis le début des années 90, le solde des revenus en pourcentage du PIB est toujours resté positif et relativement stable, à l'exception de déficits pour deux des quatre derniers trimestres (graphique V.7). Le fait que les États-Unis continuent d'afficher un tel excédent, tout en accumulant davantage d'engagements que d'avoirs extérieurs, n'a pas manqué d'être invoqué pour montrer que la position extérieure du pays est plus viable qu'il ne semblerait de prime abord. La section qui suit analyse cette question plus en détail en s'appuyant sur les enseignements fournis par divers pays industrialisés pour mieux appréhender la situation américaine.

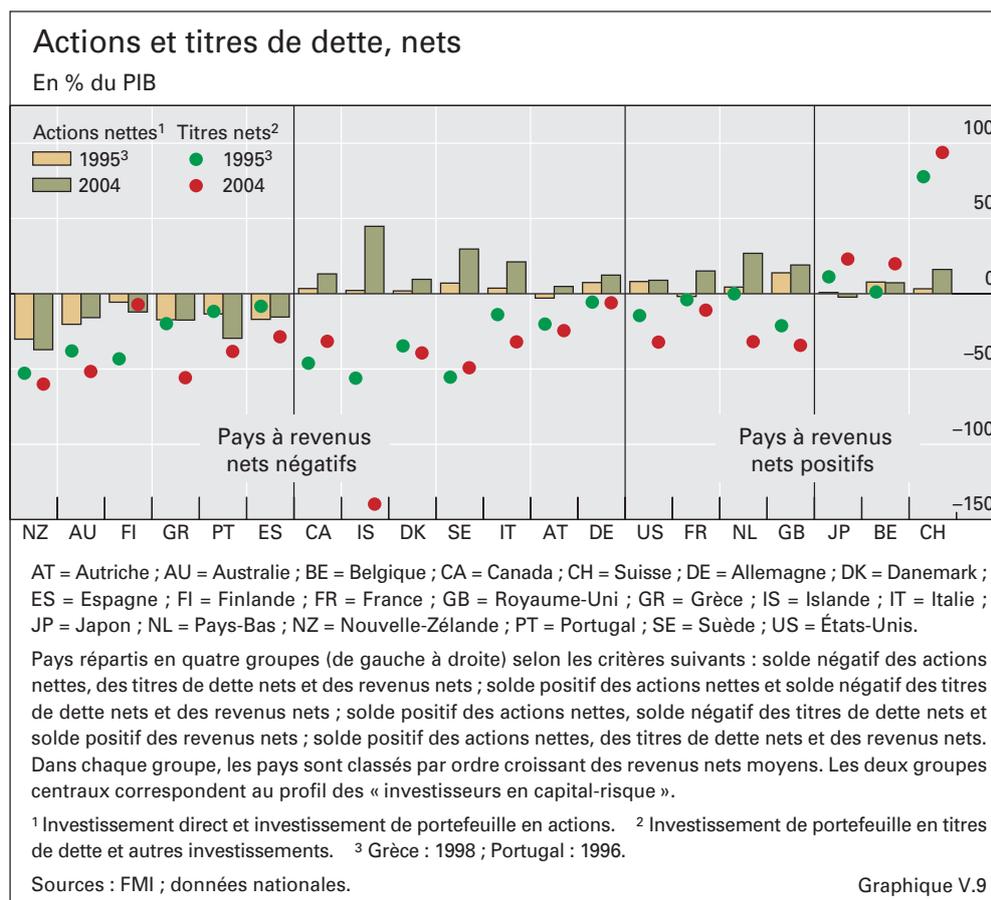
### *Tendances et déterminants des revenus nets*

Au plan comptable, l'évolution du solde des revenus des États-Unis traduit un effet de structure et un effet de rendement. Le premier est essentiellement dû au fait que les avoirs extérieurs prennent surtout la forme d'investissements directs étrangers à risque plus élevé et bien rémunérés, tandis que les engagements extérieurs sont principalement des titres de dette à faible risque et peu rémunérés (tableau V.2). L'effet de rendement résulte de l'écart, important et durable, entre les paiements reçus et versés au titre de la rémunération de l'IDE.

Le solde des revenus traduit un effet de structure et un effet de rendement

États-Unis : avoirs et engagements extérieurs, 2004		En %			
		IDE	IP, actions	IP, titres de dette	Autres investissements <sup>1</sup>
Avoirs <sup>2</sup>	Part du total	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rendement	8,6	2,6	4,0	2,2
	Ratio au PIB	28,0	21,5	7,8	26,1
Engagements	Part du total	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rendement	4,3	2,0	4,3	1,7
	Ratio au PIB	22,9	17,6	36,2	29,9
Avoirs nets <sup>2</sup>	Part du total	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rendement	4,3	0,6	-0,3	0,5
	Ratio au PIB	5,1	3,9	-28,4	-3,8

IP=investissement de portefeuille.  
<sup>1</sup> Prêts, encaisse et dépôts, crédits commerciaux ainsi qu'autres créances à recouvrer et engagements à payer. <sup>2</sup> Cette ligne comprenant en outre les actifs de réserve, le total n'est pas égal à 100.  
Sources : FMI ; calculs BRI. Tableau V.2



Les États-Unis ont une position créditrice en actions et débitrice en titres...

La position extérieure des États-Unis est constituée d'une position créditrice nette en actions et d'une position débitrice nette en titres (à la base de l'effet de structure) depuis quelque temps déjà, les encours suivant toutefois des évolutions assez différentes (graphique V.7). L'encours net créditeur d'IDE a atteint en moyenne 5 % du PIB ces trente dernières années, mais a beaucoup fluctué autour de cette valeur, principalement en liaison avec les variations d'IDE entrant aux États-Unis. En contrepartie, on a observé une forte accélération, depuis le milieu des années 90, des engagements nets sous forme d'investissements de portefeuille en titres de dette. Comme le montre l'analyse ci-après, l'évolution de ces tendances jouera sans doute un rôle important à l'avenir.

...ce qui ne garantit pas des revenus nets positifs

L'expérience de pays comme les États-Unis, la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni semble montrer que ce profil d'« investisseurs en capital-risque » – positions créditrice nette en actions et débitrice nette en titres de dette – est durablement associé à des revenus nets positifs (graphique V.9). Il est à noter qu'au cours de cette période les États-Unis et le Royaume-Uni ont été les seuls à enregistrer simultanément un excédent des revenus nets et un déficit courant. Néanmoins, ce profil n'est ni suffisant ni nécessaire pour dégager des revenus nets positifs. L'effet de structure peut donc difficilement expliquer à lui seul la stabilité de l'excédent des revenus américains : il n'est pas suffisant, car plusieurs autres pays au profil d'investisseurs en capital-risque comme le Canada et l'Italie, par exemple, ont toujours eu des revenus nets déficitaires ; il n'est pas non plus nécessaire, car plusieurs pays tels que le

Japon et la Suisse conjuguent systématiquement un excédent des revenus nets et une position créditrice nette en titres de dette.

L'idée a été émise que les États-Unis ont un avantage en termes de rendement, étant donné que certains de leurs engagements sont assortis de faibles taux d'intérêt, puisqu'ils fournissent à leurs acquéreurs des avantages en termes de liquidité et d'assurance. Cet argument vaut particulièrement pour les investissements de portefeuille en titres de dette et les autres investissements ; mais l'écart de rendement entre avoirs et engagements est généralement minimale pour ces catégories d'actifs (tableau V.2).

L'effet de rendement correspond essentiellement à l'écart de rendement entre IDE sortant et entrant. Depuis les années 70, l'écart moyen a toujours été voisin de 5 points de pourcentage en faveur des États-Unis (graphique V.10).

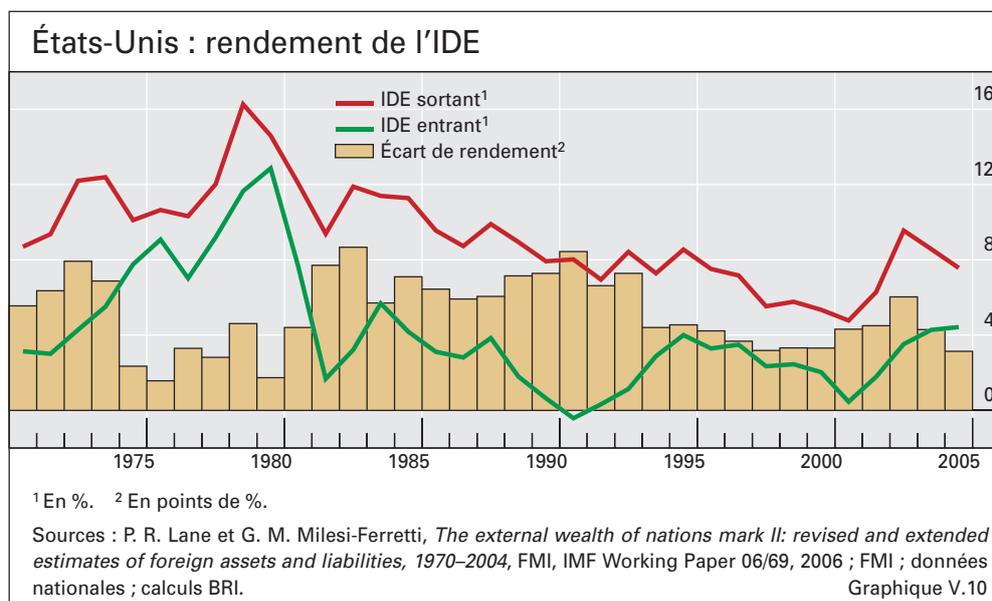
L'importance d'un tel avantage sur le plan de l'IDE se retrouve dans d'autres pays à revenus nets positifs. La France, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suisse ont également, en moyenne, affiché un écart positif entre le rendement des avoirs et celui des engagements de 2000 à 2004 (tableau V.3). Pour la France, le Royaume-Uni et la Suisse, il l'a toujours été depuis le début des années 90, avec des valeurs de 1, 4 et 2 points de pourcentage respectivement. Sur les cinq dernières années, il est à noter que les recettes nettes tirées de l'IDE ont constitué la principale contribution positive au solde des revenus de tous ces pays.

Quatre raisons sont avancées pour expliquer cette meilleure rémunération de l'IDE sortant des États-Unis : ce type d'investissement comporte davantage de risques à l'étranger qu'aux États-Unis ; les avoirs américains sous forme d'IDE incluent un capital de connaissances – par exemple, propriété intellectuelle et marques (la « matière cachée ») – qui, bien que non quantifiable, n'en génère pas moins des revenus ; en moyenne, l'IDE aux États-Unis est relativement récent ; enfin, les dispositions fiscales incitent les sociétés à minimiser les revenus déclarés par leurs filiales aux États-Unis.

Il n'y a guère d'indices montrant que l'IDE américain à l'étranger bénéficie d'une prime parce qu'il se porte sur des pays où le risque est plus grand

L'effet de rendement repose surtout sur la faible rémunération de l'IDE aux États-Unis

Cet écart tient à quatre grands facteurs :



Investissement direct étranger, 2000–04					
En %					
	Investissements à l'étranger		Investissements de l'étranger		Différence
	Part du total	Rendement	Part du total	Rendement	Rendement
États-Unis	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Pays-Bas <sup>1</sup>	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Suisse <sup>1</sup>	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Royaume-Uni <sup>1</sup>	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
France	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Suède	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portugal <sup>2</sup>	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
Espagne <sup>1</sup>	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Allemagne <sup>1</sup>	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Danemark	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italie	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Grèce	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Autriche <sup>1</sup>	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Islande <sup>1</sup>	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australie	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Japon	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finlande <sup>1</sup>	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Canada <sup>1</sup>	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Nouvelle-Zélande	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irlande <sup>3</sup>	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

<sup>1</sup> Les IDE sortant et entrant sont déclarés à la valeur comptable et non à la valeur de marché. Selon les données nationales pour les États-Unis, la France et la Suède, le ratio valeur de marché/valeur comptable est de l'ordre de 1<sup>1</sup>/<sub>4</sub> à 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>, ce qui laisse penser que le rendement sur l'IDE de ces pays serait surévalué d'un facteur équivalent. <sup>2</sup> Encours, en comptabilité au coût actuel. <sup>3</sup> 2002–04.

Sources : FMI ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.3

...l'IDE américain à l'étranger comporte davantage de risques...

qu'aux États-Unis. Cela s'explique entre autres par le fait que les flux s'opèrent entre pays bénéficiant d'une note de crédit aussi bonne : l'IDE sortant des États-Unis est localisé pour plus de 50 % en Europe et pour 15 % en Australie, au Canada et au Japon. Plus de 70 % de l'IDE entrant aux États-Unis provient d'Europe. Il n'apparaît pas non plus que les États-Unis obtiennent un meilleur rendement sur leurs avoirs dans des pays ayant une moins bonne notation souveraine. En outre, le rendement sur l'IDE sortant des États-Unis ne semble pas plus volatil ni, par conséquent, plus risqué que celui sur l'IDE y entrant.

...la « matière cachée »...

L'explication fondée sur la « matière cachée », qui a suscité une grande attention dernièrement, cherche également à montrer pourquoi le rendement de l'IDE américain est élevé, mais il faudrait plutôt se demander pour quelle raison les investissements étrangers sont si mal rémunérés aux États-Unis, comme le montre une comparaison internationale (tableau V.3). Le rendement de l'IDE sortant des États-Unis figure effectivement parmi les plus hauts, d'autant plus que certains pays mesurent les encours d'IDE à leur valeur comptable et non à leur valeur de marché, ce qui surestime généralement le rendement. La principale anomalie qui ressort de la comparaison, c'est le rendement relativement faible de l'IDE entrant aux États-Unis, même si l'on

tient compte de ces problèmes de mesure. Les microdonnées le confirment : investir aux États-Unis est moins rentable pour une entreprise étrangère qu'investir à l'étranger pour une entreprise américaine.

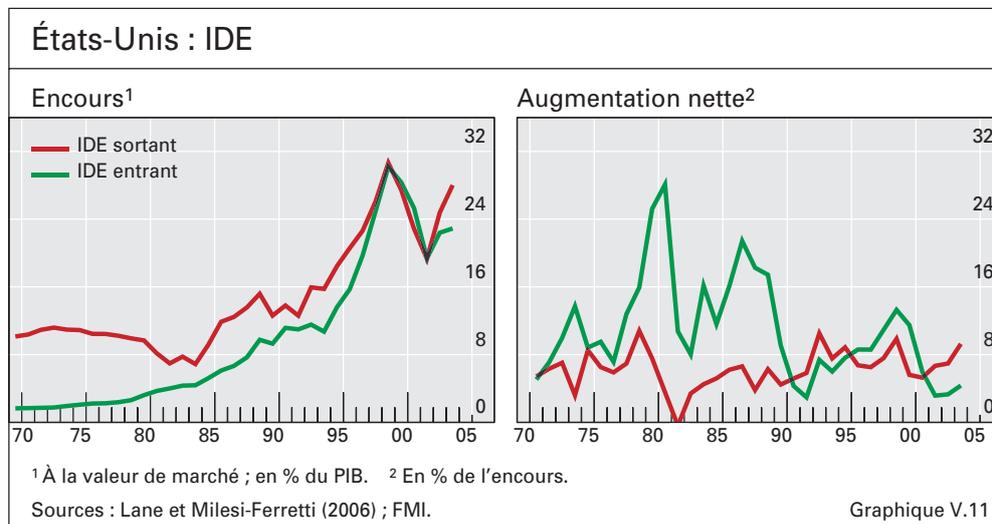
Plusieurs éléments montrent que les revenus des investissements s'accroissent sur la durée et que l'IDE entrant aux États-Unis est relativement moins ancien que l'investissement direct américain à l'étranger. Des données d'entreprises suggèrent que les bénéfices des sociétés sous contrôle étranger se rapprochent progressivement de ceux de leurs homologues américaines, ce qui rejoint les conclusions d'études microéconomiques mettant en évidence une relation positive plus large entre profits et ancienneté de l'investissement. En outre, il a été bien établi que, au moins jusque dans les années 80, l'encours d'IDE sortant des États-Unis était plus ancien que celui de l'IDE entrant (graphique V.11), ce qui s'explique en partie par les investissements réalisés en Europe après la Seconde Guerre mondiale. L'augmentation rapide des entrées nettes d'IDE pendant les années 80 donne à penser que l'ancienneté moyenne de l'encours correspondant a diminué. Cela concorde avec le fait que l'écart de rendement s'est effectivement accru durant cette période.

Depuis les années 80, les encours d'avoirs et d'engagements ont augmenté à des rythmes assez comparables, de sorte que l'ancienneté moyenne de l'encours d'IDE entrant aux États-Unis devrait se rapprocher de celle de l'encours d'IDE sortant. On pourrait donc s'attendre à ce que l'écart de rendement s'atténue progressivement. Si ce dernier s'est rapproché de sa moyenne historique, rien n'indique qu'il suive une tendance baissière. Cela laisse supposer que l'ancienneté relative de l'investissement n'explique qu'en partie l'écart de rendement. De surcroît, une comparaison internationale ne fait pas apparaître de corrélation étroite entre rendement et ancienneté de l'IDE.

Les taux d'imposition des sociétés pourraient inciter les entreprises étrangères présentes aux États-Unis à rapatrier leurs bénéfices et, par conséquent, à déclarer de faibles revenus en regard de leur investissement dans ce pays. À cet effet, elles peuvent importer au prix fort des biens ou services de leur maison mère ou encore exporter vers cette dernière à des tarifs bas. Pratiquer de tels prix de cession interne entre sociétés apparentées

...l'ancienneté relative de l'IDE à l'étranger et aux États-Unis...

...et l'arbitrage fiscal



diminue les revenus déclarés des détenteurs d'IDE aux États-Unis et augmente la valeur des échanges intragroupes de biens et de services. Par conséquent, il n'en résulte aucun effet net sur les transactions courantes.

À plusieurs égards, cette quatrième hypothèse semble valide. Si, concrètement, il est difficile de prouver que les entreprises jouent sur les prix des cessions internes pour réduire l'impôt, à en croire certains témoignages, cette pratique existe bel et bien. En outre, les filiales aux États-Unis ont intérêt à transférer leurs bénéfices à leur société mère, et il apparaît que ceux-ci se sont accrus au fil du temps. Alors que le taux moyen d'imposition des sociétés baisse régulièrement dans les pays industrialisés depuis la fin des années 80, il n'a guère varié aux États-Unis et est désormais l'un des plus élevés. L'écart entre deux pays peut être très large et beaucoup y voient l'une des raisons de l'augmentation rapide des entrées d'IDE dans des pays comme l'Irlande. Enfin, on a des raisons de croire que les bénéfices réinvestis déclarés – importante composante du revenu pour l'IDE sortant des États-Unis, mais pas pour l'IDE entrant – sont influencés par des considérations fiscales.

En résumé, bien que les rendements de l'IDE sortant des États-Unis soient élevés, l'avantage relatif de ce pays tient surtout au fait que l'IDE entrant apparaît faiblement rémunéré. Les explications les plus convaincantes sont, d'une part, que l'IDE entrant est relativement récent et, d'autre part, que les sociétés mères sont incitées, pour des raisons fiscales, à réduire le plus possible les revenus déclarés aux États-Unis. On ne dispose malheureusement pas de données suffisantes pour mesurer l'importance respective de ces deux facteurs.

#### *Soutenabilité du solde extérieur américain*

L'incidence négative d'un déficit commercial substantiel sur la position extérieure américaine pourra-t-elle être longtemps compensée par un solde positif des revenus et par des effets de valorisation favorables ? Comme le solde trimestriel des revenus a été négatif par deux fois en 2005, il est possible que les revenus des actifs ne soient bientôt plus suffisants pour équilibrer les paiements dus. Plus généralement, la réponse à cette question dépend de l'évolution des encours d'avoires et d'engagements extérieurs, de celle de leur rendement et des éventuels effets de valorisation induits par les variations du change et des prix des actifs. La présente section analyse la sensibilité de la position extérieure nette et des revenus nets à chacun de ces facteurs dans le cadre de cinq scénarios.

À titre de référence pour l'analyse, le scénario 1 suppose que la balance commerciale, les transferts courants et les rémunérations des salariés restent constants, en pourcentage du PIB, par rapport à leurs valeurs de 2005, que les rendements demeurent inchangés (tableau V.4) et que le PIB nominal américain augmente de 5,5 % par an, taux proche de la moyenne des dix dernières années. Les encours d'avoires et d'engagements extérieurs sont supposés croître au même rythme que le PIB nominal. De plus, les données ont été ajustées de manière à faire concorder l'évolution de la position extérieure nette avec le solde courant de chaque période. Dans ce scénario, la position extérieure globale nette, débitrice, passerait de moins de 25 % du PIB

Le solde des  
revenus ne restera  
vraisemblablement  
pas positif

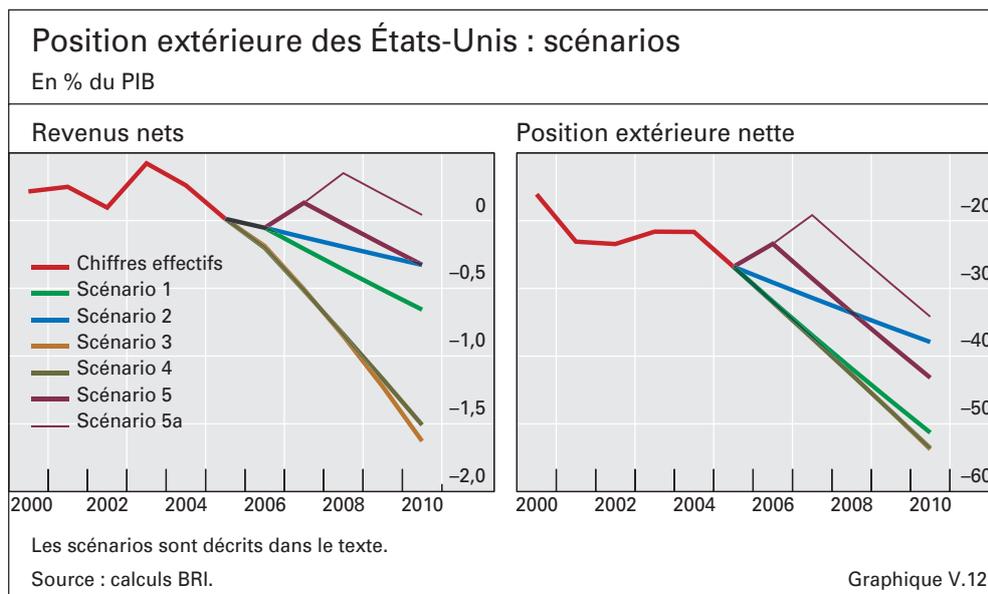
États-Unis : position extérieure						
En % du PIB (rendement : en %)						
	2005 <sup>1</sup>	Scénario en 2010				
		1	2	3	4	5
<b>Hypothèses</b>						
Solde commercial	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rendement sur :						
IDE, avoirs	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
IDE, engagements	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
IP actions, avoirs	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
IP actions, engagements	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IP titres, avoirs <sup>2</sup>	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
IP titres, engagements <sup>2</sup>	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
<b>Résultats</b>						
Revenus nets	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Position extérieure nette	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Avoirs	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Engagements	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IDE	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
IP actions	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
IP titres <sup>2</sup>	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5
<p>L'hypothèse selon laquelle l'évolution des encours d'avoirs et d'engagements suit celle du PIB nominal permet de garantir que le ratio de ces encours au PIB reste constant, toutes choses égales par ailleurs. Toutefois, elle ne garantit pas que la position extérieure nette soit égale à la somme des éléments suivants (équation comptable) : position nette de la période précédente plus solde des paiements courants plus éventuels effets de change. Pour que cette équation soit vérifiée, la différence entre la position extérieure nette, établie à partir de l'hypothèse de base, et l'équation comptable dans chaque période est ajoutée à la position extérieure nette de base. Cette différence est affectée aux quatre catégories d'engagements, proportionnellement à leur part dans le total des engagements de 2004. Une répartition différente modifierait l'évolution des revenus nets.</p> <p><sup>1</sup> Chiffres effectifs (sauf position extérieure nette). Rendement (sauf IDE) : 2004. <sup>2</sup> Y compris autres investissements.</p>						
Source : calculs BRI.						Tableau V.4

en 2004 à plus de 50 % en 2010 (graphique V.12). Le solde des revenus serait déficitaire à partir de 2006 et représenterait -0,7 % du PIB en 2010.

Le scénario 2 teste la sensibilité de la position extérieure à une amélioration du solde commercial, composante déterminante du déficit courant. Par hypothèse, le déficit commercial passe de 5,8 % à 3 % du PIB en 2006 et se maintient à ce niveau. Par rapport au scénario 1, ce changement produit un effet majeur : la position extérieure nette, débitrice, se détériore moins vite, mais se situe encore à quelque 40 % du PIB en 2010. Par ailleurs, le solde négatif des revenus s'améliore et se situe alors à -0,3 % du PIB.

Le scénario 3 étudie la sensibilité de la position extérieure aux variations du rendement résultant de l'évolution des taux d'intérêt. Quand les taux directeurs sont inférieurs à leur moyenne, les paiements d'intérêts tendent à croître moins vite que l'encours d'engagements sous forme d'investissements de portefeuille en titres de dette (graphique V.13). En période de resserrement, comme celle qui a commencé mi-2004 aux États-Unis, le rendement de cette catégorie d'actifs est appelé à augmenter. En outre, on peut escompter ensuite une atténuation des pressions à la baisse sur le

L'évolution du déficit commercial est déterminante...

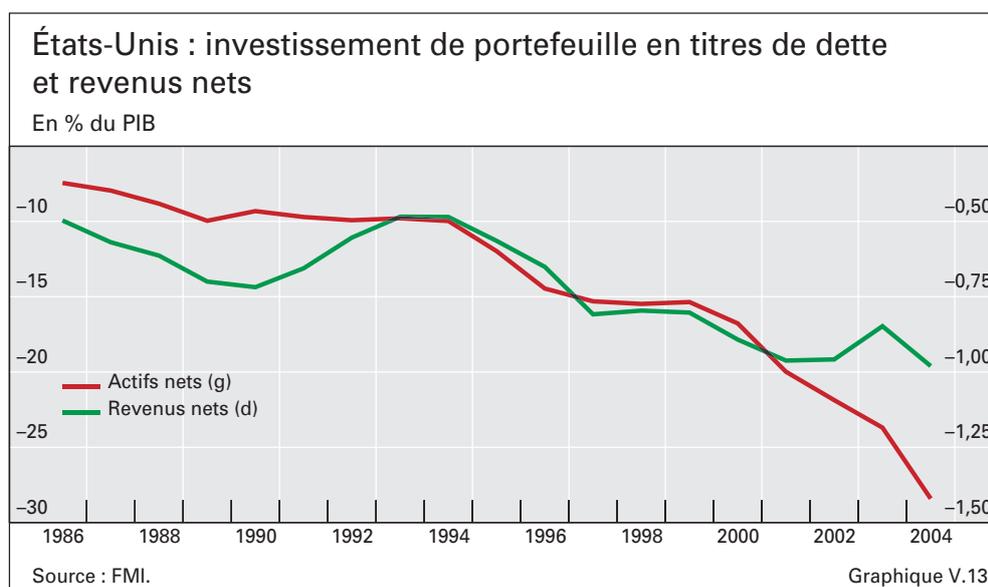


rendement, induites par la forte demande des banques centrales d'Asie pour des actifs liquides sûrs.

...de même  
que celle des taux

Par rapport au scénario 1, le rendement des avoirs et engagements sous forme de titres de dette augmente de 0,4 point de pourcentage par an jusqu'en 2010. Cela est conforme à la corrélation historique entre les taux d'intérêt américains, les taux sur les engagements sous forme d'investissements de portefeuille en titres de dette et les relèvements, à ce jour, du taux des fonds fédéraux. Les résultats font apparaître qu'une hausse des taux sur la dette a un effet marqué sur le solde des revenus, entraînant un déficit de -1,6 % du PIB en 2010 (contre -0,7 % dans le scénario 1) et une nouvelle détérioration de la position extérieure nette.

Le scénario 4 illustre l'effet d'une modification de l'évolution de la rémunération de l'IDE. D'après l'analyse ci-dessus, deux facteurs sont de



nature à jouer un rôle important à cet égard. D'un côté, l'encours d'IDE aux États-Unis gagne en ancienneté, ce qui pourrait en accroître le rendement. De l'autre côté, les taux d'imposition des sociétés aux États-Unis sont devenus de plus en plus élevés par rapport à ceux des autres pays industrialisés. Il devient donc encore plus intéressant pour elles de rapatrier les bénéfices, ce qui pourrait avoir un effet négatif sur le rendement de l'IDE aux États-Unis. Comme l'analyse n'apporte aucune certitude sur l'évolution probable des rendements de l'IDE, l'hypothèse retient le scénario défavorable de leur convergence vers 6 %, niveau à mi-chemin entre le rendement des avoirs et celui des engagements en 2005 et proche du rendement moyen des actifs américains au titre de l'IDE de 2000 à 2004. Il se produit alors une détérioration du solde des revenus et de la position extérieure nette analogue à celle du scénario 3.

Le scénario 5 examine la sensibilité de la position extérieure aux effets de valorisation. Contrairement à ceux de nombreux autres pays, les engagements extérieurs des États-Unis sont presque tous libellés en dollars EU, tandis que leurs avoirs extérieurs le sont pour les deux tiers en monnaies étrangères, dont : un quart environ en euros ; un quart en d'autres monnaies européennes telles que la livre sterling et le franc suisse ; un quart en dollars canadiens, en monnaies des Caraïbes et en yens. En raison de cette asymétrie de devises entre avoirs et engagements et de l'effet de levier qui caractérise la position extérieure, les fluctuations de change peuvent induire des effets de valorisation substantiels. Jusqu'à présent, les effets de change ont avantagé les États-Unis, de sorte que la détérioration de la position extérieure nette a été atténuée par rapport à celle des transactions courantes.

Les effets de valorisation

Dans le scénario 5, on postule un effet de valorisation correspondant à une augmentation de 10 % des avoirs extérieurs en pourcentage du PIB en 2006. En l'absence d'estimations précises, au moins deux valeurs approchées peuvent nous donner une idée de l'ampleur des variations de change pouvant engendrer un tel effet de valorisation. Premièrement, les deux tiers des avoirs étant libellés en devises, une dépréciation uniforme de 15 % du dollar vis-à-vis de ces monnaies validerait les effets de valorisation pris pour hypothèse, toutes choses égales par ailleurs. Deuxièmement, d'après les corrélations historiques, une augmentation de 10 % des actifs serait associée à un repli de quelque 25 % du cours de change effectif nominal du dollar.

Le scénario 5 montre qu'un effet de valorisation positif produit de manière ponctuelle une forte amélioration de la position extérieure par rapport au scénario 1. Bien que sa détérioration soit plus rapide, le solde des revenus se trouve en 2010 approximativement au même niveau que dans le scénario 2 (dans lequel le déficit commercial diminue pour s'établir à -3 % du PIB). Cependant, en 2010, la position extérieure nette est bien plus dégradée dans le scénario 5 que dans le scénario 2. Le scénario 5a illustre l'impact d'un effet de valorisation de 10 % en 2006, puis en 2007. Dans cette hypothèse, le solde des revenus demeure excédentaire jusqu'en 2010, et le ratio avoirs extérieurs nets/PIB ne baisse que de 10 points de pourcentage entre 2006 et 2010.

En résumé, une amélioration de la position extérieure des États-Unis passerait avant tout par un redressement de la balance commerciale, qui

freinerait la détérioration de la position extérieure nette. Des effets de valorisation positifs associés à une dépréciation du dollar pourraient aussi avoir leur importance, mais n'auraient qu'un impact ponctuel. À moins de se répéter, ils ne feraient que différer la détérioration, sans la corriger durablement. L'évolution du rendement influe également de façon significative sur le solde des revenus et la position extérieure nette, mais, en raison des liens historiques entre taux d'intérêt et rendement de la dette, ces effets iront probablement dans le sens d'une nouvelle dégradation plutôt que d'une amélioration de la position extérieure.