



LES DÉSÉQUILIBRES DES ÉTATS-UNIS, L'HÉGÉMONIE DU DOLLAR ET L'EXCÈS MONDIAL D'ÉPARGNE

Michel AGLIETTA



1. Controverses sur les déséquilibres financiers des États-Unis
2. Trois constats :
 - Le déclin industriel des États-Unis
 - Le changement de l'équilibre épargne/investissement dans le monde
 - Transformation du comportement des entreprises
3. Un équilibre mondial d'excès d'épargne qui bloque les ajustements spontanés par les prix relatifs
4. Un régime de croissance rééquilibré implique des changements de politique économique dans les trois grandes régions du monde et des transformations induites dans le système monétaire international



CONTROVERSE SUR LES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS DES ÉTATS-UNIS

L'approche du « Nouveau Bretton Woods » estime que les déficits actuels ou élargis sont indéfiniment soutenables.

L'argument porte sur le statut du dollar qui permet l'échange :

- d'une demande pour les actifs financiers américains par les non résidents
- contre une demande de biens étrangers par les consommateurs américains

Cela durera tant que le SMI fonctionnera sur un semi-étalon dollar (ensemble des pays émergents + Japon)

Or le statut de la devise-clé est peu dépendant de sa valeur sur les marchés de change



CONTROVERSE SUR LES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS DES ÉTATS-UNIS

- Depuis 1971 le dollar a perdu les 2/3 de sa valeur contre le mark/euro et les 3/4 contre le yen
- Mais la monnaie est un bien collectif dans ses fonctions :
 - d'étalon des prix sur les marchés organisés
 - de véhicule des paiements dans les échanges commerciaux
- Standard de valeur et effets de réseau \implies liquidité supérieure
Liquidité des marchés du dollar \iff Réserves de change en \$

CONTROVERSE SUR LES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS DES ÉTATS-UNIS

Part des devises dans les réserves de change mondiale en fin d'année (%)

	1994	1997	2000	2003
Dollar EU	53.1	59.1	66.6	63.8
Yen	7.8	5.1	6.2	4.8
Livre sterling	2.8	3.3	3.8	4.4
Franc Suisse	0.6	0.5	0.5	0.4
Euro	16.0	14.2	16.3	19.7

Source FMI (IFS)

- Conséquence les États-Unis ne subissent pas les mêmes contraintes que les autres pays endettés :
 - Ils ont des avoirs profitables à l'étranger qui s'apprécient lorsque le dollar se déprécie
 - Leur coût d'endettement est plus faible que celui des autres emprunteurs grâce à la préférence pour le dollar
 - Leur capacité d'endettement est donc plus élevée



CONTROVERSE SUR LES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS DES ÉTATS-UNIS

- L'avantage du dollar ne supprime pas la nécessité de l'ajustement. Il le rend moins coûteux pour les consommateurs américains :
 - Grâce au maintien d'une demande de dollars indépendant de la baisse du dollar
 - Par les effets de bilan qui amortissent le prélèvement extérieur



CONTROVERSE SUR LES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS DES ÉTATS-UNIS

- Leçon des expériences de 1987-89 et 1993-95 : l'ajustement spontané du taux de change rétablit un déficit extérieur soutenable sans que la croissance baisse au dessous de son potentiel

Les conditions actuelles de l'ajustement sont-elles différentes ?

Si oui l'efficacité de l'ajustement implique-t-il une mise en cause du statut du dollar dans le SMI ?



CONSTAT 1 : LA BALANCE COMMERCIALE EST AFFECTÉE PAR LE DÉCLIN INDUSTRIEL DES ÉTATS-UNIS

- Depuis 1997 jusqu'à 2004 le déficit commercial est passé de 150 à 700 mds \$ indépendamment des fluctuations du dollar
- Presque toute la dégradation vient du déclin industriel :

Production industrielle	:	+	5	%
Demande intérieure	:	+	35	%
Importations	:	+	80	%
- Conséquence : les élasticités prix du commerce extérieur sont faibles. Un ajustement qui réduirait de moitié le déficit commercial par la seule variation spontanée du change est fort improbable.



CONSTAT 2 : LE DÉFICIT EXTÉRIEUR DES ÉTATS-UNIS PARTICIPE D'UNE PROFONDE TRANSFORMATION DE L'ÉQUILIBRE ÉPARGNE/INVESTISSEMENT DANS LE MONDE

- Incidences des crises financières de la fin du XX^{ème} siècle pour l'Asie émergente hors Chine et l'Amérique latine
 - Cassure durable dans le dynamisme de la demande interne
 - Énormes surcapacités de production industrielle en Asie
 - Taux de change très dépréciés
- Des besoins aux capacités de financement



CONSTAT 2 : LE DÉFICIT EXTÉRIEUR DES ÉTATS-UNIS PARTICIPE D'UNE PROFONDE TRANSFORMATION DE L'ÉQUILIBRE ÉPARGNE/INVESTISSEMENT DANS LE MONDE

- Le Japon et la Chine dégagent des capacités de financement de plus en plus grandes :
 - Le Japon à cause de la faiblesse persistante de la demande interne, alors que la situation financière des entreprises s'est consolidée
 - La Chine à cause de la politique d'endiguement du surinvestissement et de la libéralisation du commerce



CONSTAT 2 : LE DÉFICIT EXTÉRIEUR DES ÉTATS-UNIS PARTICIPE D'UNE PROFONDE TRANSFORMATION DE L'ÉQUILIBRE ÉPARGNE/INVESTISSEMENT DANS LE MONDE

Sources et usages de l'épargne mondiale : soldes financiers
(en % du PIB des pays et groupes de pays concernés)

Pays ou régions	Moyenne 1990-99	Moyenne 2000-02	2004
Économies avancées	-0.5	-0.4	-1.3
dont :			
États-Unis	-2.4	-3.2	-6.0
Zone Euro	+0.4	+0.4	+0.7
Japon	+2.3	+2.5	+3.7
Économies émergentes	-1.9	+1.7	+2.3
dont :			
Chine	+1.8	+2.0	+4.1
Autre Asie	-1.2	+1.8	+2.7
Amérique Latine	-2.6	-2.0	+1.2
PECO	-2.7	-4.3	-4.7

Source : BRI, 75^e Rapport annuel, chapII, p24.



CONSTAT 3 : L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE BOURSIÈRE ET L'IMPÉRATIF DE LA VALEUR ACTIONNARIALE ONT TRANSFORMÉ LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES

Les entreprises se sont transformées en agents à capacité de financement :

- à cause du désendettement provoqué par la baisse des valeurs d'actifs acquis à des prix très surévalués
 - à cause des rachats d'actions et des distributions de dividendes pour promouvoir la valeur actionnariale
- ⇒ Grande réticence à investir en capacité de productions nouvelles



CONSTAT 3 : L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE BOURSIÈRE ET L'IMPÉRATIF DE LA VALEUR ACTIONNARIALE ONT TRANSFORMÉ LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES

Variation du solde financier des sociétés privées
(+ capacité de financement, - besoin de financement)
(en moyenne sur les périodes et en % du PIB)

Pays et zone économique	1996-2000	2001-2004
États-Unis	- 5,0	+ 6,0
Zone Euro	- 4,0	+ 3,8
Royaume-Uni	- 6,3	+ 8,2

Source : J.P. Morgan Research, Corporates are driving the global saving glut, 24 juin, 2005, p. 4.



LES TRANSFORMATIONS CONSTATÉES CONDUISENT À UN ÉQUILIBRE MONDIAL COMBINANT DES TENDANCES CONTRADICTOIRES

- Une insuffisance de demande à cause du désendettement (constats 2 et 3)
- Un choc d'offre à cause de l'ouverture de la Chine au capitalisme mondial : une énorme réserve de main d'œuvre fait pression sur les prix du travail et des biens industriels dans le monde entier
- Une expansion monétaire américaine multipliée par le semi-étalon dollar —→ La base monétaire mondiale a continuellement accéléré depuis 2001 et a atteint 18 à 20 % annuel en 2004 et début 2005 contre 7 % environ pour la croissance du PIB mondial (en \$ PPA)



LES TENDANCES CONDUISENT À UNE CONVERGENCE MONDIALE DES PRIX ET À UNE DIVERGENCE ENTRE PRIX DES BIENS ET PRIX DES ACTIFS

- Concurrence internationale + choc d'offre mondial →
Inflation sous-jacente basse à 1.5/2 % dans les pays développés et dans les pays émergents
- Convergence des taux nominaux longs avec deux conséquences :
 - écarts de taux réels faibles et renforçant les déséquilibres financiers (taux réels plus faibles dans les pays déficitaires, plus élevés dans les pays excédentaires)
 - écarts de taux longs trop faibles pour faire varier significativement les taux de change
- L'augmentation rapide de la liquidité mondiale influence fortement les prix des actifs avec un arbitrage en faveur des obligations et de l'immobilier vs. les actions



UN RÉGIME DE CROISSANCE RÉÉQUILIBRÉ IMPLIQUE DES CHANGEMENTS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES TROIS GRANDES RÉGIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

- **États-Unis :**

L'augmentation de l'épargne américaine pour réduire le déficit courant à un niveau soutenable (3 % du PIB environ) est impossible sans consolidation budgétaire qui est incompatible avec les orientations politiques actuelles et sans hausse des taux longs qui est bloquée par la surliquidité mondiale



UN RÉGIME DE CROISSANCE RÉÉQUILIBRÉ IMPLIQUE DES CHANGEMENTS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES TROIS GRANDES RÉGIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

- Zone euro :

Des politiques macroéconomiques suffisamment expansives pour que la croissance effective soit supérieure à la croissance potentielle de manière à résorber la sous-utilisation des capacités de production et relancer l'incitation à investir : incompatible avec la doctrine officielle à Bruxelles et Francfort, avec le carcan des règles budgétaires et avec les divergences de vues entre petits et grands pays



UN RÉGIME DE CROISSANCE RÉÉQUILIBRÉ IMPLIQUE DES CHANGEMENTS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES TROIS GRANDES RÉGIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

- **Asie :**

Réduire la dépendance à l'égard de l'exportation et redéployer la croissance sur la demande interne :

- Développement du crédit aux ménages avec tous les dispositifs adéquats de contrôle bancaire
- En Chine multiples changements structurels qui n'aboutiront pas avant la fin de la décennie



TRANSFORMATIONS INDUITES DANS LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

- Un régime de croissance mondiale fondé sur le potentiel démographique et le rattrapage technologique des pays émergents doit renverser le sens des mouvements de capitaux
- La régulation de l'endettement doit aboutir à un partage des risques qui passe par une émission d'une partie des dettes dans les monnaies des pays débiteurs
- La convertibilité de ces monnaies implique :
 - des régimes de change permettant des politiques monétaires tournées vers les objectifs internes
 - des arrangements d'échange et des concertations dans les zones économiques en voie d'intégration
 - probablement un organe global de gouvernance des problèmes macroéconomiques globaux remplaçant le G7