

Doit-on s'inquiéter des déséquilibres mondiaux?

Bruce Little, conseiller spécial invité pour 2005-2006*, et Robert Lafrance, département des Relations internationales

- *Les excédents grandissants de la balance courante des pays asiatiques et des pays exportateurs de pétrole et le déficit croissant de celle des États-Unis soulèvent des inquiétudes : pareils déséquilibres pourraient constituer une menace pour l'économie mondiale, surtout s'ils se renversent de manière désordonnée.*
- *On s'inquiète également du fait que l'épargne excédentaire des économies de marché émergentes sert à financer le déficit américain au lieu de soutenir l'investissement et la croissance dans ces économies.*
- *Les experts ne s'entendent pas sur la gravité de la situation. Certains estiment que le jeu normal des forces du marché corrigera ces déséquilibres avec le temps; d'autres considèrent qu'il incombe aux décideurs publics de faciliter l'ajustement en mettant en œuvre des politiques qui freinent la demande intérieure dans les pays déficitaires et la stimulent dans les pays excédentaires.*
- *L'issue la plus probable est un retour ordonné à la « normale », surtout si on laisse libre cours aux forces du marché. Il reste que plus ces déséquilibres persisteront, plus grand sera le risque d'un retournement marqué susceptible de déstabiliser l'économie mondiale et de compromettre la croissance. En outre, certains pays pourraient se rabattre sur des politiques protectionnistes pour réduire les déséquilibres.*

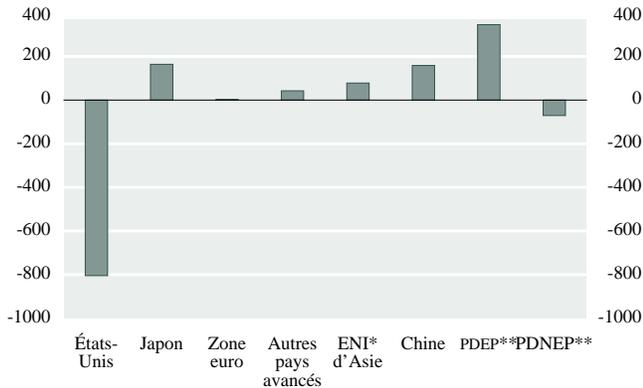
* Bruce Little a été journaliste et chroniqueur économique au *Globe and Mail*.

Dans un monde où la prospérité de chaque pays est de plus en plus liée à celle de tous les autres, le phénomène connu sous le nom de « déséquilibres mondiaux » suscite des inquiétudes. L'existence de déséquilibres majeurs n'est pour ainsi dire pas contestée, si ce n'est par quelques sceptiques. Cependant, la nature, l'étendue et l'imminence du danger qu'ils représentent pour la croissance économique et la stabilité financière à l'échelle du globe sont moins bien établies. Ils sont de ce fait devenus le point de mire de centaines d'études, de rapports, d'articles, de discours et de colloques, aussi bien publics que privés, qui ont été consacrés à la multitude de questions relevant de ce grand thème. Le plus souvent, seuls participent au débat les organisations internationales, les banques centrales, les milieux universitaires et, de manière générale, les analystes qui s'intéressent de très près à ces questions. Néanmoins, vu la portée des enjeux et leurs retombées potentielles, il est important que le public ait une meilleure compréhension de ces derniers.

L'expression « déséquilibres mondiaux » désigne à la fois le déficit de la balance des paiements courants des États-Unis et les excédents de nombreux pays à marché émergent en Asie et des pays exportateurs de pétrole qui lui font écho. Tant le premier que les seconds sont considérables et ne cessent de s'accroître. En 2005, le déficit extérieur américain a atteint 805 milliards de dollars É.-U. — soit le double de ce qu'il était en 2001 — ou 6 % environ du produit intérieur brut (PIB). La même année, l'excédent de la Chine s'est chiffré à 159 milliards de dollars É.-U., ou 7,1 % du PIB chinois. Un certain nombre de pays de l'Asie orientale et de pays producteurs de pétrole ont aussi dégagé des excédents appréciables (Graphique 1). Grâce aux excédents annuels accumulés, les pays asiatiques se sont constitué des réserves de change qui totalisent plus de 2 billions de

Graphique 1

Soldes des balances courantes de diverses régions du monde, 2005



* ENI : économies nouvellement industrialisées;
 ** PDEP : pays en développement exportateurs de pétrole;
 PDNEP : pays en développement non exportateurs de pétrole
 Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006

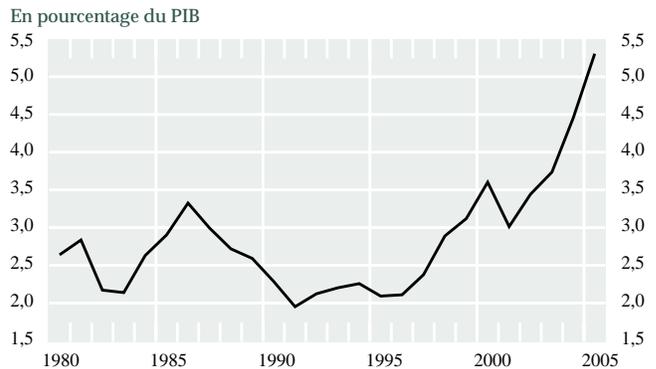
dollars É.-U.; à la fin de février 2006, la Chine détenait à elle seule 875 milliards de dollars É.-U., devançant le Japon au titre de premier détenteur de réserves au monde.

Ces disparités ne sont pas normales. Jusqu'à récemment, un équilibre approximatif avait tendance à se maintenir entre tous les pays. Envisagés en valeur absolue (abstraction faite de leur signe positif ou négatif), les soldes des balances courantes oscillaient entre 2 % et un peu plus de 3 % du PIB mondial. Toutefois, depuis 2002, leur valeur absolue est passée de 3,6 % à plus de 5 % de la production mondiale (Graphique 2). L'ampleur des déséquilibres actuels et leur aggravation récente ont déclenché un vif débat. Toutes les analyses, à quelques exceptions près comme nous le verrons plus loin, mènent à la même conclusion : ces déséquilibres sont insoutenables, qualificatif dont le sens n'a jamais été aussi bien rendu que par l'aphorisme mémorable du regretté économiste américain Herb Stein : « Si un phénomène ne peut durer indéfiniment, il prendra fin » (Greenspan, 2000).

Le débat au sujet des déséquilibres mondiaux est alimenté par l'absence de consensus sur presque toutes les questions essentielles. Comment expliquer la soudaine apparition de déséquilibres marqués? Arrêteront-ils bientôt de se creuser? Seront-ils freinés par le jeu de forces économiques fondamentales, l'action des pouvoirs publics, l'agitation des marchés financiers ou une combinaison des trois? Se résorberont-ils graduellement ou se renverseront-ils brusquement? En quoi sont-ils nuisibles et quels dommages un

Graphique 2

Total des soldes des balances courantes (pris en valeur absolue)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006 et calculs de la Banque du Canada

revirement risque-t-il de causer? Qui seront les gagnants et qui seront les perdants?

La communauté internationale officielle participe activement au débat, par l'entremise d'organisations très diverses, telles que le Groupe des sept grands pays industrialisés (G7), le Groupe des Vingt (G20) et le Comité monétaire et financier international du Fonds monétaire international (FMI). Tous s'inquiètent de la possibilité que la contraction inévitable des importants excédents et déficits courants observés enraie sérieusement la croissance économique mondiale. Un ajustement déstabilisateur se traduirait par un réalignement soudain des grandes monnaies (dont une forte dépréciation du dollar américain par rapport à de nombreuses autres devises) et peut-être même par un regain de protectionnisme qui ferait obstacle aux flux d'échanges normaux. Il va sans dire que les décideurs publics préféreraient en général éviter pareil résultat. Il reste que, dans l'ensemble, ils se sont montrés peu empressés à s'attaquer au problème, se limitant dans bien des cas à jeter la pierre aux autres.

La tournure que prendront les événements intéresse tous les pays. La dernière vague de mondialisation a débouché sur l'intégration à l'économie mondiale des économies de marché émergentes, en particulier la Chine et l'Inde, et a eu pour effet de disséminer plus largement que jamais les gains découlant du commerce. La mondialisation économique a été profitable, notamment parce qu'elle a fait reculer les taux de pauvreté en Asie. Elle a encouragé une concurrence accrue et a permis à un plus grand nombre de pays de tirer parti de leurs avantages comparatifs sur les marchés de la planète. Parallèlement, la mondialisation financière a

stimulé les investissements internationaux et favorisé une répartition plus large et plus efficiente de l'épargne. Il s'ensuit qu'en cas de perturbation majeure, davantage de pays ont désormais plus à perdre. Le Canada est concerné au premier chef, car il s'est toujours appuyé sur le commerce international pour se développer et s'enrichir. En tant que nation commerçante dotée d'une économie très ouverte, le Canada se ressent de tout ce qui influe sur la santé de l'économie mondiale.

Quiconque a suivi le débat sur les déséquilibres mondiaux a pu constater l'existence de divergences importantes, et souvent profondes, entre les chercheurs et les leaders d'opinion sur les questions fondamentales, de sorte qu'il est difficile de faire la juste part entre les avis des uns et des autres. Le présent article a pour objet de remédier à la situation en éclairant les principaux enjeux et points de controverse.

Trois conceptions des déséquilibres mondiaux

Les participants au débat se divisent en trois principaux camps. Pour les optimistes, les déséquilibres mondiaux reflètent les décisions que prennent, sur la base des seuls facteurs économiques, des entreprises et des ménages de plus en plus intégrés à l'économie mondiale. Dans cette optique, la situation n'a rien de très alarmant puisque les forces du marché corrigeront d'une manière ordonnée les déséquilibres avec le temps. Ce qu'il faut véritablement, c'est pousser la recherche afin de comprendre comment les facteurs technologiques et politiques et les forces du marché se sont conjugués pour engendrer ce résultat. Dans le camp des pessimistes, l'on croit plutôt que les décideurs publics ne s'emploieront pas à stimuler la demande intérieure dans les pays ayant de gros excédents courants et à la freiner dans les pays très déficitaires, ce qui rendra plus probables une résorption désordonnée des déséquilibres mondiaux et un atterrissage brutal des économies américaine et mondiale, pour citer Nouriel Roubini (2005). Les membres du troisième camp, que l'on peut qualifier d'« optimistes prudents », estiment que les déséquilibres se régleront de façon graduelle, mais ils craignent que les autorités nuisent au processus d'ajustement en négligeant de supprimer les distorsions qui entravent les forces du marché.

Les trois points de vue trouvent des défenseurs parmi les économistes universitaires qui s'intéressent à ces problèmes. La plupart des organisations internationales, dont le FMI, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et l'Organisation de Coopération et de Dévelop-

pement Économiques (OCDE), appartiennent au troisième groupe, comme bon nombre de décideurs publics dans des pays tels que le Canada. Les principaux acteurs, particulièrement les États-Unis et la Chine, semblent moins inquiets, ou alors plus enclins à solliciter les initiatives stratégiques d'autres pays présumées plus efficaces pour éliminer ces déséquilibres. Certains font valoir qu'on observe peu de mesures concrètes et que « aux États-Unis, l'attitude se situe à mi-chemin entre la confiance excessive et le déni, tandis qu'ailleurs dans le monde, on porte des accusations et on se ronge les sangs » (Truman, 2005, p. 32) [traduction]. Cela est certes vrai jusqu'à un certain point, mais la tendance à s'en prendre aux autres, l'excès de confiance et le déni ne sont l'apanage d'aucun pays.

Les participants au débat se divisent en trois camps : les optimistes, les pessimistes et les optimistes prudents, qui espèrent que les déséquilibres se résorberont de façon ordonnée, mais qui craignent que les autorités nuisent au processus d'ajustement.

Qu'entend-on par « déséquilibres mondiaux »?

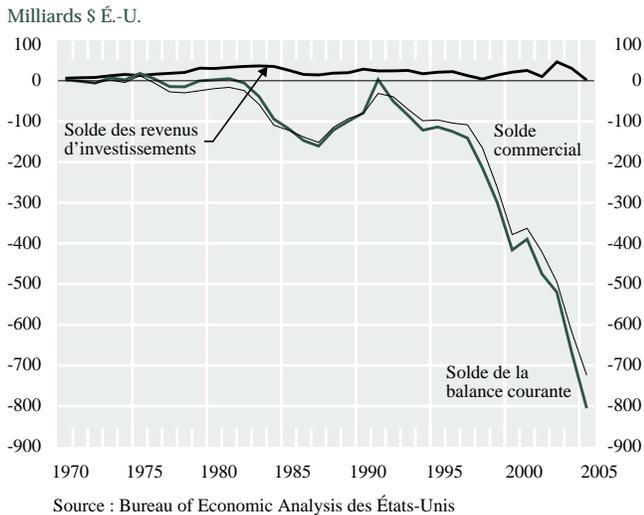
Pour mieux comprendre, il faut étudier le problème d'un point de vue tour à tour global et national et se doter d'un cadre d'interprétation.

Aux yeux de beaucoup, la balance courante se réduit aux flux monétaires transfrontières dont les agences statistiques suivent la trace et dont les médias font état chaque trimestre : un pays déficitaire consomme plus qu'il ne produit et importe plus par conséquent qu'il n'exporte, au sens le plus large de ces termes. À l'inverse, un pays excédentaire exporte plus qu'il n'importe. Cette vision des choses est valable, mais incomplète. L'épargne et l'investissement, qui n'apparaissent pas directement dans les données présentées au grand public, jouent un rôle crucial.

Voici comment les choses se passent. La balance courante résume les transactions d'un pays avec le reste du monde au cours d'une période donnée. Son

Graphique 3

Composantes du solde de la balance courante américaine



solde est constitué de deux éléments : le solde de la balance commerciale et le solde de la balance des revenus. Le premier correspond à la différence entre les recettes du pays pour les biens et services qu'il exporte et ses paiements pour les biens et services qu'il importe. Le solde de la balance des revenus renvoie à deux sous-catégories de recettes et de paiements transfrontières : la première regroupe les intérêts et les dividendes qui sont versés sur les obligations et les actions détenues dans d'autres pays; la seconde se rapporte à diverses transactions financières telles que les virements effectués par des particuliers (le plus souvent des immigrants qui envoient de l'argent à leur famille dans leur pays d'origine). Par conséquent, la balance courante est une mesure des flux, c'est-à-dire des mouvements monétaires entre pays. Dans le cas des États-Unis (Graphique 3), la quasi-totalité du déficit courant est attribuable à un énorme déficit au chapitre du commerce des biens et des services.

Quand la balance courante d'un pays est déficitaire, les recettes que ce dernier tire de transactions internationales de toutes sortes ne suffisent pas à couvrir ses paiements. Dans les faits, le pays dépense plus qu'il ne gagne, et il emprunte à l'étranger pour combler la différence. Ce phénomène est généralement envisagé sous l'angle de la consommation : le pays consomme plus qu'il ne produit et répond aux besoins qu'il ne peut satisfaire en important des biens qu'il paie avec de l'argent emprunté à l'étranger. Cette description n'est pas fautive, mais il existe une autre manière de

rendre la même idée : le pays n'épargne pas une part suffisante des revenus que génère sa production actuelle pour couvrir ses besoins d'investissement¹. À l'échelle mondiale, il ne peut en être ainsi. L'épargne est la source du capital d'investissement, et comme la planète constitue une économie fermée, l'épargne totale doit toujours être égale à l'investissement total².

Toutefois, comme les pays commercent entre eux, ils peuvent s'emprunter et se prêter mutuellement leur épargne. Les pays qui épargnent plus qu'ils n'investissent chez eux (la Chine, par exemple) ont un surplus d'épargne et deviennent exportateurs de capitaux; leur balance courante dégage donc un excédent. À l'opposé, les pays dont les investissements sont supérieurs à leur épargne interne (tels que les États-Unis) manquent de capitaux et doivent en importer; c'est pourquoi leur balance courante est déficitaire. Les premiers sont des épargnants nets, et les seconds, dans le jargon des économistes, des « désépargnants » nets.

Le concept d'épargne nationale nette, soit la différence entre l'épargne et l'investissement, est parfois difficile à saisir parce qu'il correspond à la somme de l'épargne nette de trois groupes d'entités : les ménages, les entreprises et les administrations publiques. Dans les pays industrialisés, les ménages sont généralement des épargnants nets, car ils économisent plus qu'ils n'investissent; en revanche, les entreprises sont des désépargnants nets puisqu'elles empruntent pour investir dans de nouvelles constructions et machines afin d'accroître leur capacité de production ou leur efficacité. Les administrations publiques qui enregistrent un déficit budgétaire sont, bien entendu, des emprunteurs (ou désépargnants) nets. Si ces trois groupes, tous ensemble, épargnent moins qu'ils n'investissent, le pays doit faire appel à des non-résidents pour combler la différence.

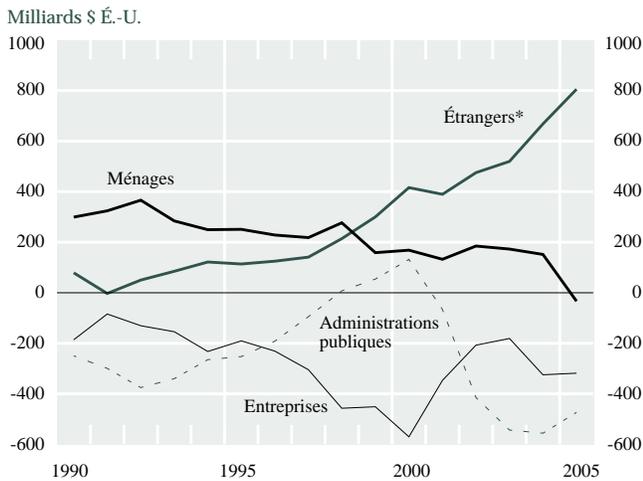
L'apparition de déséquilibres majeurs

Au début des années 1990, les emprunts des États-Unis à l'étranger étaient relativement modestes, les ménages américains économisant assez pour financer la plupart

1. Le principe peut s'illustrer mathématiquement. Soit Y , le revenu national (ou produit intérieur brut), C , la consommation totale, S , l'épargne nationale (égale au revenu moins la consommation), et FS , l'épargne étrangère. Dans le cas d'une économie fermée, $Y - C = S$ et $Y - C = I$ ou $I = S$. Dans celui d'une économie ouverte, on a : $I = S + FS$.

2. Bien que cet énoncé soit vrai en théorie, il est difficile à démontrer au moyen de données officielles. Comme les agences statistiques ne peuvent suivre toutes les transactions, les omissions et les erreurs sont inévitables.

Graphique 4
Épargne nette



* Inverse du solde de la balance courante
Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

des besoins des entreprises et des administrations publiques (Graphique 4). Mais vers la fin de la décennie, les besoins d'emprunt des sociétés américaines ont vivement augmenté au moment même où l'épargne des ménages a chuté. La nécessité de faire appel à l'épargne étrangère s'est avivée, mais modérément, car les administrations publiques affichaient des excédents : elles épargnaient au lieu de désépargner. En 2005, toutefois, les administrations publiques, les entreprises et les ménages américains étaient tous devenus des emprunteurs nets (Graphique 4). Collectivement, leur épargne correspondait à 14 % du PIB, contre 20 % pour leurs investissements. Cet écart de six points de pourcentage a été comblé par l'importation de capitaux de l'étranger.

Cette épargne importée, qui est comptabilisée dans le compte de capital des États-Unis, est la contrepartie du déficit enregistré par la balance courante. D'après certaines prévisions, ce dernier pourrait bondir du niveau actuel de 6 % du PIB à près de 10 % d'ici quelques années. Le déficit est imposant en regard non seulement des niveaux observés dans le passé aux États-Unis et dans les grands pays industrialisés, mais aussi des flux de capitaux qu'il génère. En 2004, les États-Unis ont, à eux seuls, absorbé environ 70 % des flux nets de capitaux internationaux; autrement dit, 70 cents de chaque dollar que les épargnants du monde entier ont consenti à prêter à des étrangers sont allés aux États-Unis. Uniquement pour financer le manque à gagner, ce pays doit aujourd'hui importer plus de 65 milliards de dollars É.-U. chaque mois —

puisés dans l'épargne de non-résidents — dans le but de régler ce qu'il doit au reste du monde. Les marchés financiers surveillent maintenant de près les données mensuelles sur ces mouvements de capitaux.

D'ordinaire, les pays en développement affichent un déficit de la balance courante et comptent sur le capital importé de nations plus prospères pour financer leur expansion. De nos jours, on observe le contraire : les pays en développement dégagent des excédents et envoient leur capital à l'étranger.

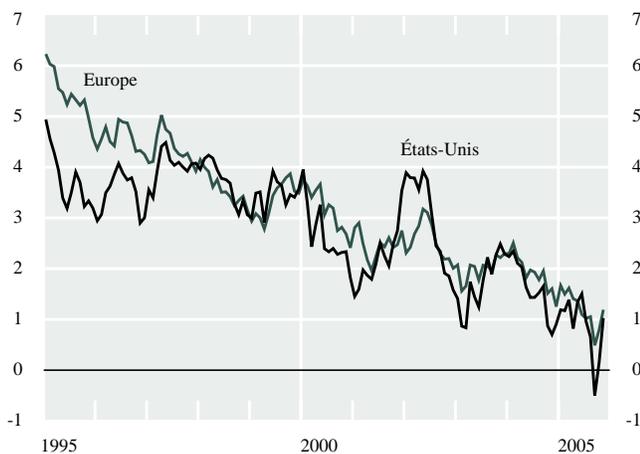
Le volume de l'épargne mondiale mobilisé par les États-Unis atteint des proportions inquiétantes. L'épargne est la source des investissements nécessaires au financement de la croissance et du développement économiques. Depuis quelques années, le gros de l'épargne nette mobile à l'échelle internationale a été canalisé vers les États-Unis plutôt que vers les pays en développement, sans doute parce que les investisseurs s'attendaient à de meilleurs rendements aux États-Unis. D'ordinaire, les pays en développement affichent un déficit de la balance courante et comptent sur le capital importé de nations plus prospères pour financer leur expansion. Ce fut le cas du Canada pendant de nombreuses décennies, ainsi que le prévoit la théorie économique : les capitaux d'investissement des pays riches où la croissance a ralenti devraient migrer vers les pays à faible revenu où elle s'accélère. De nos jours, cependant, les pays en développement, surtout la Chine et les pays exportateurs de pétrole, dégagent des excédents et envoient leur capital à l'étranger, contrairement au scénario habituel.

Les taux d'intérêt jouent un rôle important dans le débat sur les déséquilibres mondiaux parce qu'ils sont déterminés par l'intersection de l'offre et de la demande sur le marché international des capitaux. Plus précisément, les taux d'intérêt réels (les taux nominaux corrigés en fonction de l'inflation attendue) reflètent l'interaction des intentions d'épargne et d'investissement. Si le volume désiré de l'épargne (l'offre de capitaux) augmente plus rapidement que le

Graphique 5

Taux de rendement réel des obligations à dix ans

Moyenne mensuelle des rendements d'obligations types à la clôture hebdomadaire, après déduction du taux de variation sur douze mois de l'indice global des prix à la consommation (non désaisonnalisé)



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

volume désiré de l'investissement (la demande de capitaux), le taux d'intérêt réel — à la fois le rendement de l'épargne et le loyer de l'argent — diminue. Si le taux d'inflation est sensiblement le même dans la plupart des pays, de faibles taux d'intérêt peuvent être interprétés comme une indication que les occasions d'investissement sont insuffisantes à l'échelle du globe par rapport aux intentions d'épargne. Depuis quelque temps, le rendement des obligations à long terme se situe à des niveaux remarquablement bas partout dans le monde (Graphique 5). Dans le cas des États-Unis, cette situation a de quoi étonner; l'ex-président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan (2005), a même parlé à ce sujet d'une énigme. Dans ce pays, en effet, la forte croissance économique, les lourds déficits budgétaires et le relèvement continu des taux d'intérêt officiels à court terme auraient dû normalement se traduire par une hausse des rendements. À l'échelle mondiale, toutefois, la faiblesse des taux de rendement réels des obligations à long terme peut s'expliquer par l'excédent du niveau désiré de l'épargne sur celui de l'investissement.

La thèse de l'excès d'épargne

D'où vient cet excès d'épargne? Les pays avancés, les économies de marché émergentes et les nations productrices de pétrole ont toutes leurs propres raisons d'accroître leur épargne. Dans les économies avancées, l'un des éléments moteurs semble avoir été la restruc-

turation généralisée des bilans des entreprises à laquelle on a assisté après l'éclatement des bulles boursières en 2001. Bien que leurs bénéfices soient élevés, la majorité des sociétés ont préféré les distribuer, racheter une partie de leurs actions et réduire leur endettement plutôt que d'investir des montants considérables dans de nouvelles activités. Cette relative réticence à investir tient à plusieurs facteurs. Étant soumises à un examen plus rigoureux de la part du public depuis les scandales comptables, les entreprises sont devenues prudentes. Les budgets dévolus au matériel informatique ont été comprimés après la débauche de surinvestissement — exorbitante, dans certains cas — liée au passage à l'an 2000 et aux bulles des télécommunications et de l'Internet.

Dans bon nombre de pays industrialisés (cela est moins vrai pour les États-Unis), le vieillissement de la population a peut-être aussi eu son rôle à jouer. Certains pays épargnent plus en prévision du départ à la retraite des baby-boomers, dont les aînés viennent d'avoir soixante ans. Or, les occasions d'investir se font sans doute plus rares au sein de ces économies moins dynamiques que dans celles où la population est jeune. L'épargne a dépassé l'investissement au Japon pendant le dernier quart de siècle, tout comme dans la zone euro (mais à un degré moindre) durant la majeure partie des vingt dernières années.

Les économies émergentes ont leurs propres raisons de contribuer davantage à l'épargne mondiale. Après avoir prospéré au milieu des années 1990, bon nombre de pays asiatiques ont été aux prises avec une récession par suite des crises de change qui les ont secoués vers la fin de la décennie. La stratégie qu'ils ont adoptée pour remonter la pente, choisie librement ou par nécessité, souvent à l'instigation de la communauté internationale, consistait à comprimer les dépenses intérieures et à générer un excédent de la balance courante; elle a fait d'eux des fournisseurs nets de capitaux. Même les pays qui ont échappé à la crise comme la Chine ont commencé par prudence à accumuler des réserves de change. Qu'ils aient eux-mêmes été échaudés ou qu'ils aient vu ce sort échoir à leurs proches voisins, tous ces pays se sont constitué un « trésor de guerre » pour se prémunir contre une sortie subite de capitaux. La flambée récente des prix du pétrole a aussi contribué au gonflement de l'épargne mondiale. Les producteurs de pétrole, dont beaucoup ont tiré de dures leçons des années 1980, au cours desquelles ils ont dilapidé la fortune soudaine qu'ils devaient à l'or noir, ne veulent pas — et, jusqu'à un

certain point, ne peuvent pas — dépenser leurs revenus aussi rapidement que ceux-ci augmentent.

On peut donc soutenir que la faiblesse des taux d'intérêt réels à long terme est en grande partie attribuable à une combinaison de facteurs qui ont entraîné une hausse marquée de l'offre mondiale de capitaux — l'« excès d'épargne mondiale » dont a parlé Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale américaine. C'est en gros le point de vue défendu par les optimistes dans le débat sur les déséquilibres mondiaux.

Cette version des faits possède un certain attrait aux États-Unis parce qu'elle permet d'envisager les déficits courants non pas comme la conséquence néfaste de dépenses excessives doublées d'une épargne insuffisante, mais comme le reflet flatteur du potentiel de croissance supérieur que recèle ce pays et de la rareté des occasions d'investissement dans le reste du monde. Les États-Unis achèteraient simplement davantage de biens importés aujourd'hui avec l'intention de payer plus tard (l'économie américaine étant reconnue comme l'une des plus productives, sa croissance dépasserait probablement dans l'avenir celle d'autres pays industrialisés). Quand les cours boursiers se sont effondrés en 2001-2002, une politique monétaire expansionniste a maintenu les taux d'intérêt à de bas niveaux et encouragé un essor de la construction et de l'achat de maisons propice à la réalisation de gains en capital sur le marché immobilier. Grâce au redressement des marchés boursiers, la richesse des ménages a encore progressé. Alliés aux faibles taux d'intérêt, ces gains ont favorisé une baisse de l'épargne privée au moment où la santé des finances publiques se détériorait. Les ménages voyaient progresser leur richesse au fur et à mesure que leurs maisons prenaient de la valeur, et ils éprouvaient moins le besoin d'épargner.

La mondialisation des marchés financiers a facilité de trois façons le creusement du déficit courant des États-Unis. Premièrement, elle a permis une hausse de l'offre d'épargne internationale pouvant servir à financer le déficit. Deuxièmement, elle a introduit une plus forte diversification géographique dans les portefeuilles de placement. Jusque-là, la plupart des épargnants investissaient surtout chez eux, et leur portefeuille reflétait cette préférence nationale. Grâce au mouvement de mondialisation, il est devenu plus facile et moins coûteux d'acquérir des titres étrangers — toujours attrayants pour ceux qui souhaitent diversifier leur portefeuille — au moment même où le « miracle » de la productivité américaine, à la fin des années 1990

(et plus récemment), ravivait l'intérêt des investisseurs à l'égard des États-Unis. Troisièmement, comme le dollar américain est la monnaie internationale dominante, les banques centrales des pays qui ont accumulé de généreux excédents au titre de leur balance courante ont placé une proportion considérable de leurs réserves internationales grandissantes en valeurs du Trésor américain liquides.

Voilà l'essentiel du point de vue des optimistes. Pour autant que les déséquilibres mondiaux traduisent les progrès de la mondialisation des marchés financiers, un désir accru d'épargner ailleurs qu'aux États-Unis et les perspectives plus favorables dont jouit l'économie américaine par rapport aux autres pays industrialisés, les optimistes pensent qu'avec le temps, le jeu des forces du marché corrigera automatiquement ces déséquilibres. Dans ce contexte, le terme « déséquilibre » ne comporte aucune connotation négative.

Le cas des États-Unis est cependant unique, à cause de ce que d'aucuns nomment le « privilège exorbitant » que lui vaut sa position centrale dans le système économique mondial. Le dollar américain est le moyen de règlement dominant pour les transactions internationales, la principale monnaie de réserve officielle, l'unité de compte sur les marchés mondiaux et le point d'ancrage nominal de nombreuses économies. Les États-Unis possèdent donc l'avantage du seigneurage international, que certains jugent suffisant pour rendre viables les déficits de la balance courante américaine ou, à tout le moins, pour justifier le renvoi de l'inévitable ajustement à un avenir éloigné.

De surcroît, presque tous les engagements des États-Unis envers le reste du monde (obligations, actions et même biens immobiliers) sont libellés en dollars É.-U., tandis que les créances détenues sur l'étranger par des résidents américains sont libellées en monnaies étrangères. Par conséquent, quand le billet vert recule par rapport à d'autres monnaies, la position nette du pays s'améliore doublement. D'abord, à moyen terme, la baisse du dollar favorise une hausse des exportations et un repli des importations. Ensuite, les créances américaines sur l'étranger s'apprécient (désormais, elles valent plus en dollars É.-U.), alors que la valeur des engagements envers le reste du monde demeure constante (puisque les prix de ceux-ci sont établis en dollars É.-U.).

Pour la plupart des pays, un déficit de la balance courante entraîne une détérioration de la position nette en avoirs étrangers. Quand un pays est en position

créditrice nette, le total de ses avoirs étrangers est supérieur à l'ensemble de ses engagements à l'endroit de non-résidents. S'il affiche un déficit courant au cours d'une année donnée, sa position nette en avoirs étrangers se détériore, mais il peut néanmoins demeurer un créancier net. Dans le cas d'un pays débiteur net, par contre, le total des engagements excède l'ensemble des avoirs. Par conséquent, si ce pays accuse un déficit courant, ses engagements nets à l'égard d'étrangers s'accroissent, et il s'enfonce de plus en plus dans le rouge. En ce qui a trait aux États-Unis, Gourinchas et Rey (2005a) ont démontré qu'en moyenne, les effets de réévaluation liés aux fluctuations du dollar américain ont été à l'origine d'environ 30 % des variations de la position nette en avoirs étrangers de ce pays. Cela étant, on comprend mieux comment le ratio des avoirs étrangers nets au PIB américain a pu s'améliorer entre 2001 et 2004 même si le déficit courant s'est établi en moyenne à près de 5 % du PIB durant cette période.

Qui plus est, dans l'après-guerre, les États-Unis ont eu tendance à emprunter à court terme, mais à prêter à long terme, et les épargnants américains ont généralement préféré détenir des actions, qui rapportent davantage, que des obligations. Il s'ensuit que le rendement des investissements américains à l'étranger a été supérieur à celui des investissements étrangers aux États-Unis. L'écart entre les deux s'est établi à 3,3 points de pourcentage en moyenne depuis 1973 (Gourinchas et Rey, 2005b).

La thèse de l'incapacité des pouvoirs publics à s'attaquer au problème

Les pessimistes s'appuient sur cinq arguments, que l'on peut résumer ainsi, au risque de verser dans la caricature. En premier lieu, les déséquilibres, plus précisément le déficit des États-Unis et les excédents de la Chine et du Japon, résultent soit de mauvaises décisions de la part des pouvoirs publics (aux États-Unis), soit d'un manque d'initiative dans la réforme du système économique (en Chine et au Japon). Ainsi, les déficits budgétaires américains aggravent la situation, car ils réduisent l'épargne nationale. En maintenant pendant longtemps les taux d'intérêt à de bas niveaux, la politique monétaire des États-Unis a favorisé un boom immobilier qui a fait grimper le prix des maisons. Les ménages qui épargnent moins à cause de la plus-value de leur maison se leurrent parce que l'évolution du prix des habitations suit généralement celle du revenu en longue période et qu'une flambée peut s'inverser

rapidement. Par ailleurs, les États-Unis drainent la majeure partie de l'épargne mobile à l'échelle internationale, mais ce capital ne fait que soutenir la consommation publique et privée au lieu d'être canalisé vers des investissements productifs.

Les tensions créées par l'énorme déficit commercial des États-Unis et les excédents qui y font écho dans le reste du monde, notamment en Asie, suscitent des appels au protectionnisme afin de préserver les producteurs américains et européens de la concurrence que leur livrent leurs homologues asiatiques.

Le second argument des pessimistes est que les marchés financiers ont perdu leurs repères. Les investisseurs et les analystes financiers ont la vue trop courte pour saisir le caractère insoutenable des déséquilibres. Leur optimisme inexplicable découle d'une perception erronée des risques, que les investisseurs n'évaluent pas correctement. Devant l'envolée puis l'effondrement qu'ont connus les places boursières dans les pays industrialisés au tournant des années 2000, on ne saurait balayer du revers de la main cette appréciation peu charitable des marchés financiers.

En troisième lieu, les tensions créées par l'énorme déficit commercial des États-Unis et les excédents qui y font écho dans le reste du monde, notamment en Chine et ailleurs en Asie, suscitent des appels au protectionnisme afin de préserver les producteurs américains et européens de la concurrence que leur livrent leurs homologues asiatiques. Beaucoup craignent de voir s'interrompre les gains réguliers qu'a permis la libéralisation du commerce international depuis la Deuxième Guerre mondiale. Pareil scénario ne ferait qu'aggraver l'impasse à laquelle ont mené les plus récentes négociations commerciales multilatérales, connues sous le nom de cycle de Doha.

En quatrième lieu, si les marchés se trompent et que les frictions commerciales s'accroissent, le risque que la correction des déséquilibres s'opère de manière abrupte et désordonnée s'en trouvera accru. Le danger le plus souvent évoqué est celui que les investisseurs

internationaux se montrent de plus en plus réticents à financer le déficit américain aux conditions actuelles. Ils acquerraient alors moins d'avoirs libellés en dollars É.-U. ou liquideraient une partie de leur portefeuille constitué de ces avoirs. Il en résulterait une montée des taux d'intérêt américains qui freinerait la demande intérieure aux États-Unis, ainsi qu'une dépréciation du billet vert qui nuirait aux exportations vers ce pays, surtout celles en provenance du Japon et de l'Europe. La majoration des taux d'intérêt américains pourrait aussi réduire l'attrait des investissements dans les économies émergentes et occasionner de ce fait des problèmes à l'échelle du globe. Au final, la croissance économique mondiale serait considérablement affaiblie.

Enfin, le fait que les décideurs publics des principaux pays n'interviennent pas pour réduire ces tensions apporte encore de l'eau au moulin des pessimistes. Ceux-ci estiment que cette apathie persistera, d'où leur sombre conclusion que seule une crise — très vraisemblablement sous la forme d'une correction soudaine des marchés — mettra fin aux déséquilibres croissants, avec pour conséquence inévitable une période de morosité économique, sinon de récession.

La thèse intermédiaire

Les optimistes prudents — le troisième groupe — espèrent toujours que l'on permettra aux forces du marché de faire le gros de la besogne et que les déséquilibres commenceront à se résorber de manière ordonnée, le billet vert se repliant progressivement et la demande intérieure se tassant petit à petit aux États-Unis pour se raffermir en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole. Ils craignent néanmoins que les gouvernements fassent obstacle à cette évolution en conservant des politiques qui entravent les forces du marché. Voilà en gros le point de vue des organisations internationales qui exhortent les gouvernements à agir et à ne pas s'en remettre au seul marché pour résoudre le problème.

Ces organisations soutiennent que ces importants déséquilibres ne sont absolument pas viables, tout en reconnaissant qu'ils ont duré plus longtemps qu'elles ne l'avaient prévu. Rodrigo de Rato, le directeur général du FMI, a remarqué récemment que « bon nombre des particularités du paysage économique qui semblent permanentes finissent par disparaître » (De Rato, 2006) [traduction]. Comme exemples, il a cité la vigoureuse expansion des marchés émergents au milieu des années 1990 et la bulle technologique aux États-Unis. L'OCDE est d'avis que l'obligation

dans laquelle se trouve ce pays d'emprunter à l'étranger s'explique essentiellement par une pénurie d'épargne intérieure, et non par la forte demande d'investissement d'une économie en essor. La source première de cette pénurie qui va s'aggravant se trouve dans le secteur des ménages, dont le taux d'épargne est en baisse depuis le début des années 1980.

Depuis bon nombre d'années, les discussions se déroulant dans le cadre de forums internationaux entre les chefs d'État, les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales ont permis de dégager diverses mesures à appliquer pour assainir la situation. On a prié les États-Unis de contenir leur déficit budgétaire. On a conseillé au Japon et à la Chine d'accélérer leurs réformes structurelles, et l'on a exhorté les pays de la zone euro à assouplir leurs marchés du travail; dans les deux cas, l'objectif consistait à stimuler la demande intérieure. Enfin, on a encouragé la Chine à hâter la réforme de son système financier et à laisser flotter sa monnaie (c'est-à-dire à la laisser s'apprécier), ce qui aurait pour effet de réduire ses excédents commerciaux croissants; la hausse du coût de ses exportations amènerait la Chine à moins compter sur celles-ci pour assurer sa croissance, et le prix moindre des produits importés doperait la demande intérieure. On a aussi fait comprendre à la Chine que, si elle instaurait un meilleur système de sécurité sociale, ses citoyens n'épargneraient plus autant pour faire face à d'éventuels problèmes de santé et s'assurer une retraite décente.

Ce que l'avenir réserve

Jusqu'à présent, toutefois, les progrès ont été limités. L'une des raisons pour lesquelles les décideurs publics ont répugné à prendre le taureau par les cornes tient à l'absence de consensus quant à la viabilité des déficits extérieurs, particulièrement en ce qui concerne celui des États-Unis. Dans la pratique, un déficit de la balance courante est viable s'il peut persister à long terme sans causer une modification sensible des variables macroéconomiques (comme une dépréciation marquée de la monnaie) ou des politiques publiques (p. ex., une réduction des déficits budgétaires ou la mise en place de mesures protectionnistes) visant à rétablir la solvabilité. Un pays solvable doit continuer de donner l'impression qu'il pourra un jour rembourser sa dette extérieure nette (intérêts compris) à même ses futurs excédents commerciaux. Dans les faits, un pays ne peut emprunter indéfiniment pour financer sa dette extérieure. Les pays débiteurs doivent forcément

recommencer à accumuler des excédents commerciaux, et les pays créditeurs, des déficits. La question est de savoir à partir de quel seuil la dette d'un pays devient excessive.

Cette question revêt une acuité particulière dans le cas des États-Unis. En raison de la place prédominante de ce pays dans le système économique mondial, les forces du marché pourraient tarder à provoquer les ajustements nécessaires. Il n'est donc pas inconcevable que la balance courante américaine accuse un déficit pendant un certain temps encore, au risque de faire grimper l'endettement extérieur net à un niveau excessif. Il ne faut cependant pas oublier que l'ajustement est seulement remis à plus tard. Le déficit courant des États-Unis — qui est presque entièrement imputable au déficit du commerce extérieur des biens et des services — devra diminuer tôt ou tard, et plus cette réduction se fera attendre, plus la correction sera importante.

Comment les lourds déficits de la balance courante se résorbent-ils normalement?

En général, les déficits courants des pays industrialisés se renversent quand ils atteignent environ 5 % du PIB (Freund, 2000). Le retour à l'équilibre demande habituellement trois ans, au cours desquels la croissance du pays concerné ralentit et la monnaie de ce dernier se déprécie. Les investissements chutent de façon marquée, alors que l'épargne ne varie presque pas en proportion du PIB. Au début, la progression du volume des importations est freinée, mais, avec le temps, l'amélioration s'appuie plutôt sur une hausse du volume des exportations. Il faut toutefois se méfier des généralisations tirées des études sur le sujet. Selon l'approche retenue, le renversement d'un déficit de la balance courante peut s'amorcer à des seuils différents et nécessiter une dépréciation forte ou seulement modérée de la monnaie. Une majoration des taux d'intérêt attribuable à des mesures de politique monétaire ou à l'inquiétude des investisseurs peut se trouver à l'origine du renversement. L'analyse de la contribution de la politique budgétaire au déficit de la balance courante n'est pas concluante. Il semble néanmoins que la croissance économique doive ralentir, souvent dans la foulée d'un recul de l'investissement.

Il y a suffisamment d'inconnues pour rendre les prédictions hasardeuses. Cependant, on ne risque guère de se tromper en affirmant que le déficit courant

des États-Unis a déjà largement dépassé les seuils établis par le passé et que la correction devra venir en bonne partie d'une augmentation de l'épargne des ménages et des administrations publiques; les déficits budgétaires devront par conséquent diminuer. Puisque le déficit courant est associé à une forte consommation privée et à un niveau élevé des dépenses publiques, tout nouveau repli du dollar É.-U. (il a déjà perdu près de 15 % depuis 2002) pourrait s'avérer substantiel. L'affaiblissement du billet vert aiderait à soutenir la croissance des exportations américaines, tandis que le resserrement de la politique monétaire des États-Unis, qui s'est traduit par une montée des taux d'intérêt à court terme, devrait encourager l'épargne intérieure. Les taux à long terme n'ont toutefois pas suivi le mouvement. Il se pourrait donc que la correction soit plutôt déclenchée par l'hésitation croissante des investisseurs étrangers à accroître leur portefeuille de titres américains. Les mesures prises aux États-Unis ne suffiront pas; les pays ayant un excès d'épargne devront réduire celui-ci, c'est-à-dire que le niveau de leur consommation intérieure devra augmenter.

Comme l'a récemment souligné le directeur général du FMI, Rodrigo de Rato (2006), on ne peut pour autant exclure la possibilité qu'une correction rapide et déstabilisatrice s'amorce par un affaissement brutal de la croissance de la consommation aux États-Unis, laquelle a soutenu l'économie mondiale jusqu'ici. Un tel scénario est envisageable si un ralentissement de la hausse des prix des maisons en vient à se conjuguer à un désir des consommateurs américains d'épargner davantage; cette éventualité inquiète d'ailleurs les prévisionnistes depuis un certain temps. Le danger, selon De Rato, est qu'un tassement soudain de la consommation aux États-Unis élimine l'un des principaux piliers de la demande mondiale avant que d'autres n'aient été mis en place.

Que doivent faire les pays dont la balance courante est excédentaire?

Beaucoup de pays dont la balance courante affiche un excédent ont, au même degré que les États-Unis, été la cible de critiques pour avoir encouragé par leurs politiques l'accumulation de surplus et freiné l'essor de la demande intérieure qui sera nécessaire au soutien de l'économie mondiale si la demande américaine faiblit. L'un des commentaires récurrents est que les pays enregistrant des excédents doivent renforcer leur

propre économie afin de pouvoir mieux contribuer à la croissance mondiale, au lieu de compter sur les États-Unis pour faire tourner l'économie de la planète. On a incité le Japon et l'Europe à mener des réformes structurelles en vue de réduire la rigidité de leurs marchés des biens et du travail. On a reproché à la Chine la gestion trop rigoureuse de son taux de change, face à des excédents qui entraîneraient une vive appréciation de la monnaie si celle-ci était libre de flotter. Bien que, l'an dernier, la Chine ait permis au renminbi de gagner 2,1 % et ait pris d'autres mesures pour promouvoir la souplesse de ses marchés de capitaux, les organisations internationales continuent de recommander un élargissement des réformes structurelles — non seulement en Chine, mais aussi dans d'autres économies émergentes d'Asie — pour favoriser une croissance plus rapide de la demande intérieure et une plus grande flexibilité des taux de change. On a exhorté les pays producteurs de pétrole à réduire leurs excédents en investissant davantage chez eux; dans bien des cas, il existe un besoin pressant de développer et de moderniser l'infrastructure de production, et les occasions d'investir ne manquent donc pas.

Les pays enregistrant des excédents doivent renforcer leur propre économie afin de pouvoir mieux contribuer à la croissance mondiale, au lieu de compter sur les États-Unis pour faire tourner l'économie de la planète.

Les conséquences sur la croissance

La manière dont ces déséquilibres se résorberont a son importance pour la croissance économique mondiale, et pour le Canada. Un allègement du déficit courant des États-Unis suppose un relèvement du taux d'épargne dans ce pays, aux dépens de la consommation, la principale source de demande au sein de l'économie américaine. Et comme celle-ci représente plus du

cinquième de l'économie de la planète, un ralentissement de sa part se répercuterait sur tous les autres pays. Pour que l'économie mondiale conserve un solide rythme de croissance, d'autres pays devront prendre la relève. Une expansion plus soutenue dans les grands pays industrialisés, surtout les pays européens et le Japon, serait utile, mais elle ne suffirait pas. Les pays d'Asie qui accumulent des excédents et les pays producteurs de pétrole devront contribuer davantage à l'activité économique mondiale en augmentant leurs dépenses et en diminuant leur épargne, de façon à réduire leur excédent courant.

Cette évolution sera encouragée par les forces du marché. La transition a de bonnes chances de s'opérer en douceur, mais le risque demeure qu'elle survienne de manière soudaine et désordonnée. Il n'est pas rare que les marchés financiers se réorientent brusquement quand les risques perçus se modifient. En pareil cas — le plus récent étant celui de la crise de change de 1997-1998 en Asie, qui s'est ensuite propagée à la Russie et à l'Argentine —, les conséquences peuvent être néfastes et se faire sentir bien au-delà de leur point d'origine. Il arrive fréquemment que les marchés financiers surréagissent et amplifient une tendance au-delà de ses limites raisonnables, ou soutenables, et souvent aussi que le renversement destiné à corriger cette erreur aille trop loin en sens inverse. Plus les déséquilibres mondiaux actuels persisteront et s'accroîtront, plus grand sera le risque d'un renversement brutal.

Ce risque pourrait être atténué si les pouvoirs publics adoptaient des politiques favorisant une croissance économique intérieure équilibrée. Ceux-ci devraient, entre autres mesures : axer leurs efforts sur le maintien d'un ratio viable de la dette publique au PIB; promouvoir la flexibilité sur les marchés des biens, des services, du travail et des capitaux; mettre en place de solides filets de sécurité sociale qui élimineraient, pour les particuliers, la nécessité d'épargner des sommes considérables pour se prémunir contre la perte d'un emploi, la maladie ou l'indigence à la retraite; et veiller à l'établissement de systèmes financiers susceptibles d'offrir aux entreprises et aux ménages un accès adéquat au crédit. Une autre mesure utile serait l'adoption de régimes de change plus souples, susceptibles d'éloigner la menace protectionniste et d'encourager l'ajustement économique au sein des pays.

Ouvrages et articles cités

- Bernanke, B. (2005). « The Global Saving Glut and the U.S. Current Account », Washington, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (mars).
- De Rato, R. (2006). « Shared Responsibilities: Solving the Problem of Global Imbalances », discours prononcé à l'Université de Californie à Berkeley, Berkeley (Californie), le 3 février. Document accessible à l'adresse www.imf.org/external/np/speeches/2006/020306.htm.
- Eichengreen, B. (2004). « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », document de travail n° 10497, National Bureau of Economic Research.
- Freund, C. (2000). « Current Account Adjustment in Industrialized Countries », coll. « International Finance Discussion Papers », n° 692.
- Gourinchas, P.-O., et H. Rey (2004). « The Intertemporal Approach to the Financial Account », Université de Princeton, photocopie.
- (2005a). « International Financial Adjustment », document de travail n° 11155, National Bureau of Economic Research.
- (2005b). « From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », communication présentée au colloque du National Bureau of Economic Research intitulé « G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment », mai.
- Greenspan, A. (2000). « Remarks on video to the Herbert Stein Memorial Luncheon », National Association for Business Economics, Chicago, 13 septembre. Document accessible à l'adresse www.nabe.com/am2000/grnspnvid.htm.
- (2005). « Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs on the Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress », 16 février. Document accessible à l'adresse www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm
- Roubini, N. (2005). « Global Imbalances : A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations ». Document accessible à l'adresse www.rgemonitor.com/blog/roubini/91200.
- Truman, E. (2005). « Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances », document de travail n° 05-6, Institute for International Economics.