

CEPII

L'économie mondiale 2007



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

L'état de l'économie mondiale

I / Croissance et déséquilibres

*Agnès Bénassy-Quéré, Vladimir Borgy**

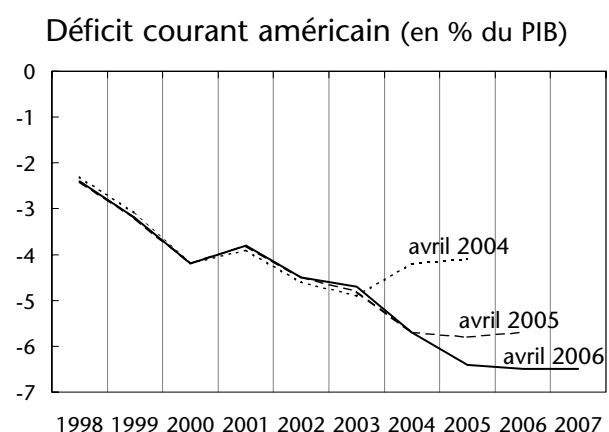
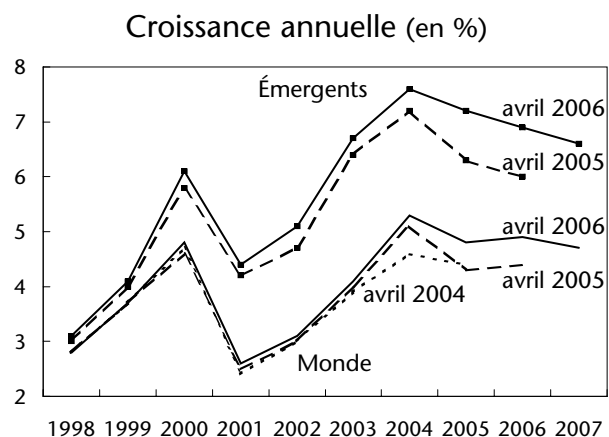
L'appétit de dépense américain et l'attrait du dollar

En 2005, la croissance de l'économie mondiale a, une nouvelle fois, surpris par sa vigueur. Au printemps 2005, le FMI s'attendait à un net ralentissement par rapport au pic de plus de 5 % enregistré en 2004 (graphique 1). En réalité, le ralentissement n'a été que modéré, et la croissance mondiale s'est établie à 4,8 % en 2005. Cette évolution favorable provient en particulier de la bonne tenue de la croissance dans les pays émergents et en développement, qui s'est établie à 7,2 % en 2005. On peut noter en particulier que, depuis 2003, la croissance de l'ensemble de l'Asie émergente et en développement n'a jamais été inférieure à 8 % par an, celle de la Chine étant voisine de 10 %.

Comment expliquer cette bonne surprise sur la croissance ? Une explication simple est l'absence d'ajustement de l'épargne aux États-Unis. Depuis plusieurs années, les experts s'attendent à un ajustement, ou au moins à une stabilisation du solde extérieur courant américain (graphique 2). Cet ajustement est régulièrement différé, et le solde a atteint un nouveau record en 2005, avec un déficit de 805 milliards de dollars, soit 6,4 % du PIB américain et 1,8 % du PIB mondial (l'équivalent de toute la production indienne). Par rapport à 2004, le solde courant américain s'est dégradé de 0,7 point de PIB US et le solde commercial (biens et services) de 0,5 point de PIB. Ceci représente plus de 100 mil-

* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII et professeur à l'université Paris-X ; Vladimir Borgy est économiste au CEPII.

Graphiques 1 et 2. Croissance mondiale et déficit américain dans les projections du FMI

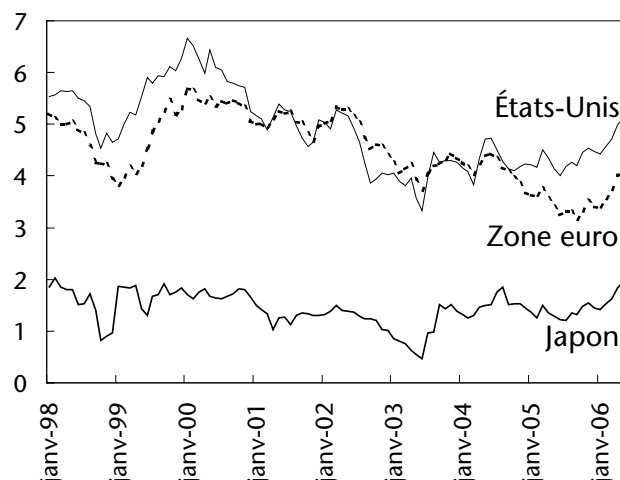


Source : FMI, *World Economic Outlook*, avril 2004, 2005 et 2006.

liards de dollars US. La Chine, par exemple, avec 11 % de part de marché, a bénéficié par ce seul phénomène d'un supplément de croissance de l'ordre de 0,5 point de pourcentage.

On peut alors se demander pourquoi l'ajustement américain est sans cesse différé. La première raison est la faible augmentation des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis : entre le début de l'année 2004 et la fin de l'année 2005, le taux des *Fed Funds* a augmenté de plus de 3 points de pourcentage, mais les taux à dix ans n'ont augmenté que de 0,3 point (graphique 3). Ainsi, le resserrement de la politique monétaire n'a pas eu les effets escomptés sur l'épargne des ménages qui est demeurée légèrement négative. Parallèlement, le dollar s'est apprécié en 2005, au lieu de se déprécier comme l'aurait exigé une réduction du déficit extérieur. Tout se passe donc comme si les investisseurs internationaux n'étaient toujours pas rassasiés d'actifs en dollars : ils ont accepté sans problème d'accroître leurs avoirs

Graphique 3. Taux longs (emprunts publics à dix ans)
(en %)

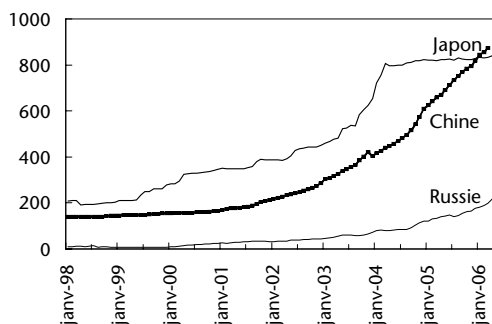


Source : Datastream.

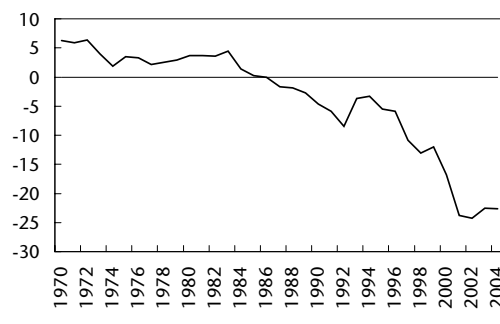
en dollars pour 1,8 % du PIB mondial. Il faut noter cependant que c'est essentiellement un effet de structure qui a permis cette demande supplémentaire d'actifs américains : les pays dont la position extérieure nette a beaucoup augmenté sont des pays pour lesquels le biais en faveur des actifs US est fort : Chine, pays producteurs de pétrole en particulier.

À elle seule, la Banque populaire de Chine a accumulé 209 milliards de dollars de réserves en 2005, un montant quasiment identique à celui observé en 2004. En supposant que 75 % de ces achats aient été en dollars, la BPC a acheté pour 157 milliards de dollars, soit près de 20 % du déficit courant américain. Ainsi, la modification du régime de change chinois intervenue en juillet 2005 ne s'est pas concrétisée par un réel changement dans le comportement d'intervention de la BPC (graphique 4).

Toutefois, l'arrêt des interventions japonaises a considérablement réduit le poids des banques centrales dans le financement du déficit américain, lequel a donc davantage reposé sur des entrées de capitaux privés en excès par rapport aux investissements américains à l'étranger. Or l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et, par exemple, la zone euro (1 point de pourcentage sur les taux à dix ans en mai 2006, un peu plus de 2 points sur les taux à trois mois) ne couvre pas le risque de dépréciation du dollar tel qu'il émane des évaluations de taux de change d'équilibre (voir, par exemple, Blanchard *et al.*, 2005). C'est donc que le dollar continue à disposer d'un attrait particulier lié à sa position centrale sur le marché des changes

Graphique 4. Réserves en devises
(en milliards de dollars)

Source : FMI (IFS).

Graphique 5. Position extérieure
nette des États-Unis (en % du PIB)

Source : Datastream.

(90 % des transactions de change font intervenir le dollar), ou bien que les marchés pensent que la situation actuelle peut encore durer. À l'appui de cette dernière thèse, la stabilisation de la position extérieure nette américaine depuis 2002 malgré l'accumulation des déficits (graphique 5), qui a pu rassurer les investisseurs quant à l'urgence d'un ajustement. Cette stabilisation est liée au « privilège exorbitant » des États-Unis qui s'endettent dans leur propre monnaie : la dépréciation du dollar observée depuis 2002 a revalorisé les actifs détenus par les résidents américains en devises étrangères sans revaloriser leur dette qui est en dollars. La situation des États-Unis est donc diamétralement opposée à celle des pays émergents dont la dette extérieure – en monnaie étrangère – est revalorisée lorsque la monnaie nationale se déprécie, précipitant la crise.

Le resserrement monétaire

Après une période caractérisée par des politiques monétaires particulièrement accommodantes dans la plupart des pays industrialisés et des pays émergents (favorisant le redémarrage de l'économie mondiale après le ralentissement de 2001), l'orientation des politiques menées par les banques centrales est devenue plus restrictive. La Réserve fédérale américaine a augmenté son taux directeur à neuf reprises entre juin 2005 et juillet 2006. Le taux court américain, qui se situait à 3 % en juin 2005 (et 1 % en mai 2004), s'établit au début de l'été 2006 à 5,25 %. La BCE a pour sa part augmenté son taux directeur de 75 points de base entre juin 2005 et juin 2006, celui-ci attei-

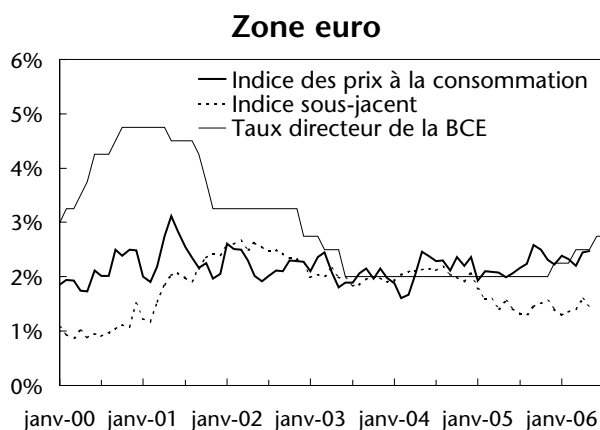
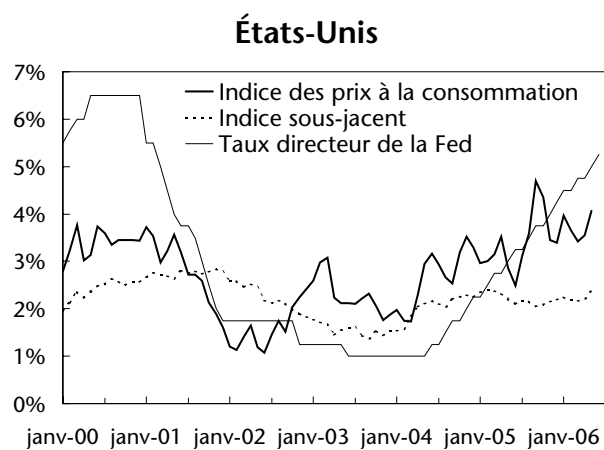
gnant 2,75 % en juin 2006. La Banque du Japon, enfin, a amorcé son cycle de remontée de son taux directeur en portant ce dernier à 25 points de base le 14 juillet 2006, mettant ainsi un terme à la politique de taux zéro mise en œuvre en 1999.

Même si le dynamisme de la croissance (avec une résorption partielle des *output gaps* notamment aux États-Unis et au Japon) et l'impact de la hausse des prix des produits pétroliers sur les prix à la consommation justifient cette orientation des politiques monétaires dans un certain nombre de pays, celle-ci trouve également son origine dans la volonté des autorités monétaires de ramener les taux d'intérêt vers des niveaux jugés plus neutres, c'est-à-dire rapprochant le taux d'intérêt réel du taux de croissance tendanciel. Le prix du pétrole a augmenté de façon quasi continue depuis 2002 ; le prix du Brent s'établissait à 53 dollars le baril en 2005 en moyenne contre 38 dollars le baril l'année précédente. La progression s'est poursuivie début 2006 et le baril atteignait 68,60 dollars en juin 2006. L'évolution des prix à la consommation a ainsi été fortement conditionnée par la dynamique des prix énergétiques. Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation a progressé de 3,4 % en 2005 contre 2,7 % l'année précédente (graphique 6). L'IPC a fortement accéléré dans le courant de l'été 2005 pour atteindre un glissement annuel de 4,7 % en septembre (au moment où le prix du baril enregistrait une hausse de près de 15 dollars en l'espace de trois mois). Au cours du premier semestre 2006, l'évolution annuelle des prix à la consommation a oscillé entre 3,5 % et 4 % aux États-Unis. Cette dynamique soutenue des prix à la consommation est le fait de l'évolution des prix de l'énergie, comme l'atteste l'évolution très différente de l'indice des prix sous-jacent (hors produits frais et énergie). Le glissement annuel de cet indice n'a jamais dépassé 2,5 % depuis le printemps 2004 aux États-Unis.

Dans la zone euro, l'impact de la hausse des prix du pétrole sur l'évolution des prix a été limité par l'appréciation de la monnaie européenne et par la faiblesse de la croissance des dernières années. L'indice des prix à la consommation a ainsi progressé à un rythme de 2,2 % en 2005, contre 2,1 % l'année précédente (graphique 7). L'indice hors produits frais et énergie a pour sa part *décéléré* au cours de l'année 2005 (progressant de seulement 1,5 %, contre 2,1 % en 2004), même si le début de l'année 2006 a marqué une légère ré-accélération de cet indice.

Au total, les évolutions modérées des indices sous-jacents suggèrent que les effets « de second tour » ne sont pas apparus.

Graphiques 6 et 7. Prix à la consommation et taux d'intérêt (glissement annuel)



Aux États-Unis, ce constat est renforcé par l'évolution récente des coûts salariaux unitaires : ceux-ci ont fortement ralenti fin 2005 en lien avec le ralentissement des rémunérations. Aucune spirale prix-salaires ne semble donc s'être mise en place du fait de l'accélération des prix à la consommation. C'est peut-être la raison pour laquelle le resserrement monétaire opéré par la plupart des banques centrales semble avoir eu des effets relativement limités sur les taux longs (graphique 3). En effet, les taux longs sont avant tout le reflet des anticipations des marchés sur les taux courts futurs : si les marchés n'anticipent pas de dérapage inflationniste, ils n'ont pas de raison d'anticiper de hausse très forte des taux directeurs. Une seconde raison est la persistance de beaucoup de liquidité et d'épargne dans le monde : les taux d'intérêt à long terme n'ont pas besoin d'augmenter pour que les actifs trouvent acquéreurs. Cette liquidité est liée à un

basculement des économies émergentes qui, en quelques années, sont passées de débitrices nettes à créditrices nettes, et à l'accumulation de réserves officielles déjà mentionnée. Les taux longs nominaux ont finalement amorcé une hausse à partir de l'automne 2005. Les taux à dix ans ont ainsi augmenté de 90 points de base aux États-Unis entre juillet 2005 et juin 2006. Au cours de la même période, les taux européens ont progressé de 80 points de base. Les taux longs japonais ont également augmenté passant de 1,2 % en juin 2005 à 1,9 % un an plus tard.

Le resserrement monétaire et le début de remontée des taux longs ont influencé la dynamique des prix de l'immobilier. Ceux-ci ont progressé de manière soutenue dans la plupart des pays à partir de la fin des années 1990. Des corrections à la baisse ont été observées dans certains pays (Royaume-Uni, Australie) tandis qu'un ralentissement des prix semble apparaître dans d'autres (États-Unis). Au-delà des spécificités nationales des marchés de l'immobilier, cette évolution non synchrone des prix au niveau mondial semble s'expliquer notamment par les différents types d'endettement des ménages. Ainsi, dans les pays où les ménages sont endettés à taux variables sur le marché hypothécaire, les charges de remboursement sont directement modifiées par l'évolution des taux d'intérêt courts. Ceci explique par exemple que les prix aient fortement ralenti au Royaume-Uni et en Australie à partir du moment où les banques centrales ont opéré un resserrement monétaire en 2004. Aux États-Unis, les prix de l'immobilier ont progressé de manière soutenue à partir de 1997 mais l'accélération s'est renforcée en 2003, la progression de l'indice publié par l'OFHEO passant d'un rythme de progression de 6,9 % en 2003 à 13,3 % en 2005, en nominal. Néanmoins, le glissement annuel des prix de l'immobilier semble se stabiliser et des signes de ralentissement commencent à apparaître.

Aux États-Unis, la mise en œuvre de la politique monétaire restrictive initiée par Alan Greenspan a été poursuivie par Ben Bernanke, son successeur à la tête de la Fed depuis janvier 2006. Ce dernier a rencontré quelques difficultés s'agissant de la communication autour de son action, là où son prédécesseur excellait. Ainsi, au printemps 2006, le nouveau président de la Fed a commis quelques erreurs de communication provoquant la confusion et la nervosité sur les marchés financiers. Néanmoins, le communiqué accompagnant la hausse de 25 points de base du taux directeur de la Fed le 29 juin 2006 a satisfait les opérateurs et stabilisé les anticipations d'inflation.

La remontée des taux longs, si elle se poursuit, et la dynamique des prix immobiliers qui lui est associée, devraient avoir un effet sur l'épargne. Ainsi, aux États-Unis, le comportement d'épargne des ménages pourrait s'inverser par rapport à la tendance baissière des dernières années. De plus, l'investissement résidentiel pourrait décélérer sous l'effet de conditions de financement moins favorables. Au total, le besoin de financement des ménages américains devrait se réduire, induisant un début de résorption du déficit du compte courant. Les politiques monétaires restrictives seraient donc de nature à corriger partiellement les déséquilibres qui caractérisent la situation macroéconomique mondiale actuelle. Néanmoins, ce scénario d'ajustement outre-Atlantique pourrait avoir des effets néfastes sur la croissance mondiale, en particulier si un ralentissement brutal de la demande intérieure américaine s'opérait, privant l'économie mondiale d'un de ses principaux moteurs.

Bibliographie

- BLANCHARD O., GIAVAZZI F. et FILIPA G. [2005], « The US current account and the dollar », *MIT Department of Economics Working Paper*, n° 05-02, janvier.
- BRI [2006], *76^e Rapport annuel*.
- GOURINCHAS P. et REY H. [2005], « From world banker to world venture capitalist : US external adjustment and the exorbitant privilege », *CEPR Discussion Paper*, n° 5220, Londres.
- LANE P. R. et MILES-FERRETTI G. M. [2006], « The external wealth of nations Mark II : revised and extended estimates of foreign assets and liabilities », *IMF Working Paper*, Washington, à paraître.
- OCDE [2006], *Perspectives économiques*, n° 79, mai.