

Les déséquilibres des paiements courants : quelques-uns des principaux enjeux touchant les grands pays industrialisés

Jocelyn Jacob, département des Relations internationales

- Ces dernières années, l'apparition d'importants déséquilibres de la balance courante dans les principales économies de la planète, particulièrement aux États-Unis, a ravivé les débats théoriques et les discussions publiques sur la viabilité de ces déséquilibres.
- Les déséquilibres (déficits ou excédents) de la balance courante ne constituent, en eux-mêmes, ni une bonne ni une mauvaise chose. Ils résultent simplement du jeu de certains facteurs structurels et cycliques relatifs d'un pays et de ses partenaires commerciaux.
- Durant la seconde moitié des années 1990, l'accroissement de la productivité a été nettement plus rapide aux États-Unis que dans les autres grandes économies, et ce facteur a joué un rôle important dans l'évolution du compte courant des économies dominantes. Plus récemment, toutefois, c'est l'assouplissement de l'orientation budgétaire aux États-Unis qui a constitué le facteur décisif dans le creusement du déficit de la balance courante de ce pays.
- L'expérience des dernières décennies nous enseigne que des déficits de l'ordre de ceux que l'on observe à l'heure actuelle ne durent habituellement pas longtemps et peuvent parfois se résorber tandis que se produisent des fluctuations assez brusques des taux de change. Il reste que l'épisode actuel revêt un caractère exceptionnel à plusieurs égards. Par exemple, il tient en partie à la tenue relativement favorable de la productivité dans l'économie américaine, qui, si elle se maintient, pourrait réduire la probabilité d'un ajustement brusque. Par ailleurs, d'aucuns croient que la capacité des États-Unis de financer son déficit courant s'est accrue avec le temps.
- La dépréciation substantielle (mais ordonnée) du dollar américain en termes effectifs réels depuis le début de 2002 favorisera une certaine réduction des déséquilibres extérieurs parmi les principales économies du monde.

Depuis quelques années, on constate une recrudescence des débats entre spécialistes et des discussions publiques sur l'accentuation des déséquilibres extérieurs des grands pays, en particulier sur le creusement du déficit courant des États-Unis. Dans ce contexte, l'un des objectifs majeurs du présent article est de démontrer que la balance courante est le simple résultat de l'interaction de certaines forces structurelles et cycliques entre partenaires commerciaux. La première section examine les déterminants qui sous-tendent l'évolution de la balance courante des trois principales économies industrielles (les États-Unis, le Japon et la zone euro¹) depuis le milieu des années 1990.

La deuxième section étudie les risques que des déficits courants de grande ampleur et l'augmentation connexe des engagements internationaux peuvent faire peser sur la stabilité macroéconomique et financière. Nous passons en revue plusieurs évaluations des déséquilibres actuels dans les paiements internationaux, effectuées par l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), le Fonds monétaire international (FMI) et des universitaires, et analysons l'expérience passée à l'échelle internationale (notamment les années 1980) en matière de déséquilibres extérieurs semblables à ceux que nous observons actuellement. Cette analyse nous amène à conclure que les déficits de grande ampleur qu'accusent les pays industrialisés ne durent généralement pas longtemps et que leur résorption suppose habituellement une importante dépréciation du taux de change

1. L'appellation « G3 » désigne collectivement les États-Unis, le Japon et la zone euro.

conjuguée à un ralentissement de la croissance de la demande intérieure. Les parallèles qui peuvent être établis avec les tendances récentes des marchés des changes et l'activité économique aux États-Unis confèrent au présent article un intérêt particulier.

L'évolution récente de la balance courante des pays du G3

Un trait dominant de l'évolution de la balance des paiements courants des principales économies depuis le milieu des années 1990 est le triplement du déficit des États-Unis, qui est passé de 1,5 % du PIB en 1997 (soit la moyenne approximative des deux décennies précédentes) à 4,6 % en 2002 (Tableau 1)². Au cours de cette période, le Japon et, à un degré moindre, la zone euro ont conservé des excédents appréciables tandis que d'autres pays, notamment certains pays en développement, vivaient un renversement de situation, passant d'un déficit à un excédent. Les nouvelles économies industrielles d'Asie³ ont elles aussi vu leurs excédents augmenter de façon notable ces dernières années. En conséquence, l'excédent combiné du Japon et de la zone euro, qui compensait largement le déficit américain en 1997, représentait moins de 40 % de ce déficit en 2002. Bien qu'il ne constitue pas l'objet du présent article, ce changement met en lumière l'importance croissante des économies émergentes sur la scène économique mondiale⁴.

Un trait dominant de l'évolution de la balance des paiements courants des principales économies depuis le milieu des années 1990 est le triplement du déficit des États-Unis.

2. L'encadré de la page 15 traite de la disparité entre les sources de données ainsi que des erreurs de mesure qui compliquent l'analyse de la balance courante et du bilan des investissements internationaux. Il importe de garder ces précisions à l'esprit pour comprendre les écarts apparents entre des statistiques de même nature figurant dans les tableaux et graphiques du présent article.

3. Région administrative spéciale de Hong Kong, Corée du Sud, Singapour et Province chinoise de Taiwan.

4. Le Canada figure parmi les principales nations commerçantes, mais sa balance courante est relativement modeste (soit un excédent moyen d'environ 16 milliards de dollars américains depuis 2000). Il n'a donc pas joué un rôle significatif dans les déséquilibres extérieurs à l'échelle mondiale.

Tableau 1

Évolution des balances courantes à l'échelle mondiale

En milliards de dollars É.-U.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Variation entre 1997 et 2002
États-Unis ^a	-128,4 (-1,5)	-203,8 (-2,3)	-292,9 (-3,2)	-410,3 (-4,2)	-393,7 (-3,9)	-480,9 (-4,6)	-352,5 -3,1 ^b
Zone euro ^{a,c}	98,2 (1,5)	62,5 (0,9)	29,0 (0,4)	-28,7 (-0,5)	11,8 (0,2)	61,2 (0,9)	-37,0 -0,6 ^b
Japon ^a	96,6 (2,2)	119,1 (3,0)	114,5 (2,6)	119,6 (2,5)	87,8 (2,1)	112,7 (2,8)	+16,1 +0,6 ^b
Canada ^a	-8,2 (-1,3)	-7,7 (-1,2)	1,7 (0,3)	20,7 (2,9)	17,3 (2,4)	14,9 (2,0)	+23,1 +3,3 ^b
Nouvelles économies industrielles d'Asie	8,5	66,8	60,1	43,5	54,6	68,0	+59,5
Autres économies avancées	22,0	3,7	-7,2	20,7	31,3	37,5	+15,5
Pays en développement	-55,6	-82,6	-9,6	67,8	25,9	74,0	+129,6
Pays en transition	-25,3	-29,5	-2,4	25,1	12,8	9,9	+35,2
Total ^d	7,8	-71,6	-106,8	-141,6	-152,2	-102,8	-110,6

a. Les données entre parenthèses indiquent le solde de la balance courante en pourcentage du PIB nominal. On trouvera des précisions sur la classification des pays par grands groupes (par ex., économies avancées, pays en développement ou pays en transition) dans l'appendice statistique de la publication du FMI intitulée *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Variation exprimée en points de pourcentage

c. Somme des balances courantes individuelles des pays de la zone euro

d. Le total tient compte des erreurs, omissions et asymétries des statistiques de la balance courante; il exclut les transactions des organisations internationales et de certains pays.

Source : FMI

Pour mieux appréhender l'évolution des balances courantes, il convient d'examiner les déterminants sous-jacents. Dans cette optique, les balances courantes peuvent être analysées selon deux perspectives différentes qui sont toutefois concordantes et se renforcent mutuellement, à savoir : 1) une perspective nationale fondée sur l'épargne et l'investissement et 2) une perspective internationale reposant sur les flux commerciaux de biens et de services⁵.

La perspective épargne - investissement

Nous pouvons démontrer, à partir des identités des comptes nationaux, que la balance courante correspond à l'écart entre l'épargne intérieure et l'investissement

5. Les balances courantes traduisent fondamentalement la situation intérieure en matière d'épargne et d'investissement. Toutefois, les forces à l'œuvre sur la scène internationale ont une incidence sur les conditions d'un pays, notamment par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt et les taux de change.

Les discordances et autres problèmes statistiques dans les données sur la balance des paiements courants à l'échelle mondiale

Comme l'a souligné le FMI (2002c), diverses erreurs de mesure compliquent l'analyse des déséquilibres de la balance courante et, plus généralement, de la balance des paiements. En comparant les Tableaux 1, 2 et 4, on constatera qu'il peut y avoir des écarts importants non seulement entre les soldes du compte des transactions courantes et du compte de capital et d'opérations financières (données de la balance des paiements), mais aussi entre les mesures de l'épargne intérieure par rapport à l'investissement (données des comptes nationaux). Pourtant, en théorie, toutes ces mesures devraient engendrer les mêmes résultats

À l'échelle mondiale, la somme de ces problèmes statistiques crée des écarts substantiels. La balance courante mondiale devrait en principe être équilibrée, mais, selon les estimations du FMI, elle

affichait un déficit de 103 milliards de dollars américains en 2002. Ce constat porte à croire que les déficits courants déclarés par certains pays pourraient être surévalués, et les excédents courants d'autres pays, sous-évalués. Il soulève aussi la question de savoir dans quelle mesure les déséquilibres observés sont le simple fait d'erreurs de mesure.

La détermination du bilan des investissements internationaux fait aussi problème. À cet égard, Warnock et Cleaver (2002) font valoir que la position débitrice des États-Unis, en rapide détérioration depuis quelques années, a été surévaluée; selon eux, les portefeuilles de titres étrangers des Américains sont sous-évalués, tandis que les avoirs en titres américains des étrangers sont surévalués.

intérieure⁶. En effet, grâce à l'intégration financière et à la mobilité des capitaux à l'échelle internationale, il est possible de « financer » un déficit d'épargne par rapport à l'investissement au sein d'une économie donnée en recourant à l'épargne excédentaire des

économies étrangères; cela contribue à une répartition mondiale efficace des ressources⁷.

Comme l'indique le Tableau 2, l'investissement a constamment dépassé l'épargne intérieure durant la période 1997-2002 aux États-Unis, faisant de ce pays un emprunteur net de capitaux étrangers. À l'inverse, les économies de la zone euro et du Japon sont d'importants prêteurs nets vis-à-vis du reste du monde. Si l'investissement en pourcentage du PIB est plus important dans la zone euro et au Japon qu'aux États-Unis, le ratio Épargne/PIB est, lui aussi, nettement plus élevé.

En partie par le jeu des anticipations prospectives, l'évolution de la productivité dans le monde a eu de nombreuses répercussions économiques et financières aux États-Unis et dans le reste du monde, notamment au chapitre de l'investissement et de l'épargne. On

6. Considérons les concepts suivants : $RNBD = PNB + TCN$
 $PNB = PIB + RN$
 $PIB = C + I + G + X - M$

où PNB désigne le produit national brut
 PIB désigne le produit intérieur brut
 $RNBD$ désigne le revenu national brut disponible
 C désigne les dépenses de consommation
 I désigne les investissements des entreprises et la construction résidentielle
 G désigne les acquisitions de biens et de services des administrations publiques
 X désigne les exportations de biens et de services
 M désigne les importations de biens et de services
 RN désigne les revenus nets tirés de l'étranger
 TCN désigne les transferts courants nets
 T désigne les recettes fiscales des administrations publiques

Le solde de la balance courante (SBC) correspond à
 $SBC = X - M + RN + TCN$
 $= (RNBD - T - C) + (T - G) - I$
 $= \text{épargne privée} + \text{épargne publique} - \text{investissement.}$

7. Les fluctuations des taux d'intérêt réels « mondiaux » contribuent à l'égalisation de l'épargne et de l'investissement au niveau mondial. Par exemple, lorsque l'investissement est supérieur (inférieur) à l'épargne, des pressions à la hausse (à la baisse) s'exercent sur les taux d'intérêt réels, ce qui engendre une progression (un recul) de l'épargne et un repli (une augmentation) de l'investissement.

Tableau 2

Évolution des soldes épargne - investissement des pays du G3

En pourcentage du PIB nominal

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Variation entre 1997 et 2002 (en points de pourcentage)
États-Unis							
Solde épargne - investissement	-1,8	-1,9	-2,6	-2,7	-2,6	-3,6	-1,8
Épargne brute							
Total	18,1	18,8	18,4	18,4	16,5	15,0	-3,1
Secteur public	1,9	3,1	3,8	4,4	2,6	-0,2	-2,1
Secteur privé	16,2	15,7	14,6	14,0	13,9	15,2	-1,0
Investissement brut							
Total	19,9	20,7	20,9	21,1	19,1	18,6	-1,3
Secteur public	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	+0,2
Secteur privé	16,7	17,5	17,6	17,9	15,7	15,3	-1,4
Japon							
Solde épargne - investissement	2,2	2,9	2,5	2,5	2,1	2,8	+0,6
Épargne brute							
Total	30,8	29,7	28,4	28,7	27,7	26,5	-4,3
Secteur public	5,1	3,8	2,4	1,8	3,5	1,0	-4,1
Secteur privé	25,7	25,9	26,0	26,9	24,1	25,5	-0,2
Investissement brut							
Total	28,6	26,8	25,9	26,2	25,6	23,7	-4,9
Secteur public	7,6	7,4	7,8	6,9	6,6	6,3	-1,3
Secteur privé	21,0	19,3	18,1	19,3	19,0	17,4	-3,6
Zone euro							
Solde épargne - investissement	0,9	0,1	-0,1	-0,9	-0,4	0,6	-0,3
Épargne brute							
Total	21,3	21,2	21,2	21,1	20,6	20,7	-0,6
Secteur public	0,1	0,8	1,9	2,3	1,7	1,8	+1,7
Secteur privé	21,2	20,3	19,3	18,8	18,9	18,8	-2,4
Investissement brut							
Total	20,3	21,0	21,3	22,0	21,0	20,0	-0,3
Secteur public	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,8	+0,1
Secteur privé	17,7	18,3	18,5	19,2	18,1	17,2	-0,5

Source : FMI

observe en particulier une nette augmentation de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis en comparaison des deux décennies précédentes (Tableau 3). À l'inverse, la croissance de la productivité du travail s'est maintenue en baisse tant au Japon que dans la zone euro. C'est ainsi que la productivité américaine, auparavant largement inférieure à celles du Japon et de la zone euro, les dépasse désormais de façon marquée (phénomène qu'on appelle le « miracle de la productivité américaine »).

Entre 1997 et 2000, les besoins de financement extérieur des États-Unis ont sensiblement augmenté en raison, surtout, d'une forte progression de la part des investissements dans le PIB. L'expansion nettement plus prononcée de l'investissement aux États-Unis, en com-

Tableau 3

Productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de croissance annuel moyen*

	1976-1986	1987-1995	1996-2002
États-Unis	1,0	1,1	2,2
Japon	2,8	2,2	1,3
Zone euro	2,1	2,1	0,9
Canada	0,9	1,2	1,7

* Sur la base de la production réelle par employé dans le secteur des entreprises
Source : OCDE

paraison avec les autres économies industrialisées, découlait dans une large mesure d'un accroissement substantiel et soutenu de la productivité depuis le milieu des années 1990, lequel rehaussait les perspectives de croissance potentielle à long terme au sein de l'économie américaine. L'ajustement du stock de capital à la hausse tendancielle apparente du taux d'expansion de la production (passage à un ratio Capital/Travail plus élevé), conjugué à une dépréciation plus rapide du stock de capital (changement de composition en faveur d'actifs à cycle de vie court tels que le matériel informatique) a engendré une progression appréciable de l'investissement des entreprises aux États-Unis. De plus, la forte appréciation des valeurs boursières américaines (jusqu'en 2000), reflète en partie de l'amélioration des perspectives de croissance à long terme de la production potentielle aux États-Unis, s'est traduite par une nette réduction des coûts de financement par voie d'émission d'actions, stimulant ainsi encore davantage les investissements des entreprises⁸.

En partie par le jeu des anticipations prospectives, l'évolution de la productivité dans le monde a eu de nombreuses répercussions économiques et financières aux États-Unis et dans le reste du monde, notamment au chapitre de l'investissement et de l'épargne.

8. D'après une étude empirique de l'OCDE (2001), d'autres facteurs, comme l'accélération de la croissance de la production (« effet d'accélération » traditionnel) et la baisse continue des prix relatifs des biens d'équipement, expliquent aussi en partie l'essor des investissements des entreprises américaines durant la seconde moitié des années 1990.

Durant la seconde moitié des années 1990, l'assainissement budgétaire aux États-Unis, par un essor du PIB réel, s'est soldé par une vive progression de l'épargne publique. Toutefois, ce mouvement s'est accompagné d'un recul de l'épargne privée (ménages et entreprises) qui, apparemment, résultait en partie de deux facteurs : l'accroissement considérable de la richesse nette (surtout attribuable à la montée des cours boursiers et de la valeur des maisons)⁹ et une augmentation de la consommation dans l'anticipation de revenus futurs plus élevés, conséquence de l'amélioration des perspectives d'expansion à long terme de la production potentielle¹⁰. Bien que l'épargne aux États-Unis ait augmenté, cela n'a pas été suffisant pour financer la croissance de l'investissement.

Plus récemment, la progression du financement extérieur aux États-Unis a été le résultat d'un net recul de l'épargne publique. S'il est vrai que les investissements américains ont chuté en 2001 et 2002, en partie en réaction au surinvestissement qui avait marqué la fin des années 1990, surtout dans le secteur des technologies de l'information et des communications, la politique budgétaire américaine a pris un tour plus expansionniste encore, entraînant une baisse sensible de l'épargne publique. La contraction de l'épargne globale a toutefois été tempérée par une forte augmentation de l'épargne privée. Apparemment, celle-ci tenait en partie à une certaine atténuation de l'effet de richesse antérieur, par suite de l'effondrement des cours boursiers et de la réévaluation concomitante des anticipations relatives aux revenus futurs.

9. D'après l'OCDE, la richesse nette des ménages américains s'est accrue d'environ 160 points de pourcentage par rapport à leur revenu disponible entre la fin de 1994 et celle de 1999. Cette importante accumulation de richesse a eu de fortes retombées sur l'épargne familiale, car des ménages plus fortunés consomment généralement davantage de biens et services (FMI, 2002a). Dans leur étude empirique, de Serres et Pelgrin (2002) font valoir que la théorie de l'équivalence ricardienne pourrait expliquer une bonne partie du recul de l'épargne privée aux États-Unis dans la seconde moitié des années 1990. Selon cette théorie, les attentes des futures baisses d'impôts (plausibles au moment où les efforts d'assainissement des finances publiques étaient déployés) auraient entraîné une contraction du taux d'épargne des entreprises et des ménages.

10. Comme l'ont fait valoir Obstfeld et Rogoff (1994, 1996), l'approche intertemporelle perçoit la balance courante comme le fruit de décisions prospectives et dynamiques en matière d'épargne et d'investissement. D'après l'hypothèse de revenu permanent, la consommation des ménages est fonction de la valeur actualisée du revenu futur anticipé (et non de leur seul revenu courant). Par voie de conséquence, une augmentation permanente de la productivité de ces derniers (à l'échelle d'un pays donné) engendre un déficit de la balance courante car elle permet aux agents économiques de lisser leur courbe de consommation sur l'ensemble de leur cycle de vie. Corollairement, ce déficit dénote l'anticipation d'une forte croissance future en comparaison de celle des autres pays.

Ailleurs dans le monde, la relative stabilité de la position créditrice nette du Japon et de la zone euro durant la période 1997-2002 a masqué la divergence des tendances sous-jacentes de l'épargne et de l'investissement globaux. Dans la zone euro, les taux d'épargne et d'investissement, qui sont proches des moyennes observées pour les économies avancées, ont été relativement stables. En revanche, les taux d'épargne et d'investissement du Japon se sont repliés par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés auxquels ils se situaient. En fait, le recul de l'investissement au Japon apparaît essentiellement comme un retour à des niveaux plus normaux après le surinvestissement massif de la fin des années 1980, où une bulle spéculative touchant les actifs japonais avait sensiblement réduit le coût du capital.

Une analyse plus approfondie révèle que l'épargne publique s'est considérablement accrue dans la zone euro par suite de la consolidation budgétaire imposée par le Traité de Maastricht avant l'adoption de la monnaie commune en janvier 1999. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par un mouvement inverse de l'épargne privée, sans doute imputable en partie à l'effet de richesse et aux tendances démographiques¹¹. À l'opposé, il s'est produit une forte baisse de l'épargne publique au Japon, due à l'incidence du ralentissement économique sur les finances publiques et à l'adoption de mesures budgétaires discrétionnaires visant à soutenir la demande globale¹².

La perspective fondée sur les flux commerciaux

La balance courante peut aussi être analysée directement sous l'angle de l'évolution des exportations et

11. Selon les estimations de l'OCDE (2003b), la richesse nette des ménages (en pourcentage du revenu disponible) dans les trois principales économies de la zone euro s'est fortement accrue entre fin 1994 et fin 1999 (161 points de pourcentage pour la France, 38 pour l'Allemagne et 29 pour l'Italie). De Serres et Pelgrin (2002) estiment, pour leur part, que le vieillissement de la population dans les principaux pays de la zone euro a entraîné une forte baisse du taux d'épargne (ce facteur a une incidence beaucoup plus marquée au Japon, mais nulle aux États-Unis). Selon les hypothèses relatives au cycle de vie, une augmentation du ratio de dépendance lié à l'âge (rapport de la population âgée de plus de 64 ans à la population âgée de 20 à 64 ans) se traduit par une contraction du taux d'épargne, car une proportion croissante de la population puise dans ses actifs financiers pour financer sa consommation.

12. Il convient de noter que, dans le Tableau 2, le solde général des administrations publiques se dégage de la différence entre l'épargne brute et l'investissement brut de ces dernières. Toutefois, notre analyse des évolutions temporelles se concentre sur l'épargne publique brute, l'investissement public brut étant relativement stable.

Tableau 4

Balances courantes des pays du G3

En pourcentage du PIB nominal

	Total	Total à l'exclusion des importations de pétrole	Biens	Services	Revenus	Transferts courants
États-Unis						
1997	-1,5	-0,7	-2,4	1,1	0,2	-0,5
1998	-2,3	-1,8	-2,8	1,0	0,1	-0,6
1999	-3,1	-2,4	-3,7	0,9	0,2	-0,5
2000	-4,2	-3,0	-4,6	0,8	0,2	-0,6
2001	-3,9	-2,9	-4,2	0,7	0,1	-0,5
2002	-4,6	-3,6	-4,6	0,6	-	-0,6
Japon						
1997	2,3	3,0	2,4	-1,3	1,4	-0,2
1998	3,0	3,5	3,1	-1,3	1,4	-0,2
1999	2,6	3,3	2,8	-1,2	1,3	-0,3
2000	2,5	3,5	2,5	-1,0	1,3	-0,2
2001	2,1	3,0	1,7	-1,1	1,7	-0,2
2002	2,8	3,9	2,4	-1,1	1,7	-0,1
Zone euro*						
1997	1,0	2,1	2,0	-	-0,3	-0,7
1998	0,4	1,1	1,8	0,1	-0,5	-0,8
1999	-0,4	0,6	1,2	-0,3	-0,6	-0,7
2000	-1,0	0,8	0,5	-0,3	-0,4	-0,8
2001	-0,2	1,4	1,1	-	-0,5	-0,7
2002	0,9	2,4	1,8	0,2	-0,4	-0,7

* Données corrigées en fonction des écarts dans la déclaration des transactions intrarégionales

Source : OCDE

des importations de biens et de services (Tableau 4)¹³. Ce faisant, nous ferons ressortir deux forces prépondérantes qui façonnent les flux commerciaux de biens et de services¹⁴. La première concerne l'effet de

13. Outre les échanges de biens et services, la balance courante englobe les transferts ainsi que les revenus payés à l'étranger et reçus de l'étranger. Les transferts incluent généralement les dons officiels et les envois de fonds privés, tandis que les revenus comprennent essentiellement le produit des placements (revenus perçus au titre d'actifs nationaux détenus à l'étranger et revenus versés au titre d'actifs étrangers détenus dans le pays). Ces composantes ne sont pas explicitement prises en compte dans notre analyse car elles ne représentent qu'un faible pourcentage de l'évolution globale de la balance courante des pays du G3.

14. Notre analyse du solde de la balance courante en termes nominaux est axée sur les déterminants des flux commerciaux réels. Cette approche, couramment utilisée par le FMI et l'OCDE, concorde avec les études comme celles de Clarida et Prendergast (1999) et de Kandil et Greene (2002). Néanmoins, les modifications des termes de l'échange (c.-à-d. le rapport entre le prix des exportations et celui des importations) peuvent avoir une grande incidence sur le solde des paiements courants. Ainsi, un renchérissement de certains produits de base (par ex., une hausse des cours mondiaux du pétrole) fera augmenter le solde de la balance courante des pays exportateurs de ces produits, mais aura l'effet opposé sur la balance des pays importateurs.

revenu, qui établit une corrélation positive entre le revenu d'un pays et sa demande d'importations. De même, la demande extérieure de produits d'un pays est en corrélation positive avec le revenu étranger. L'évolution de la position conjoncturelle relative (PIB réel d'un pays par rapport au PIB réel des pays étrangers) constitue par conséquent un déterminant important de l'évolution de la balance courante. La seconde force est l'effet des prix relatifs, par lequel la demande d'importations d'un pays — et, parallèlement, la demande dont ses exportations font l'objet — est subordonnée au prix des biens et services nationaux par rapport à celui des biens et services étrangers, ajusté en fonction des coûts de transport et converti en monnaie locale. Par exemple, si les biens et services nationaux deviennent moins chers que leurs pendants étrangers, la demande intérieure se déplace des seconds vers les premiers. Il s'ensuit également une progression de la demande extérieure de biens et services nationaux puisque ceux-ci sont, désormais, relativement moins coûteux. Il s'agit là du concept de la compétitivité d'un pays par rapport à ses partenaires commerciaux, laquelle se mesure généralement par le taux de change effectif réel (pondéré en fonction des échanges)¹⁵.

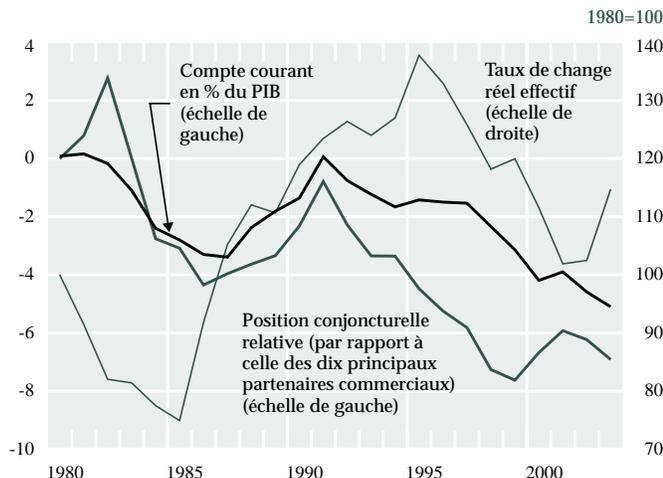
Le creusement considérable du déficit courant des États-Unis depuis le début des années 1990 résultait en partie d'une croissance plus rapide du PIB de ce pays par rapport à celui de ses principaux partenaires commerciaux.

Les Graphiques 1 à 3 nous permettent de mieux comprendre les relations historiques entre les balances courantes, les positions conjoncturelles relatives et les

15. Lafrance (1988) et Lafrance et St-Amant (1999) ont examiné le concept de la compétitivité et l'élaboration de différents indices basés sur les prix et les coûts. La dépréciation (l'appréciation) du taux de change effectif réel dénote l'amélioration (la détérioration) de la position concurrentielle d'une économie. Il importe également de noter que l'incidence des variations des prix relatifs sur les flux réels d'importations et d'exportations se manifeste généralement avec un certain décalage temporel qui dépend, en partie, de la durée des accords contractuels antérieurs.

Graphique 1 Déterminants des flux commerciaux des États-Unis

En moyenne annuelle

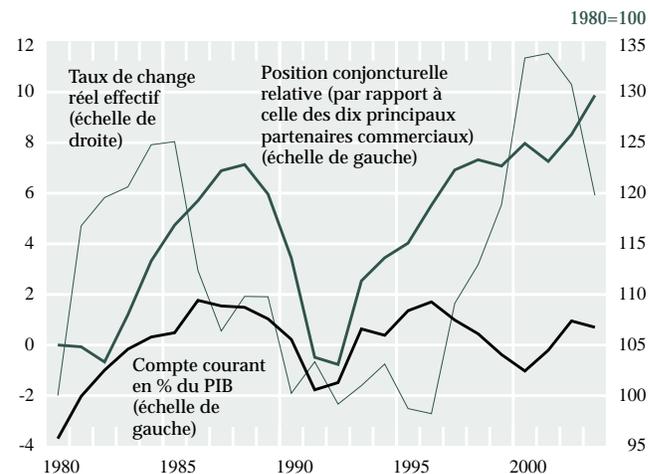


Nota : Pour 2003, nous présentons la valeur mensuelle moyenne (jusqu'en novembre) du taux de change réel effectif. De même, le compte courant et la position conjoncturelle relative sont fondés sur les projections du FMI (2003). (Voir la note de bas de page 16 pour une description détaillée de l'indice.)

Sources : FMI et OCDE

Graphique 3 Déterminants des flux commerciaux de la zone euro

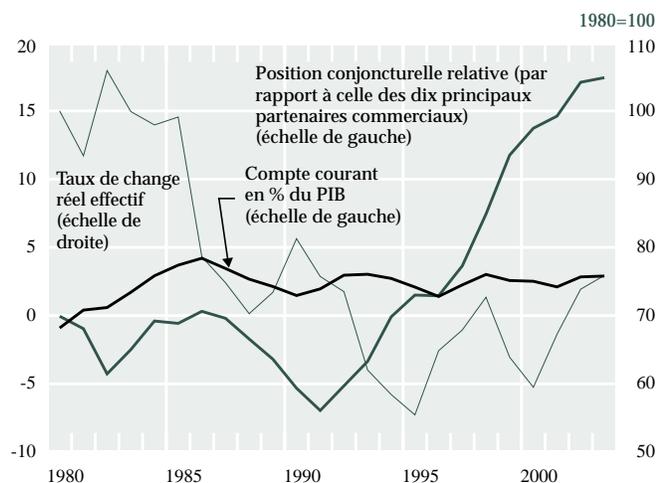
En moyenne annuelle



Voir la note du Graphique 1.
Sources : FMI et OCDE

Graphique 2 Déterminants des flux commerciaux du Japon

En moyenne annuelle



Voir la note du Graphique 1.
Sources : FMI et OCDE

taux de change effectifs réels des économies du G3¹⁶. Nous constatons ainsi que le creusement considérable du déficit courant des États-Unis depuis le début des années 1990 résultait en partie d'une croissance plus rapide du PIB de ce pays par rapport à celui de ses principaux partenaires commerciaux. Par ses effets négatifs à retardement sur la balance commerciale réelle, la forte appréciation du dollar américain (près de 50 % en termes effectifs réels entre avril 1995 et février 2002) a contribué, elle aussi, à accentuer le déficit courant américain au cours des dernières années. Selon les estimations du FMI (2002d), l'aggravation de ce déficit durant la période 1995-2001 (de l'ordre de 3,5 points de pourcentage par rapport au PIB nominal) tient surtout à l'appréciation du billet

16. Notre analyse se fonde sur l'indice du taux de change effectif réel du FMI — pondéré en fonction des échanges —, qui correspond au rapport entre les coûts unitaires de main-d'œuvre d'un pays et ceux de 20 de ses principaux partenaires commerciaux, après conversion en monnaie locale. Aux fins d'illustration, l'indice a été inversé de sorte que son repli (sa progression) traduise une appréciation (dépréciation) réelle de la monnaie, qui devrait engendrer, au fil du temps, une détérioration (amélioration) de la balance courante (c.-à-d. une hausse [baisse] des importations réelles et une baisse [hausse] des exportations réelles). Par ailleurs, nous avons élaboré un indice de la position conjoncturelle relative, pondéré par les échanges, qui se fonde sur le ratio entre le PIB réel d'un pays et celui de ses dix principaux partenaires commerciaux. Une baisse (hausse) de cet indice dénote une augmentation (un ralentissement) de la croissance dans le pays visé par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, ce qui devrait donner lieu à une détérioration (amélioration) de la balance courante (c.-à-d. une hausse [baisse] des importations réelles en comparaison des exportations réelles).

vert, qui explique 2 points de pourcentage du creusement, et, dans une moindre mesure, au revirement de la position conjoncturelle relative, auquel on peut attribuer 1 point de pourcentage de l'aggravation.

Non seulement la croissance du PIB réel a-t-elle été relativement plus rapide aux États-Unis que chez leurs principaux partenaires commerciaux, mais une asymétrie entre l'élasticité-revenu des importations et des exportations américaines en a accru les conséquences défavorables sur la balance courante du pays. En effet, même si l'économie américaine progressait au même rythme que l'activité dans le reste du monde, le compte courant des États-Unis aurait encore tendance à se détériorer car l'élasticité-revenu des importations de ce pays est apparemment beaucoup plus importante que celle de ses exportations. On estime que l'élasticité-revenu des importations américaines s'établit généralement entre 1,5 et 2,5, tandis que celle des exportations se situe plus près de 1. Comme le rapporte Mann (1999), ces grandeurs sont constantes dans la littérature empirique de l'après-guerre.

Contrairement à celle des États-Unis, les positions conjoncturelles relatives tant du Japon et de la zone euro se sont nettement affaiblies depuis le début des années 1990 — la croissance y étant devenue considérablement inférieure à celle des États-Unis —, ce qui a eu tendance à favoriser le solde de leur balance courante au cours des dernières années. Dans la zone euro, cette évolution a été renforcée par l'importante dépréciation (de 30 % environ) de la monnaie commune entre février 1996 et octobre 2000. Dans le cas du Japon, toutefois, le taux de change a sans doute joué un rôle modeste puisqu'il est relativement stable depuis quelques années. Il convient toutefois de souligner que ces influences positives sur les balances courantes du Japon et de la zone euro ont été partiellement annulées, ces dernières années, par l'incidence défavorable de la hausse des cours mondiaux du pétrole¹⁷.

17. Alors que le cours moyen du pétrole brut West Texas Intermediate avoisinait les 18 dollars É.-U. au cours de la période 1997-1999, il a bondi pour atteindre une moyenne d'environ 27,5 dollars É.-U. au cours de la période 2000-2002, soit une augmentation de plus de 50 %. À cet égard, les chiffres de la colonne « Total à l'exclusion des importations de pétrole » du Tableau 4 traduisent plus fidèlement l'évolution des positions conjoncturelles relatives et des taux de change réels. Dans le cas du Japon, les changements structurels des quelque dix dernières années (à savoir l'intégration accrue avec les autres économies asiatiques, source d'impartition de la production) ont probablement contribué à amoindrir les exportations.

Les incidences possibles sur la stabilité macroéconomique et financière

Si les déséquilibres extérieurs des principales économies du monde se sont accentués ces dernières années, c'est surtout la capacité des États-Unis de soutenir leur déficit courant qui préoccupe certains analystes. On s'inquiète principalement de la possibilité d'un brusque renversement des anticipations (notamment au chapitre des perspectives de productivité à plus long terme, relativement plus favorables aux États-Unis que dans les autres économies). Un tel changement pourrait provoquer d'importants remous sur les marchés financiers et les marchés des changes et, en définitive, perturber l'environnement macroéconomique. Comme l'ont fait valoir le FMI (2003), Mann (2002) et McKinnon (2001), l'effet de bilan défavorable d'une brusque dépréciation du dollar américain serait surtout ressenti par le reste du monde car la plupart des engagements des États-Unis sont libellés dans leur monnaie.

Toutefois, l'évolution récente a été tempérée. Malgré certaines révisions à la baisse des perspectives de rendement du capital aux États-Unis ces dernières années, la dépréciation du dollar américain amorcée au début de 2002 s'est, malgré son ampleur, effectuée jusqu'ici de manière ordonnée et sans retombées néfastes importantes sur les taux d'intérêt américains. À cet égard, les accumulations de dollars É.-U. dans leurs réserves officielles effectuées par les autorités de certains pays (asiatiques notamment) ont fourni un soutien à cette devise. Ces mouvements de capitaux représentent une source de « financement » croissante du déficit courant des États-Unis¹⁸.

C'est à la lumière de ces considérations que, dans la prochaine section, nous nous penchons sur les incidences potentielles des déséquilibres extérieurs pour la stabilité financière et macroéconomique, en nous inspirant, notamment, des enseignements tirés de l'expérience internationale.

Que nous enseigne l'histoire?

En principe, un déficit courant peut être soutenu tant que les flux de revenus provenant des investissements financés par l'épargne étrangère suffisent à couvrir les

18. Bien que négligeables en 2001, les fonds provenant des réserves officielles de change ont constitué près de 20 % des entrées nettes de fonds aux États-Unis en 2002. Pour les trois premiers trimestres de 2003, ce pourcentage a grimpé à presque 35 %.

coûts de financement (paiements d'intérêts et de dividendes)¹⁹. L'expérience canadienne montre qu'un pays peut composer sur une longue période avec un important déficit courant. En effet, la balance courante de notre pays a été déficitaire pendant la majeure partie de l'histoire de ce dernier. Entre 1870 et le début des années 1910, ce déficit représentait, en moyenne, quelque 7 % du PIB; il a culminé à près de 18 % du PIB avant la Première Guerre mondiale (Powell, 1997, et Urquhart, 1993)²⁰.

Depuis les années 1970, les déficits courants de grande ampleur n'ont généralement pas perduré. Néanmoins, certains analystes continuent de penser que le déficit courant des États-Unis et l'accumulation d'engagements extérieurs qui l'accompagne pourraient demeurer viables pendant encore longtemps.

Toutefois, des études plus approfondies de l'expérience des pays industriels, menées par Freund (2000) et le FMI (2002c), révèlent que depuis les années 1970, les déficits courants de grande ampleur n'ont généralement pas perduré. D'après le schéma classique, un revirement du solde courant s'amorce lorsque le déficit atteint environ 5 % du PIB, et il s'accompagne d'un ralentissement de la croissance du PIB réel conjugué à une forte dépréciation du taux de change effectif réel. (On constate aussi que les taux d'intérêt montent sensiblement durant les années qui précèdent le revirement.)

Plusieurs parallèles instructifs peuvent être établis entre la situation actuelle et celle du milieu des années

19. Pour une analyse plus détaillée de la notion de position extérieure viable, voir Banque du Canada (1985) et FMI (2002b). Parmi les enjeux à moyen terme abordés dans ces études figurent les sources des déséquilibres courants (c.-à-d. les variations de l'épargne intérieure par rapport à l'investissement intérieur, et leur viabilité) ainsi que la composition du passif extérieur.

20. Ce phénomène était lié à d'importants investissements directs étrangers dans le secteur des ressources et dans la construction du chemin de fer destiné à ouvrir la partie occidentale du pays.

1980²¹. Ils nous autorisent à croire que les importants déséquilibres extérieurs peuvent être résorbés de manière progressive, sans incidence négative notable sur la stabilité financière ou le climat macroéconomique. En revanche, les fluctuations des taux de change peuvent être substantielles. Par exemple, comme l'indique le Graphique 1, le creusement marqué du déficit courant américain entre les années 1982 et 1987, qui a alors atteint environ 3,5 % du PIB, a coïncidé avec une croissance de la demande globale beaucoup plus rapide chez nos voisins du sud que chez leurs principaux partenaires commerciaux. Durant cette période, la forte appréciation du dollar américain (environ 50 % en valeur effective réelle entre juillet 1980 et mars 1985) a exercé sur les échanges réels un effet négatif à retardement qui a contribué, lui aussi, à la détérioration du déficit courant. Par la suite, la résorption progressive de ce déficit entre 1987 et 1991 a été favorisée par un ralentissement plus marqué de la croissance du PIB réel aux États-Unis par rapport à ce que connaissaient leurs principaux partenaires commerciaux²². En outre, l'importante dépréciation de la valeur effective réelle de la devise américaine qui s'est amorcée en mars 1985 a joué un rôle décisif dans le processus d'ajustement externe.

Le bilan des investissements internationaux et le rôle des taux de change

Une autre approche pour évaluer la viabilité des déséquilibres du compte courant consiste à examiner le profil d'évolution des actifs ou du passif extérieurs nets d'un pays (en pourcentage de son PIB). Comme l'indique le Graphique 4, les entrées de capitaux qui ont fait contrepoids au déficit persistant de la balance courante américaine se sont additionnées pour engendrer un passif extérieur net de grande ampleur²³.

21. Il convient de noter que le profil actuel des échanges commerciaux des États-Unis est sensiblement différent de ce qu'il était dans les années 1980. En particulier, l'importance des échanges avec le Mexique, la Corée du Sud, Singapour, la Chine et la Région administrative spéciale de Hong Kong s'est fortement accrue.

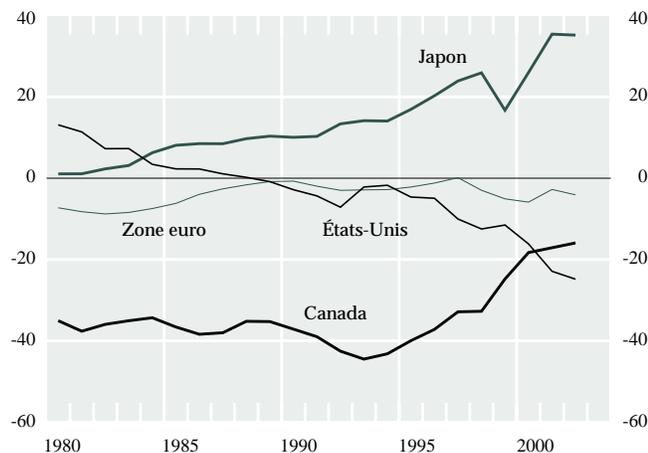
22. En 1991, la balance courante des États-Unis a également été soutenue par d'importants transferts ponctuels des Alliés, qui ont assumé une partie des coûts liés à la guerre du Golfe.

23. Le solde net des investissements internationaux est aussi le reflet des variations des taux de change. À cet égard, Tille (2003) a démontré que la détérioration du solde net des investissements des États-Unis entre 1999 et 2001 s'explique à hauteur de 30 % par la modification de la valeur des actifs étrangers de ce pays, conséquence de l'appréciation du dollar américain. C'est pourquoi l'auteur est d'avis que le solde déficitaire net des États-Unis au titre des investissements internationaux est moins préoccupant que s'il ne reflétait que les déséquilibres de la balance courante.

Graphique 4

Soldes nets des investissements internationaux

Exprimés selon leur valeur marchande en fin d'année, en pourcentage du PIB*



* Le bilan des investissements internationaux ne traduit pas seulement l'accumulation des soldes des balances courantes; il rend aussi compte des taux de change et d'autres valeurs au marché. Par exemple, la dégradation notable de la position extérieure nette du Japon entre la fin de 1998 et celle de 1999 (malgré la persistance d'un excédent courant) résultait principalement de deux facteurs : l'appréciation considérable du yen vis-à-vis du dollar américain, qui a eu des conséquences négatives sur l'évaluation des actifs (en grande partie libellés en dollars É.-U.), et l'augmentation du passif extérieur, conséquence de la hausse du cours des actions japonaises.

Sources : FMI jusqu'à 2001, à l'exception des données de la zone euro, qui proviennent du *Bulletin mensuel* de la Banque centrale européenne et, pour les données antérieures à 1997, de l'étude de Fagan et coll., 2001. Pour 2002, les graphiques sont extraits de documents du Bureau of Economic Analysis des États-Unis, du ministère des Finances du Japon et de la Banque centrale européenne.

À l'inverse, les excédents de la balance courante du Japon ont créé pour ce pays une position créditrice nette relativement confortable à l'égard de l'étranger. Pour l'avenir, la plupart des prévisions incitent à croire que les actifs nets du Japon et le passif net des États-Unis continueront de croître à un bon rythme au cours des prochaines années pour atteindre des niveaux sans précédent²⁴.

Il reste que le passif net des États-Unis ne peut pas croître indéfiniment. Pour que le pays atteigne une position extérieure qu'il puisse soutenir, un certain nombre de conditions devront être remplies. En particulier, la position débitrice nette (en pourcentage du PIB) doit se stabiliser à un niveau qui soit accep-

table tant pour les emprunteurs que pour les prêteurs. À ce propos, Obstfeld et Rogoff (2000) font valoir que même si les États-Unis ont les moyens de rembourser leurs créances, la « préférence nationale » observée dans les portefeuilles d'actifs porte à croire que la disposition du reste du monde à absorber les titres de créance américains a ses limites. Les auteurs soulignent, par ailleurs, que les engagements nets des États-Unis en matière d'investissements internationaux (25 % du PIB à la fin de 2002) a atteint un niveau extrêmement élevé au regard des normes historiques. Par exemple, à la fin du XIX^e siècle, alors que les États-Unis commençaient à s'imposer comme puissance économique, le montant net de leurs engagements internationaux n'a jamais dépassé 26 % du PIB. Pour être en mesure de soutenir une position débitrice nette à long terme, un pays doit disposer en permanence d'un excédent commercial au titre des biens et des services, qui lui permette de financer ses flux de paiements d'intérêts et de dividendes. De toute évidence, on en conclut que des ajustements en profondeur devront être effectués, tôt ou tard, pour que soient résolus les déséquilibres extérieurs des grandes économies.

Néanmoins, certains analystes continuent de penser que le déficit courant des États-Unis et l'accumulation d'engagements extérieurs qui l'accompagne pourraient demeurer viables pendant encore longtemps. Cooper (2001) soutient que la proportion de l'épargne étrangère investie aux États-Unis est largement inférieure au poids de l'économie américaine dans le PIB mondial. Greenspan (2003) et McKinnon (2001) soulignent aussi le rôle spécial que joue le dollar américain dans l'économie de la planète. Ainsi, le président de la Réserve fédérale des États-Unis, Alan Greenspan, a affirmé que la possibilité qu'a ce pays de financer son déficit extérieur en monnaie de réserve accroît sa capacité de contracter des emprunts étrangers par rapport à celle de la plupart des autres pays. Il a aussi indiqué que la mondialisation (plus précisément, la plus grande portée de l'intermédiation financière internationale et son coût moindre) ont, au fil du temps, amélioré l'aptitude des États-Unis à obtenir du financement. En conséquence, les comparaisons avec les périodes passées peuvent s'avérer trompeuses.

À moyen terme, plusieurs facteurs structurels pourraient contribuer à atténuer les déséquilibres extérieurs des États-Unis avec le Japon et la zone euro ainsi qu'avec d'autres pays. Par exemple, l'OCDE (2001)

24. Le montant net des engagements internationaux du Canada, qui par le passé excédait celui des États-Unis (en pourcentage du PIB), a fléchi considérablement depuis son sommet de 1993.

indique qu'il pourrait se produire une convergence des taux de croissance de la productivité entre les grandes économies, un rétrécissement de l'écart d'élasticité-revenu entre les importations et les exportations américaines²⁵ et une évolution démographique favorable. L'importance de la contribution de ces différents facteurs demeure toutefois incertaine. Par exemple, on prévoit que le ratio de dépendance lié à l'âge augmentera plus rapidement au Japon et en Europe qu'aux États-Unis au cours des 20 prochaines années environ; la baisse du taux d'épargne pourrait donc être plus prononcée au Japon et en Europe, puisque la proportion de la population qui atteindra l'âge de la retraite y sera plus élevée. Cependant, on prévoit aussi que le vieillissement se traduira par une baisse de l'investissement, en raison de la croissance plus lente de la population active dont il s'accompagnera. L'incidence potentielle nette du vieillissement sur les déséquilibres extérieurs est, de ce fait, ambiguë. Par ailleurs, il faudrait une amélioration relativement importante de la productivité des partenaires commerciaux des États-Unis pour alléger sensiblement le déficit courant américain²⁶.

Indépendamment du rôle des facteurs structurels, il est généralement admis que la correction des déséquilibres extérieurs mondiaux proviendra, en partie, de modifications des taux de change réels.

Toutefois, indépendamment du rôle des facteurs structurels, il est généralement admis que la correction des déséquilibres extérieurs mondiaux proviendra, en

25. D'après le FMI (2001b), les niveaux estimatifs d'élasticité-revenu des importations et des exportations américaines ont passablement convergé dans les années 1990, et cette convergence pourrait se poursuivre à l'avenir.

26. Selon des résultats de simulation publiés par le FMI (2002a), si la croissance annuelle de la productivité des autres pays industrialisés devait augmenter par rapport à celle des États-Unis de 0,5 point de pourcentage, le déficit courant américain pourrait diminuer de près de 100 milliards de dollars au bout de cinq ans. Une extrapolation de cette règle empirique porte à croire que, pour résorber entièrement ce déficit sur une telle période en tablant uniquement sur la croissance relative, il faudrait une amélioration considérable et soutenue de l'ordre de 2,5 points de pourcentage par an de la productivité des pays industriels qui sont des partenaires commerciaux des États-Unis.

partie, de modifications des taux de change réels²⁷. À cet égard, des organisations internationales et des analystes économiques de premier plan estiment que la viabilité de la position extérieure des États-Unis passe par une nouvelle et importante dépréciation effective réelle du dollar (Tableau 5)²⁸. Il convient toutefois de souligner que le dollar n'a pas à subir le même repli vis-à-vis de toutes les monnaies. Plus il se déprécie par rapport à une monnaie donnée, moins il devra le faire à l'égard des autres. De fait, pour que les positions extérieures nettes de tous les pays puissent être soutenues, il est impensable que le dollar É.-U. perde la même valeur par rapport aux monnaies de chacun d'eux²⁹.

Tableau 5

Dépréciation effective du dollar É.-U. « requise » pour rendre soutenable la position extérieure des États-Unis

En pourcentage^a

	Estimations initiales	Estimations ajustées en fonction de l'évolution récente des taux de change ^b
FMI	20	18
OCDE	jusqu'à 30	jusqu'à 13
Mann	25	18
Obstfeld et Rogoff	12 à 45	6 à 39

a. Dépréciation exprimée en termes réels pour les estimations du FMI (2003) et de Obstfeld et Rogoff (2000), et en termes nominaux pour celles de l'OCDE (2001) et de Mann (1999).

b. Les ajustements tentent de rendre compte des variations du taux de change du dollar enregistrées depuis la réalisation de ces études (sur la base des données du mois de novembre 2003).

27. Plusieurs études empiriques (entre autres, celles de Lane et Milesi-Ferretti, 2000 et 2002; Gagnon, 1996 et Faruqee, 1995) fournissent des estimations de la corrélation positive à long terme entre les positions extérieures nettes au titre des investissements internationaux et le taux de change réel. D'après cette corrélation, les pays débiteurs ont généralement des taux de change réels plus faibles, qui leur permettent de dégager des excédents commerciaux et d'assurer ainsi le service de leurs créances extérieures (à l'inverse, les pays créditeurs, qui peuvent soutenir un déficit commercial équivalant au revenu de leurs investissements étrangers, ont généralement des taux de change plus élevés).

28. Comme il est indiqué dans la note de bas de page n° 23, une dépréciation du dollar contribuerait à stabiliser les engagements extérieurs nets des États-Unis, non seulement en imprimant une dynamique plus favorable au compte courant, mais aussi de façon directe, par le jeu de la réévaluation des actifs extérieurs de ce pays. Les ajustements dus à la dépréciation qu'a subie le dollar É.-U. en 2002 (qui a été d'environ 7 % selon l'indice des taux de change effectifs nominaux du FMI) ont, en eux-mêmes, réduit les engagements extérieurs nets américains (en pourcentage du PIB) d'environ 2 points de pourcentage. On s'attend à un ajustement du taux de change nettement plus marqué pour 2003, compte tenu de la dépréciation plus importante encore qu'a enregistrée le dollar É.-U. au cours de cette année.

29. Les variations des taux de change réels peuvent s'opérer non pas seulement par l'entremise des mouvements des taux de change nominaux, mais aussi au moyen des différentiels de taux d'inflation.

Conclusion

L'évolution des déséquilibres des paiements courants des principales puissances économiques peut s'expliquer, pour l'essentiel, par une conjonction de facteurs structurels et conjoncturels. Plus particulièrement, la progression des déséquilibres extérieurs témoigne, en grande partie, de l'avantage relatif des États-Unis au chapitre de la productivité et de l'orientation relativement expansionniste de leur politique budgétaire.

Plusieurs analystes, dont ceux du FMI et de l'OCDE, ont fait valoir que des politiques macroéconomiques et structurelles saines faciliteraient les ajustements à long terme nécessaires à la viabilité des soldes extérieurs et au maintien de la stabilité financière. Ces politiques devraient englober de nouvelles réformes structurelles visant à rehausser le potentiel de croissance et à rendre les régions hors États-Unis plus attrayantes aux yeux des investisseurs. De plus, une demande intérieure vigoureuse à l'extérieur des États-

Unis stimulerait la demande de biens et services américains et constituerait ainsi un facteur d'atténuation des déséquilibres extérieurs. De même, un assainissement des finances publiques de ce pays contribuerait à une telle atténuation.

La plupart des analystes s'accordent cependant à penser que de nouveaux ajustements notables devront être apportés à moyen terme aux taux de change réels pour que les positions extérieures puissent être soutenues (autrement dit, pour stabiliser les soldes nets des investissements internationaux par rapport aux PIB). Si une partie des ajustements en question se fera vis-à-vis du yen et de l'euro, les monnaies des autres grands partenaires commerciaux des États-Unis pourraient, de toute évidence, être touchées également. Pourvu que ces ajustements s'opèrent de façon ordonnée, il n'y a pas lieu de croire que la stabilité financière mondiale pourrait s'en trouver compromise.

Ouvrages et articles cités

- Banque du Canada (1985). « Quelques aspects de la position du Canada au titre des investissements internationaux », *Revue de la Banque du Canada* (novembre), p. 3-18.
- Clarida, R., et J. Prendergast (1999). « Recent G3 Current Account Imbalances: How Important Are Structural Factors? », document de travail n° 6935, National Bureau of Economic Research.
- Cooper, R. (2001). « Is the US Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 217-226.
- De Serres, A., et F. Pelgrin (2002). « The Decline in Private Savings Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-Wealth Determinants? », document de travail n° 344 du département des Affaires économiques, Organisation de Coopération et de Développement Économiques.
- Fagan, G., J. Henry et R. Mestre (2001). « An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area », document de travail n° 42, Banque centrale européenne.
- Faruqee, H. (1995). « Long-Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective », *Staff Papers du FMI*, n° 42, p. 80-107.
- Fonds monétaire international (2001a). *Perspectives de l'économie mondiale* (mai).
- (2001b). *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre).
- (2002a). *Perspectives de l'économie mondiale* (avril).
- (2002b). « Assessing Sustainability » (mai).
- (2002c). *Perspectives de l'économie mondiale* (septembre).
- (2002d). « United States–Staff Report for the 2002 Article IV Consultation » (juillet).
- (2003). « United States–Staff Report for the 2003 Article IV Consultation » (juillet).
- Freund, C. (2000). « Current Account Adjustment in Industrialized Countries », *International Finance Discussion Papers*, n° 692, Washington (D. C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Gagnon, J. (1996). « Net Foreign Assets and Equilibrium Exchange Rates: Panel Evidence », *International Finance Discussion Papers*, n° 574, Washington (D. C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Greenspan, A. (2003). Allocution prononcée par Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale, lors de la « 21st Annual Monetary Conference » présentée sous les auspices du Cato Institute et de *The Economist*, Washington (D. C.), 20 novembre.
- Kandil, M., et J. Greene (2002). « The Impact of Cyclical Factors on the U.S. Balance of Payments », document de travail n° 02/45, FMI.
- Lafrance, R. (1988). « Note technique : Les mesures de la compétitivité du Canada sur le plan international », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 17-32.
- Lafrance, R., et P. St-Amant (1999). « Les indices du taux de change réel du dollar canadien », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p.23-34.
- Lane, P., et G. Milesi-Ferretti (2000). « The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates », document de travail n° 2511, Centre for Economic Policy Research.
- (2002). « External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate », document de travail n° 02/51, FMI.
- Mann, C. (1999). *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?*, Washington (D. C.), Institute for International Economics.
- (2002). « Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n° 3, p. 131-152.
- McKinnon, R. (2001). « The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 227-239.
- Obstfeld, M. (2001). « International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model », document de travail n° C01-121, Center for International and Development Economics Research, Department of Economics, Université de la Californie à Berkeley.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1994). « The Intertemporal Approach to the Current Account », document de travail n° 4893, National Bureau of Economic Research.
- (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, Boston, Massachusetts, MIT Press.
- (2000). « Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment ». In : *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, actes d'un symposium organisé par la Banque de réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, du 24 au 26 août.
- Organisation de coopération et de développement économiques (2001). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 70, Paris (décembre).
- (2002). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 71, Paris (juin).
- (2003a). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 73, Paris (juin).
- (2003b). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 74, Paris (décembre).
- Powell, J. (1997). « Current Account Imbalances and Monetary Policy in Canada », communication présentée au colloque de la Oesterreichische Nationalbank intitulé « Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter? » et tenu à Vienne du 16 au 18 novembre.
- Tille, C. (2003). « The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9, n° 1, Banque de réserve fédérale de New York, p. 1-7.
- Urquhart, M. (1993). *Gross National Product, Canada 1870-1926: The Derivation of the Estimates*, Kingston, Ontario, McGill-Queen's University Press.
- Warnock, F., et C. Cleaver (2002). « Financial Centers and the Geography of Capital Flows », *International Finance Discussion Papers*, n° 722, Washington (D. C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.

