

Faiblesse du dollar – quelques explications et effets sur la conjoncture suisse

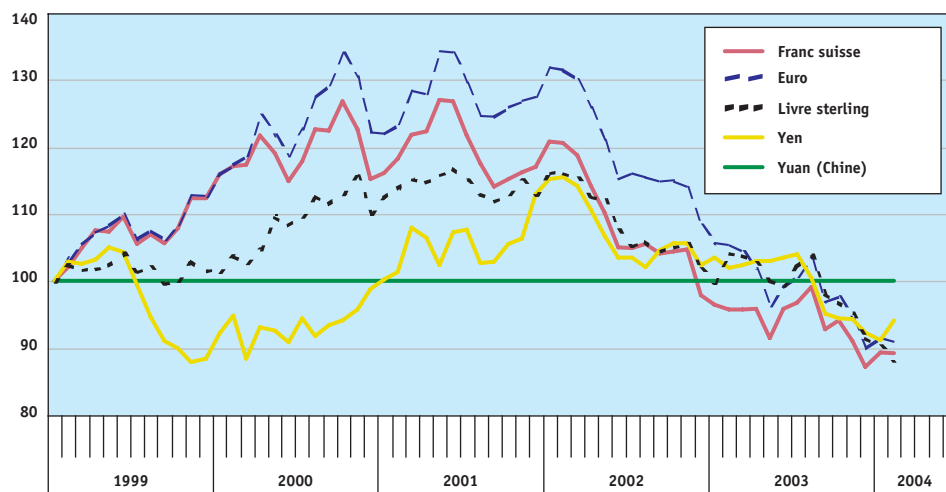
Dollar américain
à la baisse depuis deux ans

Faiblesse surtout par rapport
aux monnaies européennes

Après s'être envolé pendant plusieurs années, le dollar US s'est affaibli depuis le début de 2002. Son cours réel, pondéré par les exportations, était, au début de l'année 2004, inférieur de plus de 13 % à son niveau record de février 2002. Compte tenu des fortes fluctuations observées ces 20 dernières années, ce recul n'est pas exceptionnel.

Ces deux dernières années, le dollar s'est certes déprécié sur un large front, mais les différences selon les monnaies sont considérables. Il a particulièrement cédé du terrain par rapport à l'euro (plus que 30 % depuis le début 2002). La perte a été légèrement plus faible par rapport au franc suisse et à la livre britannique et au dollar canadien (environ 25 % dans les deux cas). Vis-à-vis du yen japonais, le cours du dollar a aussi baissé de près d'un quart au cours des deux dernières années en dépit des efforts de la Banque centrale japonaise qui, à plusieurs reprises, a stoppé temporairement l'appréciation en intervenant sur le marché des changes. En revanche, la relation avec le yuan chinois est restée stable en raison du lien fixe qui unit la monnaie chinoise au dollar. Les fortes pertes subies par le dollar doivent toutefois être relativisées, car elles font suite à une phase de grande solidité de la devise américaine. Comparé au niveau atteint au début de 1999, le cours du dollar avait, à la fin 2003, baissé d'environ 10 % par rapport aux principales devises (hormis le yuan chinois).

Graphique 1 : Cours de change du dollar vis-à-vis de différentes monnaies
Indice, janvier 1999 = 100



Source : EcoWin

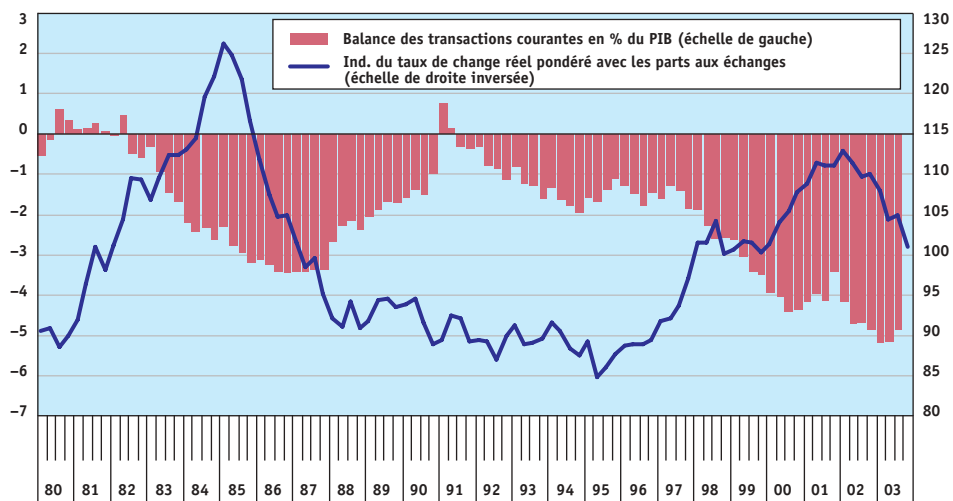
Les dessous de la faiblesse du dollar

Balance des transactions
courantes et cours du dollar:
pas de corrélation nettement
définie entre la balance courante
US et le cours du dollar à court
et à moyen terme ...

4 Le fait que, dans les analyses économétriques, la balance des transactions courantes ne fournit aucune contribution significative pour expliquer les variations des taux de change à court et à moyen terme vient étayer cette constatation.

La faiblesse du dollar est souvent considérée comme la conséquence du déséquilibre du commerce extérieur des Etats-Unis. Le déficit de la balance des transactions courantes n'a cessé de se creuser ces dernières années pour atteindre en 2003 un niveau historique de 5 % du PIB. Considéré isolément, il en résulte une pression à la baisse sur le dollar. Mais la règle selon laquelle «déficit de la balance des transactions courantes = dollar plus faible» ne s'applique pas toujours. Il suffit de jeter un bref coup d'oeil sur l'évolution du dollar depuis 1980 (graphique 2) pour s'en convaincre. Il y a eu des périodes de plusieurs années où le déficit croissant de la balance US des transactions courantes s'est accompagné d'une appréciation du dollar. Cela a été particulièrement le cas durant la première moitié des années 80 ainsi que pendant la deuxième moitié des années 90. Dans l'ensemble, on ne perçoit aucune corrélation manifeste entre les deux phénomènes.

Graphique 2 : USA : balance des transactions courantes



Source : Fed

... en raison des flux de capitaux ...

... mais une augmentation constante du déficit de la balances des transactions courantes tend à affaiblir le dollar à long terme

A cet égard, le rôle des flux internationaux de capitaux est déterminant. Tant que l'afflux net de capitaux étrangers (actions, obligations, crédits bancaires, investissements directs) est élevé, un déficit de la balance des transactions courantes peut sans autre s'accompagner d'une devise à la hausse. Le mécanisme d'adaptation fonctionne alors exactement à l'inverse: il n'agit pas de la balance des transactions courantes sur le taux de change, mais le fort afflux de capitaux déclenche une surévaluation de la monnaie qui, de son côté, entraîne une nouvelle augmentation du déficit de la balance des transactions courantes. C'est selon ce modèle que le dollar a réussi par exemple, du milieu des années 90 à la fin 2002, à se renforcer en dépit de l'augmentation du déficit de la balance des transactions courantes. La forte attractivité des Etats-Unis pour les capitaux privés s'expliquait avant tout par les rendements offerts qui étaient supérieurs à la moyenne des autres régions du monde (espace euro, Japon) en raison de la croissance plus forte de l'économie et de la productivité américaines.

Alors que la balance des transactions courantes ne peut guère expliquer l'évolution de la monnaie à court terme, elle revêt une grande importance dans la perspective d'un équilibre de l'économie globale à long terme. Un déficit de la balance des transactions courantes signifie que le pays est endetté envers l'étranger puisque les étrangers acquièrent par les flux de capitaux des droits sur la fortune. Une hausse continue du déficit de la balance des transactions courantes implique donc un endettement croissant vis-à-vis de l'étranger qui devrait être toujours prêt à financer ce déficit. Cette situation n'est pas un gage de stabilité à long terme. A un moment ou à un autre, des mécanismes d'adaptation viendront corriger le déséquilibre.

Il est toutefois difficile de déterminer le moment à partir duquel un processus de correction va débiter. Il n'est en effet guère possible, dans la réalité, de définir le moment exact à partir duquel un déficit de la balance courante devient insoutenable et exige donc un ajustement. Une étude empirique a analysé les nombreuses corrections des déséquilibres de la balance des transactions courantes dans les pays industrialisés depuis 1973.⁵ Il en ressort que, dans la moyenne des cas examinés, un déficit de la balance courante commence à se renverser lorsqu'il a atteint une zone se situant entre 4 à 5 % du PIB. La valeur seuil ainsi définie doit être considérée avec prudence, car les différences d'un cas à l'autre sont considérables. Cette valeur ne devrait donc pas être adoptée comme règle fixe. Les Etats-Unis précisément présentent aujourd'hui quelques facteurs qui pourraient permettre de supporter longtemps un déséquilibre de la balance courante. Parmi ces facteurs figurent le dollar, en raison de son rôle de monnaie de réserve internationale, mais aussi la croissance de l'économie et de la productivité – structurellement plus élevée aux Etats-Unis que dans d'autres régions (espace euro, Japon) –, qui offre aux investisseurs internationaux des rendements attractifs.

5 C.L. Freund, «Current account adjustment in industrialized countries», International Finance Discussion Papers, Nr. 692, Board of Governors des Federal Reserve System, décembre 2000.

Encadré 1

Balance des paiements :
relations et principes de base

La balance des paiements recense l'ensemble des transactions intervenues entre un pays et le reste du monde. Elle est constituée par la balance des transactions courantes, la balance des mouvements de capitaux et la balance des devises.

La balance des transactions courantes constitue la somme de la balance commerciale (exportations et importations de marchandises et de services), de la balance des revenus du travail et des revenus de capitaux ainsi que de la balance des transferts courants. Un déficit de la balance des transactions courantes signifie que les paiements nets sur les transactions courantes ont passé du pays vers l'étranger parce que, par exemple, les importations de biens et de marchandises sont, en valeur, supérieures aux exportations. La balance des mouvements de capitaux recense les transactions financières avec l'étranger. Parmi celles-ci figurent en premier lieu les investissements directs, les investissements de portefeuille (actions, obligations) et les crédits. Un excédent dans la balance des mouvements de capitaux signifie que des entrées nettes de capitaux ont été enregistrées. Si les capitaux qui affluent depuis l'étranger sont inférieurs à ceux qui partent vers l'étranger, il y a exportation de capitaux. Dans le cas contraire, il y a importation de capitaux. La balance des devises indique comment les réserves de devises (positions en monnaies étrangères) de la Banque centrale ont varié. Si la Banque centrale achète des devises contre de la monnaie indigène, il en résulte un déficit dans la balance des devises (car la monnaie indigène sort du pays).⁶

Il est essentiel de savoir qu'en vertu du principe comptable de double écriture, a balance des paiements – soit la somme des balances des transactions courantes, des mouvements de capitaux, et des devises – est, par nature, toujours équilibrée:

$$\begin{aligned} \text{Balance des paiements} &= \text{Balance des transactions courantes} + \\ &\text{Balance des mouvements de capitaux} + \text{Balance des devises} = 0 \end{aligned}$$

Il en résulte, par reformulation:

$$\begin{aligned} \text{Balance des transactions courantes} &= \\ \text{Balance des mouvements de capitaux} &+ \text{balance des devises} \end{aligned}$$

Cela signifie que, par définition, le solde de la balance des transactions courantes doit toujours correspondre au solde de la balance des mouvements de capitaux et de celle des devises. Dans l'hypothèse où la Banque centrale n'intervient pas sur le marché des changes – soit une balance des devises de 0 – la balance des transactions courantes et la balance des mouvements de capitaux sont nécessairement équilibrées. Dans ce cas, un déficit de la balance des transactions courantes s'accompagne inévitablement d'un excédent de la balance des mouvements de capitaux (importation nette de capitaux). Les Etats-Unis constituent un exemple à cet égard. A l'inverse, un excédent de la balance des transactions courantes est compensé par une exportation nette de capitaux, comme c'est le cas par exemple en Suisse. A toute transaction commerciale doit correspondre une transaction financière de signe opposé: les exportations de biens (comptabilisées avec un signe positif) se traduisent par des revenus en provenance de l'étranger qui soit servent à payer des importations (comptabilisées avec un signe négatif), soit partent à l'étranger (par ex. sous forme d'investissements directs, d'acquisition d'actions ou d'obligations, de crédits) (comptabilisés chaque fois avec un signe négatif). Dans l'optique du pays, un déficit de la balance des transactions courantes signifie un endettement par rapport à l'étranger. A l'inverse, un excédent de la balance des transactions courantes signifie une hausse de la créance du pays sur l'étranger. Un déficit de la balance des transactions courantes est donc, par définition, toujours financé. Cela ne dit toutefois encore rien sur les mécanismes d'adaptation qui agissent sur l'équilibre inévitable des soldes partiels de la balance des paiements (par exemple : mouvements des cours de change).

⁶ Il s'agit d'une bonne règle générale concernant le signe apposé devant toute inscription dans la balance des paiements: les entrées de monnaie indigène sont marquées du signe positif et les sorties de monnaie indigène du signe négatif.

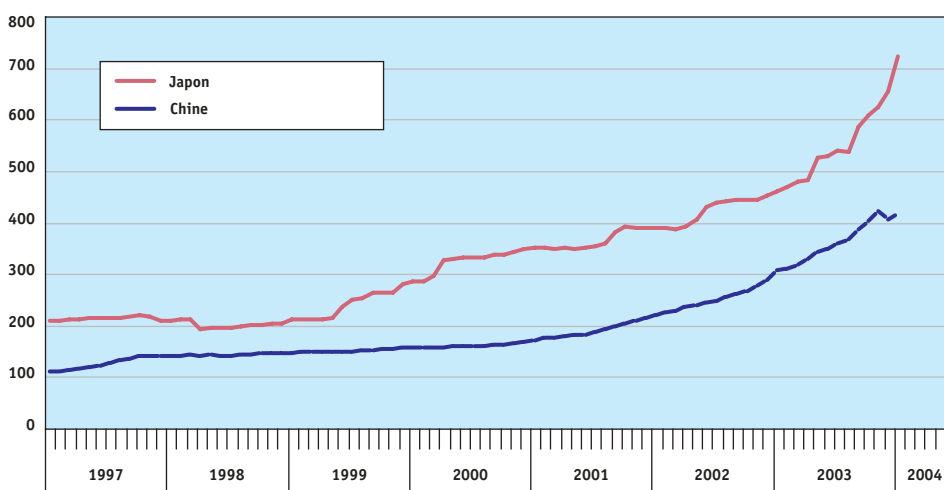
Diminution des flux de capitaux
privés en provenance de l'étranger

Certains signes perçus ces dernières années laissent à penser que la disposition au financement manifestée jusqu'ici par l'étranger atteint peu à peu ses limites. Bien que l'Amérique conserve un avantage en termes de croissance et de productivité et que celui-ci s'est même renforcé en 2003 (surtout par rapport à l'Europe), les flux de capitaux privés en provenance de l'étranger présentent une tendance à la baisse depuis 2001. Il y a en outre eu un transfert assez net des investissements directs et des actions vers les titres émis par des Etats et rémunérés à taux fixes.

Les Banques d'émission
asiatiques «bouchent les trous»

En outre, si la faiblesse du dollar n'a pas été plus marquée, c'est uniquement parce que les banques d'émission d'Asie sont massivement intervenues sur le marché des changes pour éviter une appréciation indésirable de leurs monnaies. C'est ainsi que la Banque centrale japonaise a augmenté ses positions en monnaies étrangères de près de 200 milliards USD en 2003 et de 70 milliards durant le seul mois de janvier 2004. En Chine, les réserves en devises de la Banque centrale se sont accrues d'environ 120 milliards USD. Dans les autres pays asiatiques (surtout à Taiwan, en Corée du Sud, en Inde et à Singapour), elles ont progressé au total de quelque 130 milliards USD. Une grande partie des achats asiatiques de devises serait allée dans des titres, rémunérés à taux fixes, émis par l'Etat américain. Le déficit de la balance américaine des transactions courantes qui s'est élevé à près de 500 milliards de dollars US en 2003 a donc été financé, pour une part essentielle, par les banques d'émission asiatiques.

Graphique 3 : Devises détenues par les banques centrales asiatiques
en mrd. de dollars US



Source : FMI

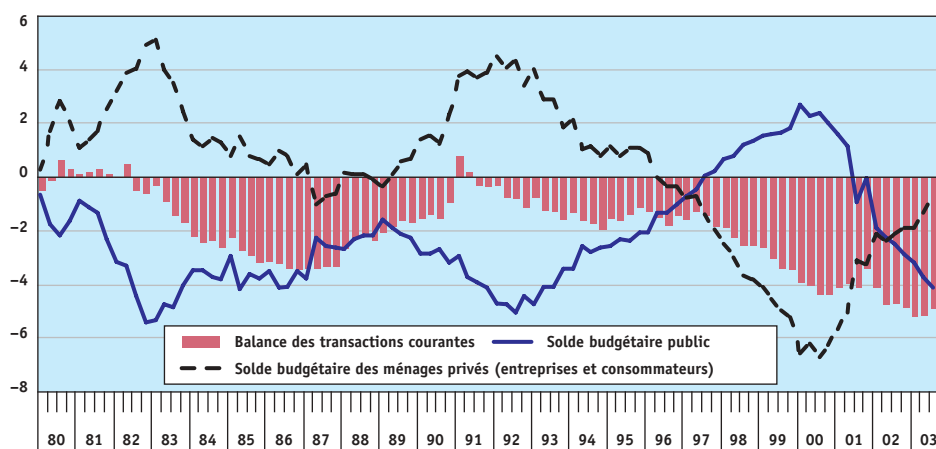
Le fait que la composition de la demande intérieure américaine se soit modifiée ces dernières années a pu jouer un rôle dans la diminution des flux de capitaux vers les Etats-Unis. En raison du système des comptes nationaux, le solde de la balance des transactions courantes correspond par définition à la différence entre la demande intérieure et le revenu intérieur (PIB). Un déficit de la balance des transactions courantes signifie nécessairement que la demande intérieure (dépenses privées de consommation et d'investissement ainsi que dépenses publiques) est supérieure au revenu intérieur et que la différence est couverte par l'étranger sous forme d'un excédent d'importations. Ce rapport peut aussi être qualifiée de «trou» d'épargne (parce que l'épargne intérieure ne suffit pas pour financer les investissements intérieurs), qui est financée par l'étranger par des importations de capitaux. L'important est de connaître l'affectation de ces capitaux: servent-ils à investir dans les entreprises et à augmenter ainsi le potentiel futur de croissance ou à couvrir des dépenses de consommation? Aux Etats-Unis, dans la seconde moitié des années 90, le budget de l'Etat a été consolidé et le déficit de la balance des transactions courantes entièrement transféré sur le secteur privé (ménages et entreprises) suite à une baisse de l'épargne, respectivement une hausse de l'endettement.

«Déficits jumeaux»

7 Ceci est valable à condition que les investissements privés des entreprises augmentent le potentiel futur de production de l'économie, contrairement au déficit du budget de l'Etat. Cela n'est toutefois pas toujours le cas. Les investissements privés ne s'avèrent pas tous productifs, comme on a pu le constater à la fin des années 90.

Ces dernières années, en revanche, le déficit du budget de l'Etat a une nouvelle fois massivement augmenté suite aux mesures de relance, alors que le secteur privé a réduit son déficit. Cette évolution implique que le déficit de la balance des transactions courantes s'accompagne désormais, comme dans les années 80 déjà, d'un déficit élevé du budget de l'Etat («Twin Deficit» ou «déficits jumeaux»). Une telle situation pourrait éventuellement être jugée de manière négative dans la perspective de la soutenabilité à long terme du déficit de la balance courante sur les marchés financiers.⁷

Graphique 4 : USA : balance des transactions courantes, épargne publique et privée
en % du PIB



Sources : Fed, BEA

Mécanismes d'ajustement
macroéconomiques

Deux mécanismes d'ajustement peuvent en principe intervenir pour corriger le déficit de la balance américaine des transactions courantes. D'une part, une dépréciation du dollar qui favorise les exportations américaines et freine les importations aux dépens des partenaires commerciaux étrangers. D'autre part, un ralentissement relatif de la croissance aux Etats-Unis par rapport à l'étranger. Une demande intérieure américaine plus faible freine les importations alors qu'une accélération de l'expansion en Europe ou en Asie stimule les exportations américaines. Dans les deux cas, l'effet est une réduction du déficit de la balance des transactions courantes. Quel est le mécanisme qui domine dans un processus d'ajustement? Tout dépend de la situation concrète, par exemple de la position dans le cycle conjoncturel ou de l'orientation de la politique monétaire et fiscale. La correction d'un déséquilibre de la balance des transactions courantes peut se faire en douceur ou de manière abrupte en perturbant considérablement la conjoncture internationale. Cela dépend avant tout de l'état de l'économie mondiale. Ainsi, la rapide réduction du déficit de la balance courante américaine dans la seconde moitié des années 80 s'est faite plus ou moins sans problème grâce à une conjoncture florissante en Europe et au Japon (voir encadré 2). En comparaison, la conjoncture est aujourd'hui, hors des Etats-Unis et pour l'instant tout au moins, nettement plus faible d'où un risque plus grand pour l'économie mondiale.

Aucune diminution rapide
du déficit de la balance
des transactions courantes
n'est en vue

Du fait de la grande avance qu'ont les Etats-Unis sur la zone euro et le Japon en matière de croissance, aucun recul net et rapide du déficit de la balance américaine des transactions courantes ne se dessine pour l'instant. La faiblesse du dollar entraîne certes, avec un certain retard, une réduction du déficit de la balance courante, mais cet effet ne doit pas être surestimé.⁸ Dans sa publication «Economic Outlook» de décembre 2003, l'OCDE estime donc que le déficit de la balance américaine des transactions courantes ne va pas diminuer d'ici à la fin de 2005, mais uniquement se stabiliser autour de la valeur actuelle qui est de 5 % du PIB. Une croissance économique plus élevée hors des Etats-Unis, une épargne plus marquée aux Etats-Unis, ainsi qu'une dépréciation modérée du dollar, telle serait la meilleure combinaison pour garantir une réduction en douceur, soit sans déstabilisation de la conjoncture internationale, du déficit de la balance américaine courante à moyen et à long terme.

⁸ Selon les simulations de l'OCDE au moyen du modèle macroéconométrique INTERLINK, une baisse de 10 % du cours nominal, pondéré par les exportations, du dollar entraîne, en trois ans, une diminution du déficit de la balance des transactions courantes de 0,25 point de pourcentage seulement.

Encadré 2

Correction du déficit de la balance courante américaine 1987-1991

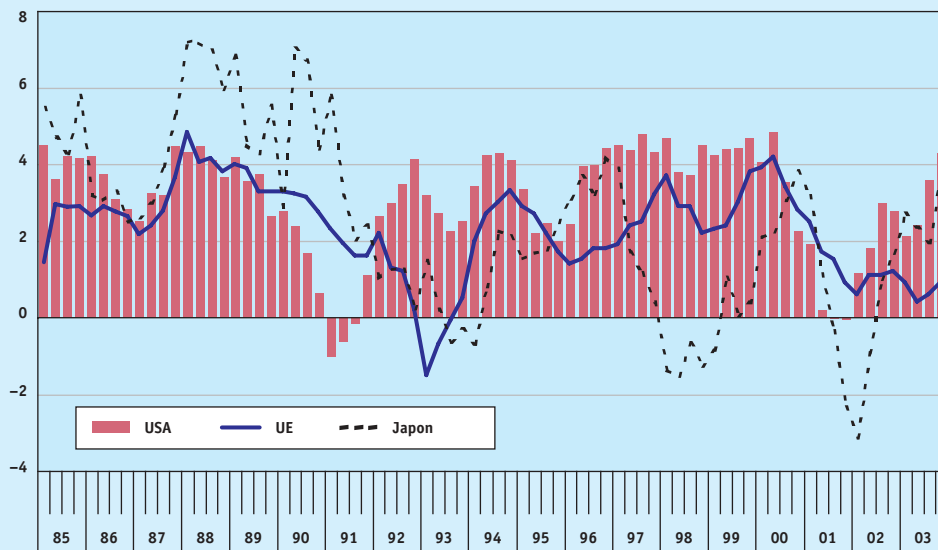
Durant la première moitié des années 80, les Etats-Unis ont enregistré une forte hausse du déficit de leur balance des transactions courantes. De 1983 à 1986, celui-ci a passé de 0 à 3,5 % du PIB. Simultanément, le déficit du budget de l'Etat s'est – tout comme cela a été le cas en 2002/03 – considérablement creusé («Reaganomics»). La politique monétaire menée à l'époque par les Etats-Unis était très restrictive, ce qui n'était pas le cas en 2002/03. Les intérêts élevés ont contribué à un fort afflux de capitaux étrangers aux Etats-Unis et le dollar s'est considérablement apprécié.

Le déséquilibre a été rapidement corrigé aux cours des années suivantes. Le déficit de la balance des transactions courantes, qui avait atteint son niveau maximum de 3,5 % du PIB à la fin 1986, a été complètement résorbé jusqu'en 1991. Les deux mécanismes classiques (dépréciation du dollar et fléchissement relatif de la croissance aux Etats-Unis) ont contribué à ce résultat. L'ajustement s'est fait essentiellement par des adaptations du taux de change, le dollar ayant cédé tout le terrain qu'il avait gagné les années précédentes. De 1985 à 1988, le dollar, en termes réels et pondérés du commerce extérieur, a perdu près de 40 % de sa valeur pour se retrouver au niveau du début des années 80. Le ralentissement relatif de la croissance n'a contribué que pour une faible part à l'ajustement. Dans la seconde moitié des années 80, la croissance de l'économie américaine est demeurée encore très robuste; elle a commencé à être légèrement inférieure à celle enregistrée au Japon, mais est restée longtemps supérieure au niveau de la croissance en Europe. C'est en 1990 seulement, alors que les Etats-Unis traversaient une brève récession, que la croissance américaine a nettement fléchi. A ce moment là, le déficit de la balance des transactions courantes était déjà en grande partie résorbé.

D'une manière générale, on peut dire que la conjoncture mondiale n'a pas beaucoup souffert de la correction du déficit de la balance américaine des transactions courantes intervenue dans les années 80. La situation conjoncturelle favorable hors des Etats-Unis y était pour beaucoup. Dans la seconde moitié des années 80, les économies d'Europe et du Japon se trouvaient en plein essor. Elles étaient donc à même d'absorber avec une relative facilité la réduction du déficit de la balance courante américaine. Le réalignment des taux de change s'est fait à l'époque avec l'accord de tous. Il y a eu des interventions coordonnées des banques centrales sur le marché des changes et l'accord Plaza de septembre 1985 mettait, qui en évidence le souhait d'un dollar plus faible.

En comparaison, les conditions cadres de l'économie mondiale sont aujourd'hui (février 2004) moins favorables à une correction du déficit de la balance courante américaine. En Europe, la conjoncture vient de redémarrer alors qu'au Japon, qui a été dans le marasme pendant une décennie, la reprise ne semble pas encore assurée. Si en Asie, les économies se développent plus fortement, les résistances face à une dépréciation du dollar par rapport aux monnaies indigènes sont nombreuses. Une réduction de la balance américaine des transactions courantes aussi rapide et aussi forte que celles qui est intervenue entre 1987 et 1991 ne pourrait donc guère être réalisée aujourd'hui sans perturber gravement la conjoncture mondiale.

Graphique 5 : Croissance économique aux USA, dans la zone euro et au Japon
Variations du PIB par rapport à l'année précédente



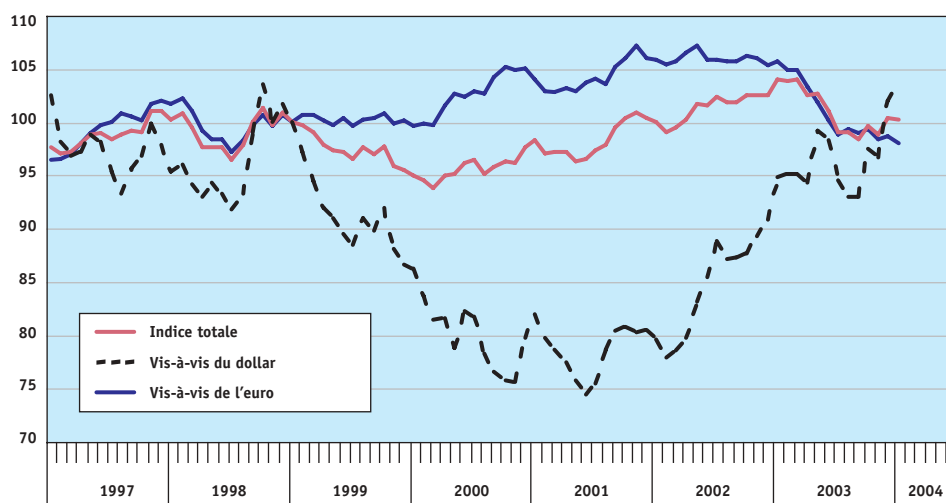
Source : OCDE

Faiblesse du dollar jusqu'ici supportable pour l'économie suisse

La faiblesse du dollar porte atteinte à la compétitivité des exportations de l'UE et de la Suisse vers les pays extra-européens. Cet effet de frein conjoncturel est quelque peu compensé par la baisse du prix des importations en provenance de la zone dollar qui réduit les dépenses des entreprises et des consommateurs, endigue l'inflation et permet ainsi de maintenir plus longtemps une politique monétaire expansive. Il n'en reste pas moins que l'effet global sur la conjoncture est négatif.⁹

Pour la Suisse, l'effet négatif de la faiblesse du dollar est relativisée du fait que le franc suisse s'est nettement déprécié (d'environ 7% en termes réels) par rapport à l'euro au cours de l'année 2003. Pondéré par les exportations, le cours de change réel du franc – en tant que grandeur de référence pour la compétitivité de l'économie suisse d'exportations – a légèrement diminué en 2003 et se situait, en janvier 2004, à peu près au niveau de la fin 2001. Vu la forte interdépendance commerciale avec la zone euro – plus de 50 % des exportations suisses sont destinées à cette région – le cours du franc par rapport à l'euro constitue de loin la relation monétaire la plus importante pour l'économie suisse. La part des Etats-Unis à l'ensemble de nos exportations se limite en revanche à 10 % environ. Elle atteint près de 20 % si l'on compte en plus les pays dont les monnaies sont liées au dollar (surtout en Asie et en Amérique latine).

Graphique 6 : Indice du cours de change effectif du franc suisse
janvier 1999 = 100



Source : BNS

L'économie suisse pourrait toutefois aussi être indirectement touchée par la faiblesse du dollar. Si la conjoncture devait faiblir dans l'espace euro en raison de l'évolution des cours de change, l'évolution des exportations suisses serait nettement entravée. Contrairement à la Suisse, l'espace euro doit effectivement porter l'hypothèque d'une forte appréciation du cours de change de l'euro (pondéré par les exportations). Compte tenu de l'environnement économique extérieur favorable (croissance dynamique de l'économie aux Etats-Unis et en Asie), celle-ci paraît toutefois soutenable. On en veut pour preuve l'amélioration du climat des affaires dans l'espace euro qui s'est maintenue jusqu'à récemment. La poursuite de la reprise conjoncturelle de plus en plus soutenue par les investissements, est donc toujours probable. En Suisse aussi, la tendance à la hausse des indicateurs conjoncturels avancés persiste.

Il est important de signaler que les turbulences que l'on craignait sur les marchés financiers en raison de la faiblesse du dollar (par ex. une hausse sensible des intérêts à long terme ou un nouveau crash boursier) ont été épargnées. Le policy-mix extrêmement expansionniste aux Etats-Unis – taux d'intérêt bas et accentuation massive du déficit budgétaire – risque toutefois d'entraîner une hausse des taux d'intérêt future plus forte que celle qui a déjà été prévue.

9 Sur la base de divers modèles macroéconométriques (par ex. OCDE, FMI), on peut appliquer pour l'espace euro la règle générale selon laquelle une appréciation de 10 % du cours de l'euro, pondéré par les exportations, freine la croissance du PIB d'un point de pourcentage au total au cours des deux années suivantes. Pour la Suisse dont l'économie est plus ouverte et qui dépend donc davantage des taux de change, l'effet de frein devrait être encore plus élevé.

Le risque d'une baisse persistante du dollar existe, mais il est limité

Dans l'ensemble, la faiblesse du dollar enregistrée jusqu'ici ne devrait pas compromettre sérieusement la reprise conjoncturelle en Suisse.

Le déficit de la balance américaine des transactions courantes devrait donc, comme nous l'avons expliqué, rester dans un premier temps élevé. Il y a ainsi un risque que la chute du dollar se poursuive si les étrangers se montrent de moins en moins enclins à couvrir le manque de financement des Etats-Unis. On peut songer à un nouvel effondrement du dollar par rapport aux monnaies européennes (par ex. hausse de l'euro à 1,50 par rapport au dollar), accompagné éventuellement par des turbulences sur les marchés financiers telles que de fortes augmentations globales des taux d'intérêt sur les marchés financiers ou une dégringolade du cours des actions. Un tel scénario remettrait sérieusement en cause la reprise conjoncturelle dans la zone euro et toucherait inévitablement la Suisse. Ce risque paraît cependant limité, car une baisse trop forte du cours du dollar est contraire aux intérêts de l'économie mondiale et déclencherait probablement des mesures de politique économique de la part des autres pays. La Banque centrale européenne (BCE) pourrait par exemple contrer une faiblesse persistante du dollar en intervenant sur le marché des changes et/ou en baissant ses taux directeurs, comme les banques d'émission asiatiques l'ont déjà fait. Mais est-ce que les mesures isolées de la BCE pourraient empêcher une nouvelle montée de l'euro par rapport au dollar ou seulement la freiner (tout comme c'est le cas du dollar par rapport au yen)? La question reste ouverte.

La constitution d'énormes réserves de dollars par les banques d'émission asiatiques est souvent considérée comme un autre point faible pour le dollar puisqu'il dépend de plus en plus des interventions étrangères sur le marché des changes. Si les banques centrales asiatiques cédaient une grande part de leurs réserves de dollars, les conséquences seraient dramatiques. On assisterait en effet à une chute rapide du dollar et à une forte hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. En raison de ces lourdes conséquences, il est fort improbable que les banques d'émission asiatiques agissent abruptement. Elles n'y ont guère intérêt. Un dollar encore plus faible qu'actuellement (février 2004) pénaliserait les exportations asiatiques, raison pour laquelle elles sont toujours intervenues jusqu'ici pour soutenir le dollar. De plus, la valeur des réserves de dollars serait réduite en monnaie locale.

Il faut enfin mentionner pour conclure un autre risque possible, celui d'un nouveau renversement de tendance qui verrait le dollar se fortifier en dépit du déficit élevé de la balance des transactions courantes. Si la conjoncture américaine reste vigoureuse en 2004 et si la Banque centrale américaine en vient à relever ses taux d'intérêt, les capitaux privés pourraient à nouveau affluer aux Etats-Unis, provoquant une hausse du dollar. Ce scénario serait positif pour la conjoncture en Suisse et dans l'UE. La combinaison d'une croissance économique supérieure à la moyenne avec un dollar plus fort entraînerait toutefois un déséquilibre externe encore plus grand. La correction serait simplement reportée à plus tard. Dans l'optique de la stabilité de l'économie mondiale, c'est pourtant bien une correction en douceur du déséquilibre américain qui est souhaitable. Les moyens pour y parvenir sont soit dépendants des Etats-Unis (forte augmentation de l'épargne intérieure) soit dépendants du reste du monde (augmentation du potentiel de croissance en Europe et au Japon). A court terme, nous savons qu'il ne sera pas possible de trouver une solution purement intérieure au déséquilibre américain.

Impressum

Les «Tendances conjoncturelles» paraissent 4 fois par an, en supplément à la «Vie économique» des mois de janvier, avril, juillet et octobre.

seco

Secrétariat d'Etat à l'économie
Direction de la politique économique
Effingerstrasse 1
3003 Berne

tél. 031 322 42 27, fax 031 323 50 01

Internet: <http://www.seco.admin.ch> → Analyses et chiffres
→ Développement et prévisions économiques → Tendances conjoncturelles