

EFFETS DE PORTEFEUILLE ET POSITION DU DOLLAR SUR LES MARCHÉS DES CHANGES

Bixio Barenco

TABLE DES MATIÈRES

Résumé et conclusions	126
I. Balances des investissements extérieurs	128
A. Introduction	128
B. Calcul	130
II. Evolution des positions de portefeuille	136
A. Aperçu général	136
B. Composition des portefeuilles	138
III. Effets de portefeuille. flux de balance des paiements et position du dollar sur les marchés des changes	141
A. L'offre exogène d'actifs en dollars	142
B. La demande d'actifs en dollars liée à des considérations de portefeuille	144
C. La position du dollar sur les marchés des changes	146
IV. Perspectives a moyen terme	150
A. Evolution probable de l'offre globale d'actifs en dollars et demande liée à la composition des portefeuilles	150
B. Perspectives de diversification spontanée des portefeuilles	155
Bibliographie	161

Bixio Barenco était administrateur principal à la Division de la balance des paiements lorsqu'il a écrit cet article. Il est maintenant administrateur principal à la Division des études nationales IV. Il remercie Andrew Dean, Rudiger Soltwedel et Jeffrey Shafer de leurs commentaires utiles, et Mady Esménard de son aide précieuse et dévouée.

RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS

Les tentatives faites pour donner une explication satisfaisante des déterminants des taux de change sont jusqu'à présent restées vaines. Sur le plan théorique, un certain consensus se dégage autour d'une approche « de portefeuille » selon laquelle les actifs libellés dans différentes monnaies sont considérés comme des substituts imparfaits de sorte que les offres relatives d'actifs et les préférences des détenteurs de portefeuilles figurent parmi les facteurs qui déterminent les taux de change. Sur le plan économétrique, cependant, ces modèles donnent des résultats assez médiocres et n'apportent généralement pas la preuve que les offres relatives jouent un rôle significatif. L'une des raisons de cet échec réside peut-être dans le manque de données sur la composition des portefeuilles privés en termes de monnaies, qui a obligé à baser les tests empiriques sur des valeurs de remplacement très approximatives telles que les excédents et déficits cumulés de balance courante.

Cet état de chose est particulièrement déplorable en cette période de déséquilibres externes profonds et persistants et dans le contexte du débat que suscitent l'évaluation de ces déséquilibres et leurs conséquences du point de vue de la politique économique. Le déficit de balance courante des États-Unis et la façon dont il pourra être financé dans l'avenir sont des points essentiels dans ce débat. On part souvent de l'hypothèse que si le financement du déficit ne nécessite pas une augmentation notable de la part des actifs en dollars dans les portefeuilles privés par rapport à son niveau actuel, il se fera peut-être assez facilement, à des taux d'intérêt et de change à peu près égaux à ceux qui prévalent actuellement. En revanche, si le financement du déficit suppose une plus forte proportion d'actifs en dollars dans les portefeuilles privés, il faudra peut-être que les rendements attendus de ces actifs soient plus élevés – taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis ou dollar plus faible – pour que les investisseurs acceptent cette modification de la composition de leurs portefeuilles en termes de monnaies. Or, cette fois encore, l'analyse se heurte au manque de données sur la place que les actifs en dollars occupent dans les portefeuilles privés.

Les travaux récents auxquels il est fait référence dans le présent document représentent au moins un pas vers le comblement de cette lacune. Ces travaux, résumés succinctement à la section I, fournissent des chiffres sur la position nette en dollars du secteur privé non américain et sur la position en devises du secteur

privé américain. Ces chiffres ne donnent pas d'informations précises sur la composition des portefeuilles privés en termes de monnaies – ne fût-ce qu'en termes d'actifs en dollars/en monnaies autres – et il ne suffisent donc toujours pas pour vérifier de façon formelle le rôle des offres relatives d'actifs dans la détermination des taux de change. Ils fournissent néanmoins une indication de l'évolution de la part des actifs en dollars dans les portefeuilles non américains et de la part des actifs en devises dans les portefeuilles américains (section II).

De plus, ces chiffres peuvent se révéler utiles dans le cadre d'une approche plus ponctuelle et plus étroite de la détermination du taux de change. Cette approche, examinée à la section III, fait abstraction du rôle de variables telles que les taux d'intérêt et les anticipations, et elle est centrée sur la demande de nouveaux actifs en dollars qu'entraîne la croissance des portefeuilles privés globaux. Cette demande est alors comparée à l'offre exogène d'actifs de ce type liée à certaines opérations de balance des paiements. Plus précisément, la position nette en dollars du secteur privé non américain et la position en devises du secteur privé américain servent de point de départ pour l'estimation de la demande globale de nouveaux actifs financiers libellés en dollars (« actifs en dollars ») qui apparaîtrait sur les marchés des changes si la part du dollar dans les portefeuilles du secteur privé restait constante lorsque leur valeur croît – ce que l'on pourrait appeler la demande de nouveaux actifs en dollars « à composition de portefeuilles constante ». Évidemment, il n'est guère probable que la composition voulue des portefeuilles en termes de monnaies demeure constante étant donné qu'elle dépend de nombreux facteurs, notamment des taux d'intérêt et des anticipations. Par conséquent, les événements de 1987 l'ont montré, dans une conjoncture économique instable, la composition souhaitée des portefeuilles risque de changer notablement et la demande à composition de portefeuilles constante est submergée par d'autres forces qui affectent les taux de change, notamment les anticipations. Cependant, les effets découlant de la croissance des portefeuilles peuvent désormais prendre une ampleur telle que, dans des situations moins extrêmes, ils ne soient plus négligeables. Et dans une conjoncture relativement favorable – c'est-à-dire lorsque le climat économique général est bon, que la confiance est grande et que les anticipations de taux de change sont assez bien ancrées – la demande à composition de portefeuilles constante peut contribuer pour une grande part à déterminer la demande totale d'actifs en dollars, même si les écarts de taux d'intérêt varient sensiblement.

Une comparaison de cette demande « spontanée » avec l'offre « exogène » de nouveaux actifs en dollars – c'est-à-dire l'offre d'actifs en dollars qui échappe en grande partie aux considérations à court terme de taux d'intérêt et de taux de change et que l'on peut mesurer approximativement par des flux de balance des paiements tels que le compte des opérations courantes des États-Unis, les investissements directs américains (nets) et le financement compensatoire en dollars – semble expliquer en partie les variations d'une année sur l'autre de la position du dollar sur les marchés des changes. En particulier, cette approche montre que la

remarquable tenue du dollar en 1989 et au premier semestre de 1990, face à une évolution très défavorable des écarts de taux d'intérêt, à d'importantes interventions officielles concertées contre le dollar et aux événements d'Europe centrale et orientale qui ont renforcé le deutschemark, a coïncidé avec une diminution marquée de l'offre exogène d'actifs en dollars par rapport à la demande théorique à composition de portefeuilles constante.

Pour ce qui concerne l'avenir, cette approche basée sur les flux laisse penser que la concomitance de facteurs tendancielles favorables au dollar observée en 1989 et au premier semestre de 1990 n'est peut-être que temporaire (section IV). L'offre exogène d'actifs en dollars pourrait croître de nouveau en cas de nouvel élargissement du déficit de balance courante des États-Unis et d'amenuisement des entrées nettes d'investissements directs dans ce pays. S'il est vrai que la croissance des portefeuilles globaux, dans des conditions par ailleurs égales, pourrait continuer de se traduire par une forte demande de nouveaux actifs en dollars, cette demande ne couvrira sans doute pas intégralement le besoin de financement prévu. Par conséquent, même sous des hypothèses assez optimistes, le niveau prévu de l'offre exogène d'actifs en dollars semble impliquer un accroissement progressif de la part des actifs en dollars dans les portefeuilles privés non américains. Quant à savoir s'il faudrait pour cela que les rendements escomptés des actifs en dollars augmentent par rapport à ceux des actifs libellés dans d'autres monnaies, cela dépendra en grande partie de la diversification spontanée des portefeuilles. Malheureusement, il s'agit là d'une question assez complexe que l'on ne comprend pas encore bien. Il semblerait néanmoins que, même si dans l'avenir proche la diversification spontanée des portefeuilles reste favorable au dollar, à moyen terme, du fait de l'extension que prennent les marchés de capitaux hors des États-Unis, elle pourrait devenir moins favorable à la monnaie américaine.

1. BALANCES DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS

A. Introduction

Afin de mieux comprendre certaines des questions que posent le déficit important et persistant de la balance courante des États-Unis et son financement, il est utile d'analyser plusieurs « positions » en termes d'encours d'actifs et d'engagements internationaux. Parmi celles-ci, la position nette en dollars du secteur privé non américain et la position nette en devises du secteur privé américain présentent un intérêt tout particulier du fait qu'elles peuvent renseigner sur la composition des portefeuilles, notamment sur la part des actifs en dollars dans les portefeuilles privés non américains. Comme il a été indiqué plus haut, cette part et son évolution

peuvent être un facteur important qui déterminera les modalités de financement des déficits de balance courante des États-Unis dans l'avenir.

Les chiffres concernant la position en dollars du secteur privé non américain et la position en devises du secteur privé américain peuvent aussi servir pour estimer la demande globale de nouveaux actifs en dollars qui, dans certaines conditions, pourrait résulter de la croissance des portefeuilles globaux du secteur privé. Comparée à l'offre ((exogène) prévue d'actifs en dollars – c'est-à-dire l'offre d'actifs en dollars qui échappe en grande partie aux considérations à court terme de taux d'intérêt et de taux de change – cette demande «spontanée» d'actifs en dollars pourrait donner ne serait-ce qu'une idée approximative de la position tendancielle du dollar sur les marchés des changes.

Malheureusement, le calcul des positions internationales se heurte à d'importants problèmes statistiques et conceptuels, et les travaux réalisés jusqu'à présent sont très limités'. Pour arriver à des conclusions même générales et provisoires, il faut introduire des hypothèses et des simplifications draconiennes. On peut utiliser une ((approche brute)) ou une ((approche nette)). Aucune des deux ne paraît pleinement satisfaisante ni nettement supérieure, chacune offrant des avantages et des inconvénients distincts. Ces deux approches doivent par conséquent être considérées comme essentiellement complémentaires.

Une ((approche brute)) – centrée sur les créances brutes sur les États-Unis dans les portefeuilles bruts non américains – est séduisante du point de vue statistique étant donné que, malgré les nombreux problèmes qui se posent, elle permet d'estimer l'importance des portefeuilles en question et la part de créances sur les États-Unis qu'ils contiennent. Toutefois, du fait de l'existence des marchés de l'euro-dollar et des euro-obligations et de la quasi-impossibilité d'estimer la position brute des investisseurs privés non américains sur ces marchés à partir de données publiées, une approche brute doit essentiellement se limiter à une analyse en termes de ((créances sur les États-Unis)) : elle ne permet guère la même analyse en termes de ((créances libellées en dollars des États-Unis)). Étant donné le volume du passif en dollars émis par le secteur public non américain et détenu par le secteur privé non américain, les deux approches sont tout à fait différentes, non seulement sur le plan conceptuel mais aussi du point de vue pratique.

Du point de vue théorique, une ((approche nette)) – centrée sur la position nette des actifs dans les portefeuilles nets – est certainement plus tentante. Les décisions concernant l'actif et le passif extérieurs peuvent souvent être prises par des agents différents. Cependant, avec la libéralisation et l'intégration progressives des marchés internationaux de capitaux et l'introduction de nouveaux instruments et techniques dans le secteur financier, cette distinction perd peut-être de son intérêt, surtout lorsque l'analyse – comme celle qui est exposée dans le présent document – se limite aux opérations financières. Par exemple, dans certains cas et tout particulièrement au Japon, les placements bruts en actifs financiers étrangers semblent parfois ne représenter qu'un aspect d'un processus d'intermédiation financière internationale qui n'a guère ou pas d'incidence sur la composition nette des

portefeuilles en termes de monnaies, les taux de change et le financement des déséquilibres de balance courante. Ce qui est peut-être plus important, c'est que, pour évaluer les risques de change, non seulement les positions nettes sont supérieures – les positions brutes étant carrément trompeuses – mais il faudrait utiliser les « positions en dollars)) au lieu des « positions vis-à-vis des États-Unis)).

A l'aide de la banque de données de l'OCDE sur le passif libellé en dollars émis par le secteur public non américain², on peut estimer la position nette globale en dollars du secteur privé non américain – c'est-à-dire sa position en dollars vis-à-vis des États-Unis et vis-à-vis du secteur public non américain. Cela représente un net progrès par rapport à la méthode habituelle qui consiste à considérer le déficit de balance courante des États-Unis (en plus de l'intervention des autorités monétaires) comme représentant l'offre nette d'actifs en dollars au reste du monde, et qui ne reconnaît pas explicitement le secteur public non américain comme source potentielle d'actifs en dollars pour le secteur privé non américain.

Le problème, toutefois, est qu'avec une approche nette, l'évaluation quantitative des portefeuilles et de la part d'actifs en dollars qu'ils comportent est peut-être encore plus difficile qu'avec une approche brute. La part des actifs en dollars et son évolution ne seront donc pas estimées directement. Le présent document étant centré sur les décisions relatives aux portefeuilles financiers, l'analyse se limite aux positions en termes d'avoirs et d'engagements financiers. Elle ne couvre pas les investissements directs étrangers, encore que la ligne de démarcation entre les positions des actifs réels et des actifs financiers soit, il faut le reconnaître, très floue et que toute distinction précise soit forcément quelque peu arbitraire³.

B. Calcul

Faute de données suffisantes, il est impossible de calculer directement la position nette en dollars du secteur privé non américain, et il faut réinterpréter et calculer cette position essentiellement comme étant l'image inversée de diverses composantes de la position extérieure des États-Unis. On prend cependant en compte, dans le calcul, un facteur supplémentaire, qui constitue une particularité importante de cette analyse, à savoir l'identification explicite du secteur public non américain comme source potentielle d'actifs nets en dollars pour le secteur privé non américain – du fait des emprunts en dollars du secteur public sur les marchés de capitaux extérieurs aux États-Unis, en plus des réserves officielles en dollars détenues hors des États-Unis. La présente section a donc pour objet de montrer succinctement comment, à partir de *la balance des investissements extérieurs des États-Unis* (tableau 1, ligne 1)⁴, il est possible d'identifier et de calculer *la position nette en dollars du secteur privé non américain* (tableau 1, ligne 10)⁵.

Ce calcul comporte cinq étapes :

- premièrement, on inverse le signe de la balance des investissements extérieurs des États-Unis afin de dériver *la position du reste du monde vis-à-vis des États-Unis* (tableau 1, ligne 2);

Tableau 1. Dérivation de la position en dollars du secteur privé non américain : présentation récapitulative

		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
1.	Balance des investissements extérieurs américains	67,7	56,1	37,6	47,9	58,7	74,2	83,7	72,7	76,1	94,5	106,3	140,9	136,7	89,0	EE	-111,4	-267,8	-378,3	-532,6
2.	Position du reste du monde par rapport aux États-Unis (ligne 1 avec le signe opposé)	-67,7	-56,1	-37,6	-47,9	-58,7	-74,2	-83,7	-72,7	-76,1	-94,5	-106,3	-140,9	-136,7	-89,0	-EE	111,4	267,8	378,3	532,6
3.	Premier ajustement: compte non tenu de la position nette du secteur public non américain par rapport aux États-Unis ^a	6,2	-23,2	-30,6	-32,9	-39,8	-40,0	-45,1	-70,1	-93,1	-71,4	-73,4	-59,9	-46,3	-38,1	-35,7	-32,0	-60,9	-105,6	-146,5
4.	Position du secteur privé non américain par rapport aux États-Unis	-61,5	-79,4	-68,2	-80,8	-98,5	-114,2	-128,8	-142,8	-169,2	-185,9	-179,7	-200,8	-183,0	-127,1	-39,0	79A	206,9	272,7	386,1
5.	Deuxième ajustement: compte non tenu de la position nette en monnaies autres que le dollar du secteur privé non américain par rapport aux États-Unis ^b	89,3	98,1	108,1	119,3	126,6	143,2	158,6	186,2	211,7	242,7	256,3	242,3	250,3	256,0	277,9	308,4	363,9	381,0	
6.	Position en dollars du secteur privé non américain par rapport aux États-Unis	27,8	18,8	39,9	38,5	28,1	29,0	29,8	27,0	17,0	45,8	63,0	55,5	59,3	123,2	217,0	357,3	515,3	636,6	767,1
7.	Troisième ajustement: compte tenu de la position nette en dollars du secteur privé non américain par rapport au secteur public non américain	..	..	-40,7	-38,5	-34,6	-24,8	-14,9	-16,3	22,3	49,6	80,7	94,1	138,3	140,6	128,2	125,3	91,7	-1,4	27,7
8.	Position en dollars du secteur privé non américain (actifs réels et financiers identifiés)	..	..	-0,1	-0,0	-6,5	4,2	14,9	10,7	39,3	95,4	143,7	149,6	197,6	263,8	345,2	482,6	607,0	635,2	794,8
9.	Quatrième ajustement: compte non tenu des investissements directs étrangers aux États-Unis et compte tenu du poste des erreurs et omissions cumulées de la balance des paiements	-19,0	-29,4	-32,3	-40,6	-46,7	-43,4	-38,0	-41,8	-37,2	-23,8	-28,0	-30,0	-15,6	-18,8	-22,4	-27,1	-51,6	-101,1	-168,8
10.	Position en dollars du secteur privé non américain	..	..	-32,5	-40,6	-53,2	-39,2	-21,1	-31,1	2,1	71,6	115,7	115,6	182,0	245,0	322,8	455,5	555,4	534,1	626,0

a) C'est-à-dire la position nette des États-Unis par rapport au secteur public non américain, avec le signe opposé.
b) C'est-à-dire la position nette des États-Unis par rapport au secteur privé non américain, avec le signe opposé.

Source : U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, et estimations de l'OCDE.

- deuxièmement, on ajuste la position ci-dessus afin de dériver *la position du secteur privé non américain vis-à-vis des États-Unis* (tableau 1, ligne 4). Pour cela, il faut exclure la position nette du secteur public non américain vis-à-vis des États-Unis, c'est-à-dire, vue de la perspective des États-Unis, la position nette des États-Unis vis-à-vis du secteur public non américain. Il faut donc exclure toutes les créances des secteurs public et privé américains sur le secteur public non américain⁶, et tous les engagements des secteurs public et privé américains envers le secteur public non américain (tableau 1, ligne 3);
- troisièmement, on ajuste la position ci-dessus afin de dériver *la position en dollars du secteur privé non américain vis-à-vis des États-Unis* (tableau 1, ligne 6). En général, cet ajustement a pour but d'exclure la position en monnaies autres que le dollar du secteur privé non américain vis-à-vis des États-Unis, c'est-à-dire, vue de la perspective des États-Unis, la position nette en devises des États-Unis vis-à-vis du secteur privé non américain. Si les données nécessaires étaient disponibles, cela impliquerait l'exclusion de la composante en devises des créances des secteurs public et privé américains sur le secteur privé non américain, ainsi que la composante en devises des engagements des secteurs public et privé américains envers le secteur privé non américain. Dans la pratique, les composantes en devises de ces postes ne sont pas toujours disponibles et dans un certain nombre de cas elles ont du être estimées (tableau 1, ligne 5)⁷;
- quatrièmement, on ajuste la position ci-dessus afin de dériver la position en dollars du secteur privé non américain –vis-à-vis des États-Unis et vis-à-vis du *secteur public non américain* (tableau 1, ligne 8). D'une manière générale, cet ajustement a pour but d'inclure la position nette en dollars du secteur privé non américain vis-à-vis du secteur public non américain (tableau 1, ligne 7). Plus précisément, on inclut ainsi le ((financement compensatoire)⁸ en dollars effectué hors des États-Unis, net des réserves officielles en dollars détenues hors des États-Unis (supposé représenter essentiellement les engagements en dollars du secteur privé non américain envers le secteur public non américain). Le financement compensatoire – passif en dollars du secteur public non américain – représente une particularité du financement public qui n'est généralement pas traitée systématiquement dans les analyses et les comptes financiers. Les estimations du financement compensatoire net utilisées ici sont établies à partir des données relativement détaillées sur les émissions collectées par l'OCDE, mais les données sur les remboursements sont **plutôt fondées sur des évaluations ad hoc**. En ce qui concerne les réserves officielles en dollars détenues hors des États-Unis, il n'existe pratiquement pas de données fiables et il a fallu les estimer. Par conséquent, s'il est vrai que ces estimations comblent une lacune importante et permettent de pousser plus avant l'analyse d'un

aspect essentiel, elles doivent être considérées comme un premier pas et elles sont sujettes à une grande marge d'erreur;

- enfin, on ajuste la position ci-dessus afin de dériver une version plus affinée de la position en dollars du secteur privé non américain. Cet ajustement consiste à exclure les investissements directs étrangers aux États-Unis et à inclure le poste des erreurs et omissions de la balance des paiements des États-Unis (tableau 1, ligne 9). L'exclusion des investissements directs étrangers réduit le champ du calcul à *la position en actifs financiers*⁹. L'inclusion du poste des erreurs et omissions de la balance des paiements des États-Unis se justifie par le fait que les données officielles américaines sur la balance des investissements extérieurs ne tient absolument pas compte de l'incidence cumulée de ce poste sur la position examinée, bien que l'on s'accorde généralement à penser qu'il reflète principalement des mouvements de capitaux non enregistrés. Depuis une dizaine d'années, ce poste a été généralement très important et positif, ce qui semble indiquer des entrées nettes non négligeables de capitaux étrangers et une accumulation d'engagements américains envers des non résidents, phénomènes dont les données officielles ne rendent pas compte. En ajoutant le poste des erreurs et omissions de la balance des paiements des États-Unis cumulées depuis 1960, même si cela constitue une approche assez brute, on donne peut-être, néanmoins, une idée plus exacte de la *véritable position en dollars* du secteur privé non américain qu'en l'excluant entièrement (tableau 1, ligne 10).

L'ordre exact et le groupement des divers ajustements examinés ci-dessus peuvent évidemment varier quelque peu, selon les étapes intermédiaires et les positions de contrepartie sur lesquelles on veut mettre l'accent. Une autre approche, suivie dans le tableau 2 et résumée dans le graphique A, met en évidence les contreparties comptables de la position nette en dollars du secteur privé non américain. Cette approche donne aussi une vue d'ensemble de la balance des investissements extérieurs des États-Unis et du reste du monde avec leurs secteurs privé et public respectifs, et la ventilation de ces positions en termes de dollars et de devises dans le cas des États-Unis et en termes de créances en dollars et de créances sur les États-Unis dans le cas du reste du monde.

Du point de vue théorique, le «produit synthétique» le plus intéressant que l'on puisse dériver de ces positions internationales est peut-être la position nette en dollars du secteur privé non américain moins la position nette en devises du secteur privé américain, que l'on peut considérer comme représentant la position nette du secteur privé global vis-à-vis du dollar. Les variations de cette position représentent la demande de nouveaux actifs en dollars de la part du secteur privé global, demande découlant du désir du secteur privé non américain d'accroître la part de ces actifs dans son portefeuille en échange de monnaie nationale, abstraction faite du désir du secteur privé américain d'accroître la part de ses actifs en devises en

Tableau 2. Dérivation de la position en dollars du secteur privé non américain : autre présentation récapitulative

En milliards de dollars

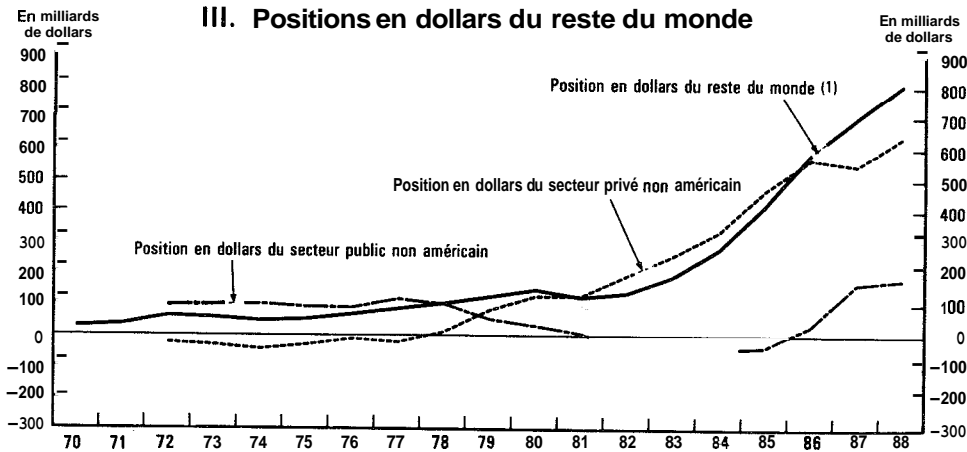
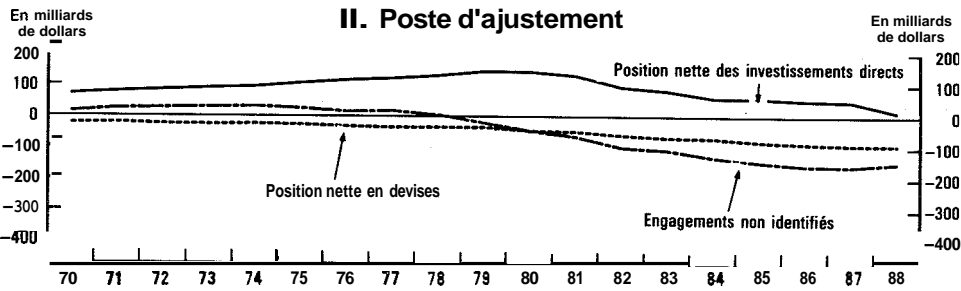
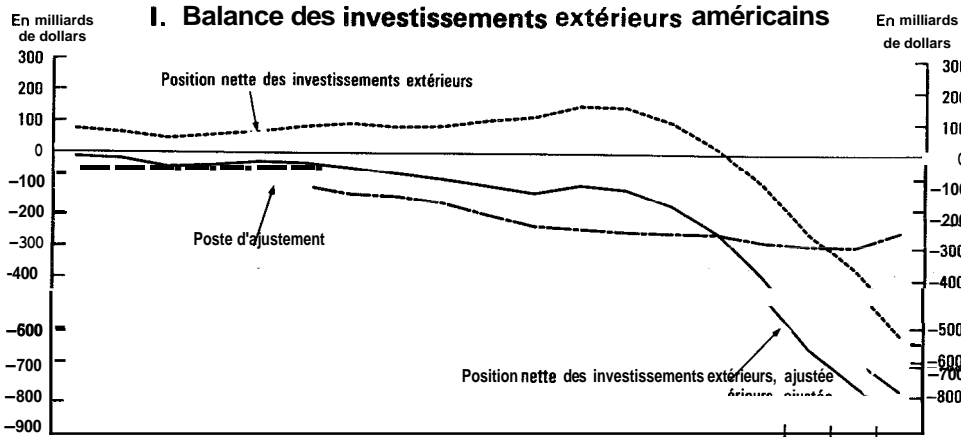
134

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
1. Balance des investissements extérieurs américains	67.7	56.2	37.6	47.9	58.7	74.2	83.7	72.7	76.1	94.5	106.3	140.9	136.7	89.0	3.3	-111.4	-267.8	-378.3	-532.8
2. Balance des investissements extérieurs américains, ajustée	-20.2	-27.1	-53.7	-47.8	-38.1	-42.9	-56.7	-76.5	-93.7	-114.5	-137.1	-112.2	-125.8	-177.9	-267.1	-407.1	-574.3	-687.9	-793.6
3. Position en dollars du reste du monde (ligne 2 avec le signe opposé)	20.2	27.1	53.7	47.6	38.1	42.9	58.7	76.5	93.7	114.5	137.1	112.2	125.6	177.9	267.1	407.1	574.3	687.9	793.6
4. Position en dollars du secteur public non américain	..	..	86.3	88.4	91.4	82.0	79.6	107.6	91.7	42.9	21.4	-3.4	-56.2	-67.1	-55.8	-48.8	16.9	153.9	167.6
a) Créances nettes sur les États-Unis	11.4	37.7	46.2	49.9	56.8	57.2	64.9	91.3	114.0	92.5	102.1	90.7	82.1	73.5	72.4	76.5	110.6	152.5	195.3
b) Créances nettes sur le secteur privé non américain	..	..	40.1	38.5	34.6	24.8	14.9	16.3	-22.3	-49.6	-80.7	-94.1	-138.3	-140.6	-128.2	-125.3	-91.7	1.4	-27.7
. créances brutes (réserves officielles en dollars détenues à l'extérieur des États-Unis)	16.4	27.9	45.8	59.4	73.8	72.8	77.3	95.0	95.1	102.2	87.9	88.7	62.7	59.7	59.7	56.6	87.6	167.7	122.1
. engagements bruts (financement compensatoire en dollars, à l'extérieur des États-Unis)	..	..	5.7	20.9	39.2	48.0	62.4	78.7	117.4	151.8	168.6	182.8	201.0	200.3	187.9	181.9	179.3	166.3	149.8
5. Position en dollars du secteur privé non américain	..	..	-32.5	-40.6	-53.2	-39.2	-21.1	-31.1	2.1	71.6	115.7	115.6	162.0	245.0	322.8	455.5	555.4	534.1	626.0
a) Créances nettes sur les États-Unis	8.8	-10.6	7.8	-2.1	-18.6	-14.4	-6.2	-14.8	-20.2	22.0	35.0	21.5	43.7	104.4	194.6	330.2	463.7	535.5	598.3
. identifiées	14.5	4.9	25.0	17.9	3.0	1.3	-1.0	-7.6	-25.5	-8.7	-21.0	-53.2	-65.4	-13.9	52.4	172.7	294.9	364.8	438.2
. non identifiées	-5.7	-15.5	-17.4	-20.0	-21.6	-15.7	-5.2	-7.2	5.3	30.7	56.0	74.7	109.1	118.3	142.2	157.5	168.8	170.7	160.1
b) Créances nettes sur le secteur public non américain	..	..	-40.1	-38.5	-34.6	-24.8	-14.9	-16.3	22.3	49.6	80.7	94.1	138.3	140.6	128.2	125.3	91.7	-1.4	27.7
<i>Pour mémoire</i>																			
6. Poste d'ajustement (de la ligne 2)	-87.9	-83.3	-91.3	-95.7	-96.0	-117.1	-142.4	-149.2	-169.8	-209.0	-243.4	-253.1	-262.5	-266.9	-270.4	-295.7	-306.5	-309.6	-261.0
a) Position des investissements directs américains (non prise en compte)	-62.2	-69.1	-75.0	-80.7	-85.0	-96.4	-106.0	-111.4	-120.2	-133.4	-131.4	-119.6	-83.1	-70.1	-46.9	-45.7	-39.4	-36.2	2.0
b) Poste des erreurs et omissions cumulées de la balance des paiements des États-Unis (pris en compte avec le signe opposé)	5.7	15.5	17.4	20.0	21.6	15.7	5.2	7.2	-5.3	-30.7	-58.0	-74.7	-109.1	-118.3	-142.2	-157.5	-168.8	-170.7	-160.1
c) Position en devises des États-Unis (non prise en compte)	-31.4	-29.7	-33.7	-35.0	-33.4	-36.4	-41.6	-45.0	-44.3	-44.9	-56.0	-58.8	-70.3	-78.5	-81.3	-92.5	-98.3	-102.7	-102.9
. secteur public américain	-22.0	-18.8	-19.4	-21.1	-19.6	-19.8	-22.2	-23.4	-21.4	-18.0	-24.3	-28.6	-37.0	-37.2	-38.7	-46.7	-50.9	-48.1	-49.9
. secteur privé américain	-9.4	-10.9	-14.3	-13.9	-13.8	-18.8	-19.4	-21.6	-22.9	-26.9	-31.7	-30.2	-33.3	-41.3	-42.6	-45.8	-47.4	-54.8	-53.0
7. Financement compensatoire net en dollars	..	..	7.0	23.5	44.2	57.6	80.0	105.4	151.6	192.0	212.7	236.9	272.5	283.3	274.2	265.6	267.0	254.4	234.9
a) Aux États-Unis	..	..	1.3	26	50	98	17.6	26.7	34.2	40.2	44.1	56.1	71.5	83.0	86.3	83.7	87.7	88.1	85.1
b) Hors des États-Unis	..	..	5.7	20.9	39.2	48.0	62.4	78.7	117.4	151.8	168.6	182.8	201.0	200.3	187.9	181.9	179.3	166.3	149.8

Source: U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, et estimations de l'OCDE.

GRAPHIQUE A

BALANCE DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS



1. Position nette des investissements extérieurs américains, ajustée avec le signe opposé.

échange de dollars. C'est cette position globale qui est utilisée à la section III pour examiner les effets de portefeuille.

II. ÉVOLUTION DES POSITIONS DE PORTEFEUILLE

A. Aperçu général

La présente section examine l'évolution de la position en dollars du secteur privé non américain et de ses Contreparties, et ses conséquences du point de vue de la composition des portefeuilles privés non américains en termes d'actifs en dollars et d'actifs libellés dans d'autres monnaies. Elle examine aussi succinctement les mêmes questions en ce qui concerne la composante en devises des portefeuilles privés américains.

La position nette en dollars du secteur privé non américain est généralement l'image inversée de la balance des investissements extérieurs des États-Unis depuis une quinzaine d'années (graphique A). Il s'agit cependant d'une relation très lâche. Les autres contreparties figurant dans le graphique A – le poste d'ajustement et la position nette en dollars du secteur public non américain – jouent aussi un rôle important, en particulier sur des périodes ne dépassant pas quelques années. Par conséquent, à la fin de 1988, la position nette en dollars du secteur privé non américain dépassait d'environ 100 milliards de dollars, soit 20 pour cent, la balance (négative) des investissements extérieurs des États-Unis, et en 1987 la première n'avait marqué qu'une légère variation tandis que la seconde s'était dégradée de plus de 100 milliards de dollars.

Le principal facteur responsable de cette différence importante et grandissante entre la position en dollars du secteur privé non américain et la balance des investissements extérieurs des États-Unis est le poste des erreurs et omissions cumulées de la balance des paiements des États-Unis – 160 milliards de dollars à la fin de 1988 (graphique A, partie II). La position nette des investissements directs américains et la position nette en devises des États-Unis représentaient, réunies, quelque 100 milliards de dollars à la fin de 1988. Ces trois facteurs, bien que d'importance croissante avec le temps, font preuve d'une grande stabilité et ont toujours représenté une contrepartie positive à la position en dollar du secteur privé non américain, la relevant bien au-dessus du niveau correspondant à la balance des investissements extérieurs des États-Unis. En revanche, la position nette en dollars du secteur public non américain se caractérise par une évolution conjoncturelle marquée, oscillant autour de zéro pour s'établir aux environs de 170 milliards de dollars à la fin de 1988 (graphique A, partie III). Par conséquent, ce poste a constitué une contrepartie tantôt positive tantôt négative à la position en dollars du secteur privé

non américain – une contrepartie positive représentant une position en dollars négative du secteur public non américain et se traduisant, toutes autres choses étant égales, par l'absorption d'un volume plus important d'actifs en dollars par le secteur privé non américain. Par moments, l'évolution de la position en dollars du secteur privé non américain a reflété principalement l'évolution de la position en dollars du secteur public non américain, notamment entre **1980** et **1982** et plus encore en **1987**. Cette année-là, par suite d'interventions massives sur les marchés des changes destinées à soutenir le dollar, la dégradation de la position des investissements extérieurs des États-Unis a été plus que compensée par le redressement de la position en dollars du secteur public non américain, et la position en dollars du secteur privé non américain a en fait baissé légèrement.

Ces chiffres vont tout à fait dans le sens du point de vue largement partagé selon lequel le déficit de balance courante des États-Unis est financé presque entièrement en dollars. De fait, le secteur privé américain a toujours eu une position nette positive, quoique modeste, en devises (en termes d'actifs financiers, c'est-à-dire compte non tenu des investissements directs à l'étranger). Cette position s'est améliorée assez régulièrement au fil des années, malgré les fluctuations marquées du dollar. En revanche, l'importance et les variations d'une année sur l'autre du financement compensatoire infirment le point de vue corollaire selon lequel la position de la balance courante des États-Unis est une valeur supplétive acceptable pour représenter l'offre de nouveaux actifs en dollars au reste du monde – actifs qui doivent être absorbés par le secteur privé non américain ou par les banques centrales, par le biais des interventions sur les marchés des changes. En fait, on le verra plus loin (tableau 3), jusqu'au milieu des années 80, les variations du financement compensatoire ont souvent contrebalancé les déficits et excédents de balance courante des États-Unis.

Pour approfondir l'analyse, il faudrait diviser la période couverte par le graphique A en trois sous-périodes : la première allant de **1974** à **1978**; la deuxième de **1978** à **1983**; et la troisième de **1983** à **1988** (l'année **1987** représentant une ((discontinuité)) majeure). De **1974** à **1978**, le secteur privé non américain n'a pas eu de position nette importante en dollars, et le secteur public non américain a eu une position en dollars assez stable et faiblement positive du fait que la rapide progression du financement compensatoire en dollars a été, en gros, contrebalancée par la croissance des réserves officielles en dollars.

De **1978** à **1983**, la position en dollars du secteur privé non américain s'est améliorée de près de **250** milliards de dollars et est devenue largement positive. Cette évolution a été liée moins à la position extérieure des États-Unis qu'à la position en dollars du secteur public non américain, qui s'est dégradée de près de **150** milliards de dollars et est devenue négative par suite de la forte croissance du financement compensatoire et de la diminution des réserves officielles en dollars.

Enfin, de **1983** à **1988**, la position nette en dollars du secteur privé non américain a continué de croître sous l'effet de l'aggravation du déficit de balance courante

des États-Unis et de la rapide détérioration de la balance des investissements extérieurs des États-Unis. Par conséquent, à la différence de l'évolution observée au cours de la sous-période 1978-1983, le redressement de la position en dollars du secteur privé non américain a été imputable, pour une grande part, à une augmentation des créances en dollars identifiées sur les États-Unis – encore que le poste des erreurs et omissions cumulées ait continué de grossir. En revanche, la position en dollars du secteur public non américain est devenue positive en raison à la fois d'une diminution de l'encours du financement compensatoire – du fait que le règlement des engagements a commencé de dépasser les nouvelles émissions officielles en dollars au cours de cette période – et d'un gonflement très marqué des réserves officielles en dollars en 1987.

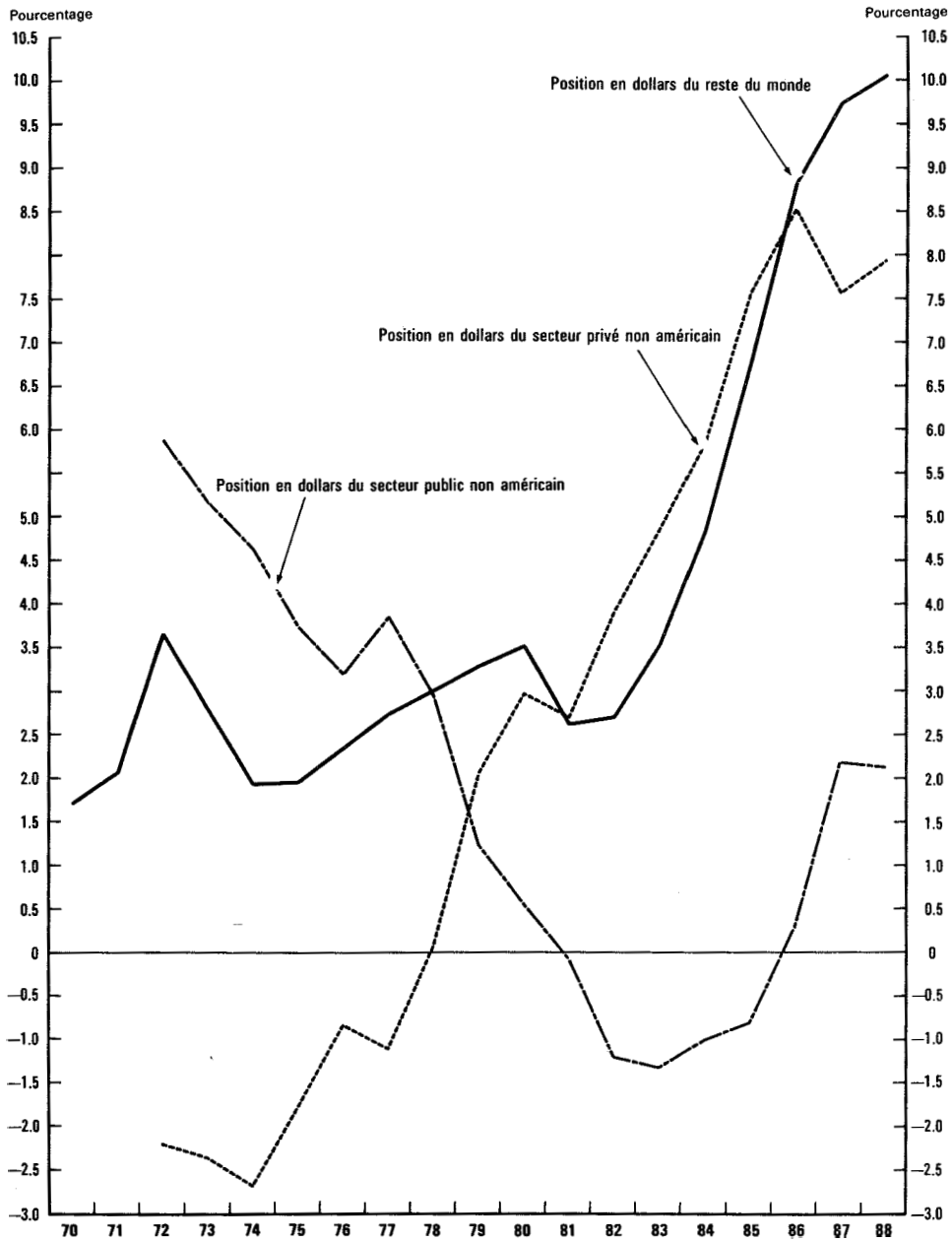
B. Composition des portefeuilles

Une première observation, quelque peu surprenante, de ces travaux – étant donné le rôle international qui est généralement reconnu au dollar même dans les transactions privées – est que la position nette en dollars du secteur privé non américain a été négative au milieu des années 70¹⁰. Cette position négative est restée à peu près stable en termes absolus, mais elle s'est contractée sensiblement en pourcentage du PNB/PIB des pays de l'OCDE hors États-Unis (graphique B). Comme les prix des valeurs mobilières et le taux de change du dollar n'ont, en fin de compte, pas varié notablement au cours de cette période, la part (négative) des actifs en dollars dans les portefeuilles privés non américains a probablement diminué aussi.

En second lieu, on observe que, comme la position en dollars du secteur privé non américain est devenue positive et a progressé très rapidement depuis la fin des années 70, la part des actifs en dollars dans les portefeuilles financiers a sans doute suivi une évolution identique. C'est ce qui s'est passé pour la position en dollars du secteur privé non américain en pourcentage du PNB/PIB des pays de l'OCDE hors États-Unis, qui, d'un niveau proche de zéro en 1978, est passée à près de 8 pour cent en 1988. Il existe cependant deux raisons pour lesquelles il n'est peut-être pas permis de supposer que le rapport entre les portefeuilles financiers privés et le PNB/PIB est resté à peu près stable : premièrement, la forte hausse des cours des actions dans le monde entier et plus particulièrement au Japon; et, deuxièmement, la dépréciation du dollar, notamment par rapport au yen. Ces deux facteurs ont contribué à accélérer la croissance des portefeuilles financiers du secteur privé non américain lorsqu'ils sont évalués en dollars, et par conséquent – toutes autres choses étant égales – à ralentir la progression de la part des actifs en dollars dans ces portefeuilles¹¹.

Néanmoins, la progression de la position en dollars du secteur privé non américain au cours de la décennie passée semble avoir été suffisamment forte pour provoquer une augmentation notable de la part des actifs en dollars – impression

GRAPHIQUE B
**POSITIONS EN DOLLARS QU RESTE DU MONDE,
 EN POURCENTAGE QU PNB/PIB (1)**



1. PNB/PIB de la zone de l'OCDE à l'exclusion des États-Unis.

qui est confirmée par des estimations brutes du taux de croissance probable des portefeuilles financiers évalués en dollars. Par exemple, le taux de croissance annuelle moyenne des actifs financiers (bruts) du secteur des entreprises des pays industrialisés hors États-Unis est estimé à 16 pour cent pour la période 1982-88¹², progression nettement plus lente que la croissance annuelle de 24 pour cent qu'a marquée la position (nette) en dollars du secteur privé non américain au cours de la même période. Une analyse plus détaillée de la composition des portefeuilles bruts en termes de monnaies, axée sur les investisseurs institutionnels japonais, semble aussi, dans une certaine mesure, confirmer cette impression. Evidemment, du fait de la succession d'excédents de balance courante qu'il enregistre et de l'accumulation de créances extérieures nettes, le Japon se situe à l'une des extrémités du spectre des pays représentant le monde hors États-Unis. Par ailleurs, en chiffres bruts, l'accroissement de la part des actifs en dollars dans les portefeuilles privés doit avoir été beaucoup plus prononcé au Japon qu'ailleurs du fait du rôle grandissant de ce pays dans l'intermédiation financière internationale. Cependant, comme il a été indiqué plus haut, l'effet des cours des actions et l'effet du taux de change ont été particulièrement importants au Japon et ont eu tendance à réduire les disparités internationales à cet égard. De plus, étant donné l'importance des portefeuilles financiers japonais en comparaison de ceux du reste du secteur non américain, la moyenne pour l'ensemble du secteur non américain est largement tributaire de la situation du Japon.

Il convient de noter que même si la part des actifs en dollars dans les portefeuilles privés non américains a effectivement augmenté depuis une dizaine d'années, cela n'implique pas forcément que les rendements escomptés des actifs en dollars ont dû augmenter par rapport aux actifs libellés dans d'autres monnaies, étant donné qu'il a pu se produire en même temps un changement dans les préférences des détenteurs de portefeuilles (c'est-à-dire, une diversification spontanée des portefeuilles) en faveur du dollar. Du fait de l'usage généralisé des contrôles des changes et des réglementations financières, la part des actifs en dollars à la fin des années 70 a sans doute été bien inférieure au niveau désiré. Son augmentation ultérieure, après la levée progressive de ces contrôles et réglementations, a peut-être représenté un rattrapage du niveau souhaité, niveau qui a peut-être, lui-même, été encore poussé à la hausse par le processus d'innovation financière et d'intégration des marchés mondiaux des capitaux.

Quant à la part des actifs en devises dans les portefeuilles privés américains, elle semble avoir décliné depuis une dizaine d'années. Au cours de cette période, la position nette en devises du secteur privé américain a progressé régulièrement mais assez lentement, dépassant à peine 50 milliards de dollars à la fin de 1988. La position en devises du secteur privé américain est restée remarquablement stable aux environs de 1 pour cent du PNB des États-Unis – malgré la rapide intégration des marchés mondiaux de capitaux et le développement impressionnant des transactions internationales. Dans une certaine mesure, cela montre peut-être

que les chiffres se référant aux opérations au comptant sont peu fiables pour mesurer le risque global de change. Le peu d'informations disponible semble indiquer que si les investisseurs américains se couvrent rarement contre le risque de change, les entreprises américaines qui empruntent en devises couvrent généralement leur risque par des opérations croisées (« swaps ») ou par d'autres techniques. Par exemple, si quatre cinquièmes du produit des emprunts en devises effectués depuis 1980 ont été convertis en dollars à travers des opérations croisées, cela représente une diminution des engagements en devises et une augmentation de la position nette en devises du secteur privé américain d'environ 30 milliards de dollars, soit ½ pour cent du PNB. Cependant, même si l'on tient compte de ce facteur, du fait de la forte hausse des cours des actions américaines au cours de cette période, il est douteux que la part des actifs en devises dans les portefeuilles américains ait augmenté.

III. EFFETS DE PORTEFEUILLE, FLUX DE BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION DU DOLLAR SUR LES MARCHÉS DES CHANGES

En s'appuyant sur les positions des portefeuilles des secteurs privés américain et non américain calculées ci-dessus et sur la banque de données de l'OCDE sur le financement compensatoire en dollars, la présente section propose une analyse simplifiée, en termes de flux, de la position du dollar sur les marchés des changes. Cette analyse ne tient pas compte du rôle de variables telles que les taux d'intérêt et les anticipations et elle est centrée, d'une part, sur la demande de nouveaux actifs financiers libellés en dollars ((actifs en dollars)) découlant de la croissance des portefeuilles privés globaux et, d'autre part, sur l'offre exogène (ou structurelle) d'actifs de ce type liée à certaines transactions de balance des paiements. Il s'agit évidemment d'une méthode de second rang et assez heuristique, qui présume résolues de nombreuses questions. Néanmoins, étant donné les assez piètres résultats des modèles formels de détermination des taux de change¹³, il peut être justifié d'adopter une approche moins rigoureuse, limitée à un sous-ensemble central de transactions sur les taux de change. Plus précisément, cette analyse par les flux peut indiquer si les causes immédiates des variations d'une année sur l'autre de la position du dollar sur les marchés des changes sont essentiellement monétaires, explicables du côté de la demande en termes de variations des écarts de rendement prévus, ou si elles sont liées principalement aux variations de la demande ou de l'offre dues, respectivement, à des effets de portefeuille et aux variations de flux de la balance des paiements tels que le compte des opérations courantes des États-Unis, les investissements directs américains et le financement compensatoire en dollars, qui sont généralement expliquées à l'aide d'un ensemble différent de facteurs (notamment l'effet décalé des variations passées des taux de change).

A. Offre exogène d'actifs en dollars

L'offre exogène de nouveaux actifs en dollars ne peut être dérivée des variations des positions calculées à la section 1. Ces dernières sont des positions **expost** qui représentent, en même temps, les quantités demandées et les quantités offertes, égalisées par le mécanisme habituel d'équilibre du marché qui provoque des variations de taux de change. Comme valeur supplétive des données relatives à l'offre exogène ou *ex ante*, il faut utiliser des sources d'actifs en dollars qui échappent plus ou moins aux considérations à court terme de taux d'intérêt ou de taux de change. Il est donc nécessaire de reconsidérer de cette perspective les stocks d'actifs en dollars et leurs origines – à savoir certains flux de la balance des paiements des États-Unis et certaines transactions en dollars du secteur public non américain.

Les principales sources américaines de l'offre d'actifs financiers nets au reste du monde sont le déficit de balance courante des États-Unis, les sorties nettes d'investissements directs américains¹⁴, et les sorties de capitaux publics américains. On peut considérer ces trois postes comme représentant le solde des opérations non financières des États-Unis, lequel, par définition, doit avoir pour contrepartie les flux financiers privés et les transactions nettes des autorités monétaires (essentiellement les interventions officielles). Comme il a été indiqué, les déficits extérieurs des États-Unis sont financés presque entièrement en dollars et les résidents américains conservent une position nette en devises assez modeste et qui ne progresse que peu à peu (du moins en termes d'actifs financiers et sur la base des opérations au comptant). Par ailleurs, les opérations de balance courante, les investissements directs et les mouvements de capitaux publics sont tous relativement insensibles, en l'espace d'un an environ, aux variations des écarts de rendement attendus¹⁶. Par conséquent, en généralisant, on peut considérer que le solde des opérations non financières des États-Unis représente l'offre exogène américaine de nouveaux actifs financiers en dollars qui doit être absorbée par le reste du monde (tableau 3, ligne 4)¹⁷. Pour obtenir l'offre exogène globale de ces actifs, il faut ensuite ajouter les opérations en dollars du secteur public non américain – nouveau financement compensatoire en dollars et variations des réserves officielles en dollars – que l'on peut considérer comme échappant pratiquement aux considérations à court terme de taux de change et de taux d'intérêt.

Bien qu'en général le financement compensatoire soit défini comme correspondant aux emprunts en devises effectués par le secteur public pour des raisons de balance des paiements, pour le calcul de la position en dollars du secteur privé non américain il a fallu le définir comme englobant la totalité des emprunts en dollars de toutes les entités du secteur public. Il englobe, par conséquent, les emprunts des provinces canadiennes et d'autres entités publiques qui reflètent peut-être davantage un désir d'optimisation de la composition des portefeuilles que la politique économique des autorités, et qui doivent être traités comme une opération financière du secteur privé – c'est-à-dire un flux endogène sensible aux

Tableau 3. « Offre » et « demande » de nouveaux actifs en dollars

En milliards de dollars

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1. Déficit de la balance courante des États-Unis ^a	-18.1	-4.2	14.5	15.4	1.0	-1.5	-8.2	7.0	44.3	104.2	112.7	133.2	143.7	126.5	105.9
2. Sorties d'investissements directs américains (nettes) ^b	11.6	7.6	8.2	8.2	13.3	2.3	-15.6	-16.2	-11.6	-22.5	-1.0	-7.8	-2.7	-40.9	-29.0
3. Sorties de capitaux publics américains ^a	2.0	-0.4	2.3	2.2	3.8	4.5	5.4	5.5	4.4	4.7	1.9	-0.1	1.5	-1.7	-1.1
Solde des opérations non financières des États-Unis ^b	-4.5	3.0	25.0	25.8	18.1	5.3	-18.4	-3.7	37.1	86.4	113.6	125.3	142.5	83.9	75.8
5. Financement compensatoire en dollars ^b	13.6	22.2	25.4	46.2	40.4	20.7	26.2	33.6	10.8	-9.1	-8.6	1.4	-12.6	-19.5	-19.5
6. « Offre » globale d'actifs en dollars ^c	9.1	25.2	50.4	72.0	58.5	26.0	7.8	29.9	47.9	77.3	105.0	126.7	129.9	64.4	56.5
7. « Demande » à composition constante de portefeuilles ^d	..	..	..	..	..	4.5	8.4	8.5	14.9	20.4	28.0	41.0	50.8	47.9	57.3
8. « Offre » excédentaire ^e	..	..	..	..	..	21.5	-0.6	21.4	33.0	56.9	77.0	85.7	79.1	16.5	-1.0
<i>Pour mémoire :</i>															
9. Absorption d'actifs en dollars par les autorités monétaires	-3.0	15.0	49.0	29.0	-4.0	-2.0	5.0	-19.0	6.0	15.2	10.1	49.3	128.2	-4.5	..
10. Absorption implicite d'actifs en dollars par le secteur privé non américain ^f	12.1	10.2	1.4	43.0	62.5	28.0	2.8	48.9	41.9	62.1	94.9	77.4	1.7	68.9	..

a/ + = déficits ou sorties de capitaux.

b/ Emprunts du secteur public non américain sur les marchés de capitaux privés. Flux nets.

c/ Lignes 4 plus 5.

d/ Estimée dans l'hypothèse selon laquelle les investisseurs mondiaux souhaitent conserver la même composition de portefeuilles pour ce qui concerne la part des actifs libellés en dollars et celle des actifs libellés dans d'autres monnaies, et dans l'hypothèse selon laquelle les portefeuilles du secteur privé croissent à un taux annuel moyen de 10 pour cent.

e/ lignes 6 moins 7.

f/ lignes 6 moins 9.

Source: U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, et estimations de l'OCDE.

taux d'intérêt et aux taux de change. De surcroît, un pays peut décider de recourir au financement compensatoire en raison de sa propre position extérieure mais la monnaie (ou les monnaies) dans laquelle (lesquelles) il emprunte peut (peuvent) être imposée(s), en partie du moins, par des considérations de portefeuille et refléter des facteurs tels que la position que le dollar occupe sur les marchés des changes à ce moment-là. Néanmoins, le financement compensatoire en dollars des provinces canadiennes représente une part relativement faible du total, et étant donné l'étoffe et l'étendue du secteur du dollar sur les marchés internationaux des capitaux par rapport aux autres secteurs, la possibilité de substitution de monnaie peut être limitée. Par conséquent, s'il est vrai qu'il faut garder ces réserves présentes à l'esprit, on peut, en généralisant, considérer le financement compensatoire comme une source exogène, qui s'ajoute au flux net d'actifs en dollars généré par le solde des opérations non financières des États-Unis (tableau 3, ligne 5).

En ce qui concerne les réserves officielles en dollars, l'idéal serait, cette fois encore, de faire une distinction entre les transactions exogènes, motivées par des facteurs autres que la position du dollar sur les marchés des changes et qui représentent une composante (positive ou négative) de l'offre globale d'actifs en dollars, et les transactions endogènes, liées à la position du dollar et qui ne présentent pas directement d'intérêt pour notre analyse en termes de demande et d'offre exogènes d'actifs en dollars. La première catégorie tiendrait compte des variations des réserves officielles en dollars qui reflètent : *i*) le besoin de financement extérieur des pays qui fixent le taux de change et utilisent le dollar comme monnaie de réserve ; et *ii*) une stratégie à long terme de diversification des portefeuilles officiels. La seconde catégorie tiendrait compte des variations des réserves officielles en dollars qui reflètent : *i*) des efforts bilatéraux ou multilatéraux de stabilisation des taux de change du dollar; et *ii*) des changements dans la composition des portefeuilles officiels motivés par l'évolution du dollar sur les marchés des changes. La ligne de démarcation est cependant très floue, et il est peut-être pratiquement impossible de classer les variations des réserves officielles en dollars selon ces critères. Comme les interventions officielles visant à stabiliser les taux de change du dollar par rapport aux principales monnaies ont sans doute été à l'origine de la majeure partie des achats et ventes officiels de dollars depuis 1975, il sera considéré, pour les besoins des travaux, que toutes les variations des réserves officielles en dollars représentent une demande endogène d'actifs en dollars (ou une ((absorption)) d'actifs en dollars), et elles sont présentées dans le tableau 3 pour mémoire (ligne 9), avec l'absorption d'actifs en dollars par le secteur privé non américain (ligne 10)¹⁸.

B. La demande d'actifs en dollars liée à des considérations de portefeuille

Dans une économie mondiale en expansion, on peut s'attendre à ce que des considérations de portefeuille provoquent une demande spontanée ou exogène de

nouveaux actifs en dollars. Pour clarifier ce point, on peut établir un parallèle avec la théorie micro-économique. Selon un principe bien établi de la théorie de la demande, la quantité demandée d'un bien donné dépend, entre autres facteurs, du niveau de revenu qu'on décide de dépenser ou de consacrer à l'achat de biens en général. Dans le cas de la plupart des biens, une augmentation du revenu, sans autre changement par ailleurs, entraîne un accroissement de la demande, qui est plus ou moins proportionnel selon l'élasticité du bien en question par rapport au revenu. Dans le cas des placements financiers, l'actif financier net joue essentiellement le même rôle que le revenu dans la théorie de la demande. On suppose généralement qu'une augmentation de l'importance du portefeuille total, sans changement dans les attraits relatifs des actifs, se traduit par une demande accrue d'actifs libellés en monnaie nationale aussi bien que d'actifs libellés en devises. Il est cependant difficile d'être plus précis et d'indiquer comment la composition souhaitée des portefeuilles entre les actifs libellés dans les différentes monnaies varie par suite de l'expansion des portefeuilles. Ce point n'a pas fait l'objet d'analyses satisfaisantes dans les nombreux ouvrages consacrés à la détermination des taux de change, qui, dans le cas des effets de portefeuilles, sont centrés sur les variations des offres relatives d'actifs, les changements dans les préférences des détenteurs de portefeuilles et la redistribution de la richesse, par le biais des déséquilibres de balance courante, entre les pays où les préférences sont différentes¹⁹. Dans les modèles de taux de change, on part généralement de l'hypothèse que les demandes d'actifs sont des fonctions homogènes du premier degré du point de vue de l'actif, ce qui signifie que la composition souhaitée des portefeuilles ne dépend pas de leur importance²⁰.

Sur la base de cette hypothèse, on peut donner une estimation approximative de la demande de nouveaux actifs en dollars qui découle de la croissance des portefeuilles globaux. Bien qu'il soit impossible de mesurer précisément l'importance des portefeuilles en question et la part d'actifs en dollars qu'ils contiennent, le taux de croissance de ces portefeuilles – connu ou supposé – conjugué à la position nette en dollars du secteur privé non américain calculée ci-dessus suffit pour dériver la quantité d'actifs en dollars supplémentaires qui, au cours d'une période donnée, doit être absorbée par le secteur privé non américain afin de maintenir au niveau existant – quel qu'il soit – la part du dollar et des autres monnaies dans ses portefeuilles. En appliquant la même méthode à la position nette en devises du secteur privé américain et en combinant les deux résultats, on a une idée approximative de la demande globale de nouveaux actifs en dollars qui pourrait se produire spontanément du fait de l'expansion des portefeuilles – ce que l'on pourrait appeler la ((demande à composition constante de portefeuille)).

Il s'agit évidemment d'une demande partielle qui est dérivée sur la base des hypothèses habituelles selon lesquelles toutes les autres choses restent égales. Dans la réalité, les ((autres choses)) ne restent pratiquement jamais «égales» : la composition souhaitée des portefeuilles et la demande totale d'actifs en dollars

sont généralement le produit d'un grand nombre de facteurs, parmi lesquels interviennent les taux d'intérêt et les anticipations. Ces deux facteurs sont souvent considérés comme les principaux déterminants directs des taux de change et, surtout dans un contexte économique assez instable, on pense que les anticipations l'emportent sur toutes les autres considérations. Cependant, dans des conditions moins extrêmes, la demande de nouveaux actifs en dollars liée à la croissance des portefeuilles globaux peut désormais prendre une importance telle qu'on ne peut plus en faire abstraction lorsqu'on évalue la position du dollar sur les marchés des changes. Et dans un contexte relativement favorable – c'est-à-dire essentiellement avec une bonne conjoncture économique générale, un degré de confiance élevé et des anticipations de taux de change assez bien ancrées – la demande à composition constante de portefeuille peut jouer un rôle majeur dans la détermination de la demande totale d'actifs en dollars, même dans le cas de variations notables des écarts de taux d'intérêt. Enfin, ce type d'effet de portefeuille semble particulièrement intéressant pour une analyse prospective dont l'objectif est justement de déterminer si, dans l'avenir le financement du déficit extérieur des États-Unis s'opérera à peu près aux niveaux actuels de taux d'intérêt et de taux de change ou s'il nécessitera des changements importants de ces variables.

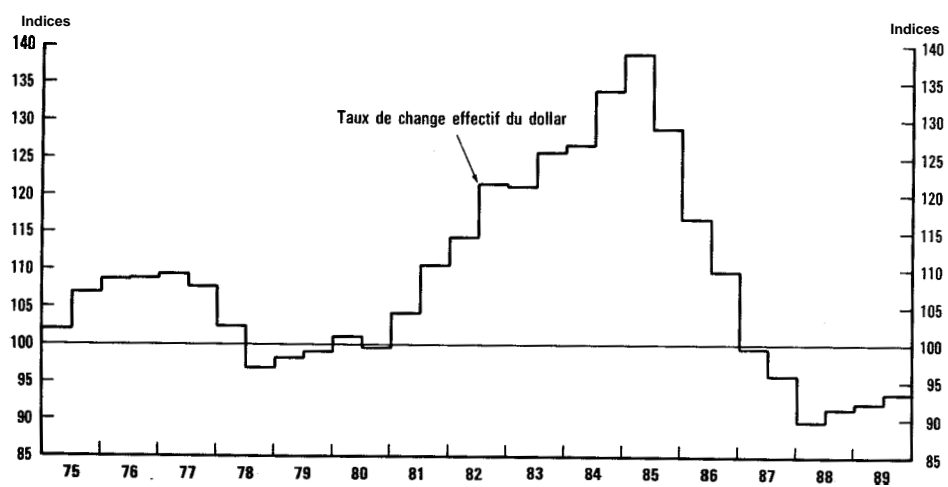
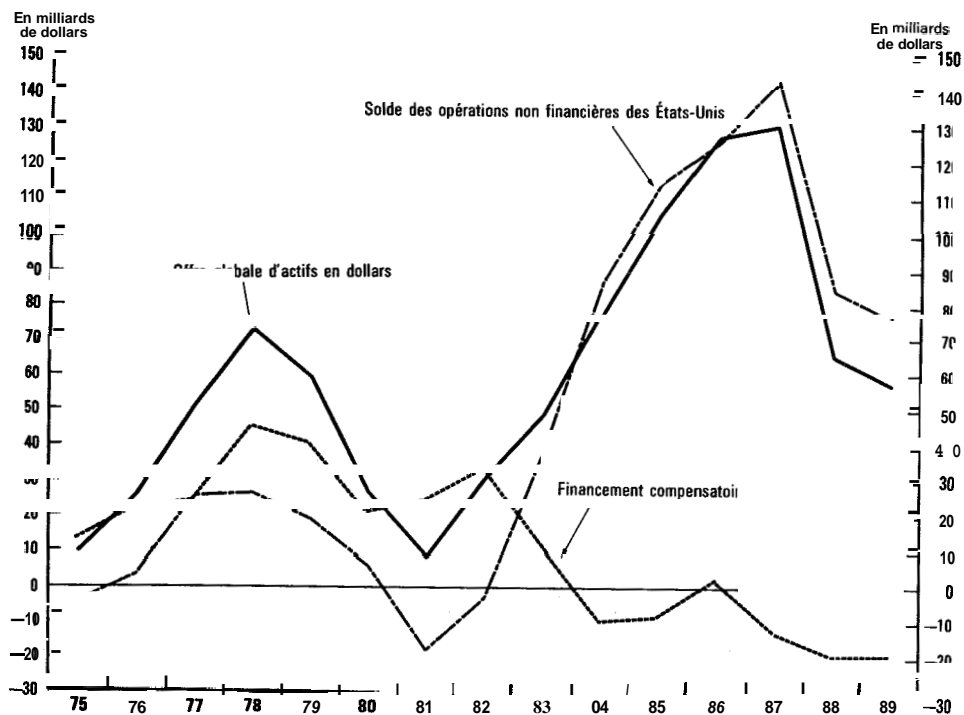
C. La position du dollar sur les marchés des changes

Si l'on compare la demande et l'offre d'actifs en dollars, telles qu'elles sont définies ci-dessus, on peut se faire une idée de la position tendancielle du dollar sur les marchés des changes. Le tableau 3 montre une estimation de la demande à composition de portefeuille constante (ligne 7) sur la base de l'hypothèse très simpliste d'un taux annuel uniforme de croissance des portefeuilles en question de 10 pour cent²¹. Les graphiques C et D montrent l'offre globale et l'absorption d'actifs en dollars et leurs composantes – telles qu'elles sont présentées dans le tableau 3 – conjuguées au taux de change effectif du dollar. L'image globale qui apparaît est très différente selon qu'il s'agit des années 70, des années 80 jusqu'à 1987 ou de la période 1988-89.

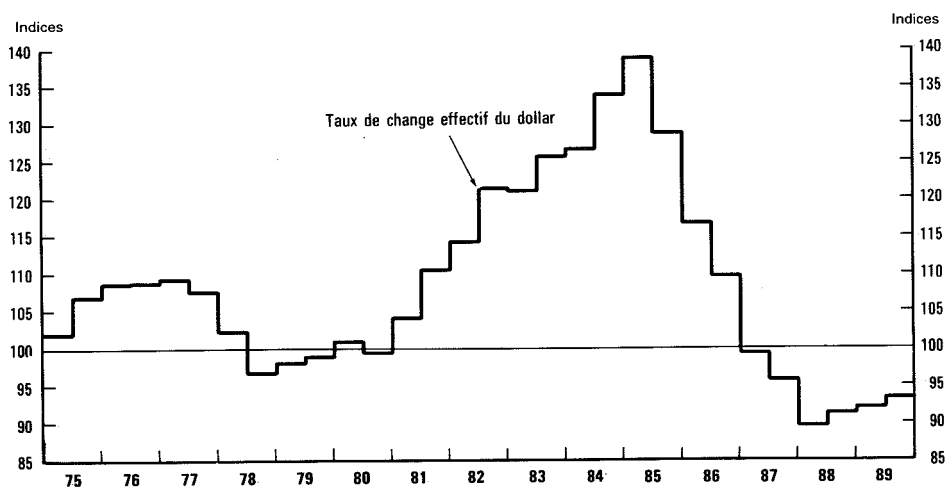
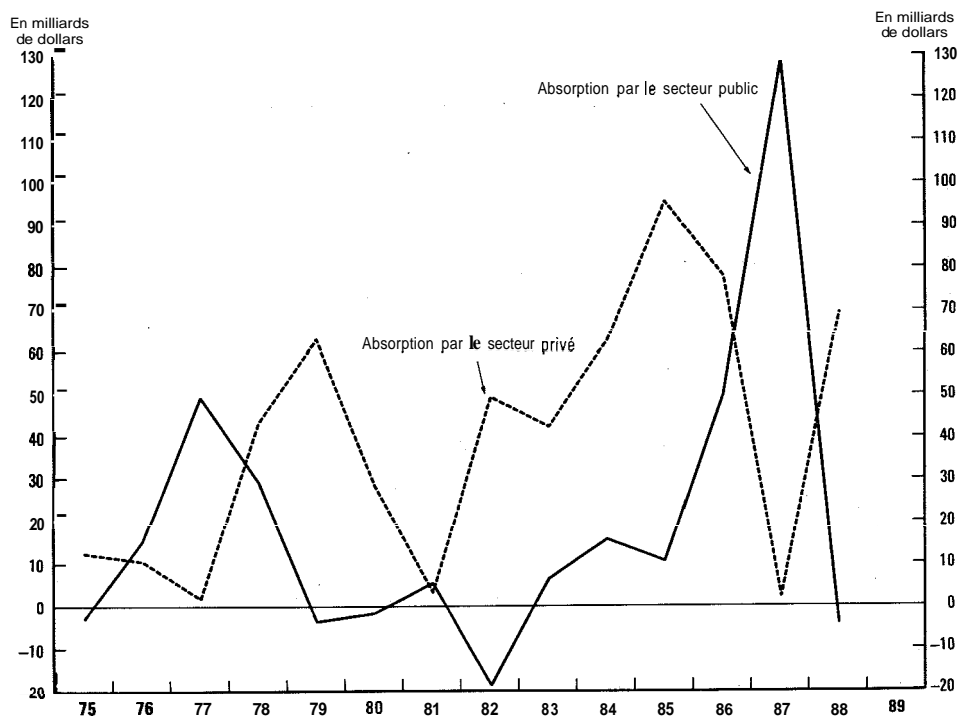
Au cours de la première période, même si le solde des opérations non financières des États-Unis suffit peut-être à expliquer d'une manière générale l'évolution du dollar, le financement compensatoire semble fournir une raison supplémentaire frappante de la crise du dollar de 1977-78 et de son règlement progressif au cours des années suivantes. La position nette en dollars du secteur privé non américain étant proche de zéro, la demande à composition constante de portefeuille a été pratiquement sans intérêt au cours de cette période.

De 1980 à 1987, ni le solde des opérations non financières des États-Unis ni le financement compensatoire n'ont révélé de corrélation cohérente avec l'évolution du dollar. Tandis que le solde des opérations non financières des États-Unis a suivi une tendance fortement ascendante et que le financement compensatoire a

GRAPHIQUE C
**OFFRE DE NOUVEAUX ACTIFS EN DOLLARS
 ET TAUX DE CHANGE DU DOLLAR**



GRAPHIQUE D
**ABSORPTION DE NOUVEAUX ACTIFS EN DOLLARS
 ET TAUX DE CHANGE DU DOLLAR**



eu tendance à diminuer, le dollar s'est d'abord envolé puis il a replongé. Par conséquent, ce cycle majeur du taux de change du dollar était apparemment sans grand rapport avec la situation de l'offre et il faut en rechercher les causes immédiates du côté de la demande – sans doute en termes de variations des écarts de rendement attendus. Un autre facteur, d'importance certes mineure, qui a contribué à la montée du dollar a peut-être été la demande à composition constante de portefeuille, qui, après la rapide accumulation d'actifs nets en dollars par le secteur privé non américain, a pu atteindre quelque 20 milliards de dollars en **1984**, soit un quart de l'offre globale d'actifs en dollars. Une fois que l'évolution du dollar s'est inversée, ce facteur a probablement atténué la gravité de la chute. En **1987**, cependant, avec l'instabilité des marchés financiers, d'autres facteurs l'ont apparemment emporté sur la demande à composition de portefeuille constante, et les investisseurs mondiaux ont cherché à réduire la part des actifs en dollars dans leurs portefeuilles. Le secteur privé non américain n'a guère absorbé de nouveaux actifs en dollars, le taux de change du dollar a baissé, et les banques centrales ont dû absorber la quasi-totalité de l'offre globale de nouveaux actifs en dollars.

Plus récemment, après des fluctuations hésitantes en **1988**, le dollar s'est redressé au premier semestre de **1989** et il est resté ferme au cours des douze mois suivants malgré une évolution très défavorable des écarts de taux d'intérêt, les interventions massives des banques centrales visant à freiner sa progression, et les événements d'Europe centrale et orientale qui ont renforcé le deutschemark. Des facteurs conjoncturels, tels que l'évolution prévue des taux d'intérêt et la perspective d'un ((atterrissage en douceur)) ainsi que le fait que les déficits mensuels du commerce extérieur des États-Unis ont été moins importants que prévu, ont sans doute joué un grand rôle. Cependant, la fermeté tendancielle du dollar a peut-être été liée à une réduction très sensible de l'offre globale d'actifs en dollars et au rôle croissant des effets de portefeuille.

Sous l'effet principalement d'une amélioration de la balance courante des États-Unis et d'une forte augmentation des entrées nettes de capitaux liées aux investissements directs, l'offre globale de nouveaux actifs en dollars s'est contractée de plus de **70** milliards de dollars en deux ans – tombant de **130** milliards de dollars en **1987** à 56 milliards en **1989**. En **1989**, par conséquent, l'offre globale d'actifs en dollars a pratiquement correspondu à la demande de nouveaux actifs en dollars qui se serait produite si la composition des portefeuilles globaux en termes d'actifs en dollars/en monnaies autres que le dollar était restée inchangée – par comparaison avec une « offre » excédentaire, sur la même base, de **80** milliards de dollars en **1987** (tableau 3, ligne 8). Cependant, les banques centrales ayant procédé en **1989** à des ventes nettes massives de dollars, le secteur privé non américain semble avoir absorbé un volume de dollars bien supérieur à la demande globale telle qu'elle est définie dans la présente étude, ce qui a accru la part des dollars dans ses portefeuilles. Après la « pause » de **1987**, qui a sans doute fait diminuer cette part, et compte tenu de la plus grande stabilité de la conjoncture,

les investisseurs ont peut-être cherché à se rattraper par rapport aux stratégies d'investissement à plus long terme.

Compte tenu de la marge d'erreur que comportent ces calculs et du caractère imprécis de tout effet de portefeuille, ces considérations sont évidemment très spéculatives. Néanmoins, avec une meilleure conjoncture économique générale et des anticipations de taux de change mieux ancrées, les investisseurs mondiaux ont peut-être été plus enclins, ces deux dernières années, à accroître leurs avoirs en dollars à peu près dans les mêmes proportions que leurs portefeuilles. Ce facteur, conjugué à la nette contraction de l'offre d'actifs en dollars, semble expliquer, en partie du moins, la vigueur tendancielle dont le dollar a fait preuve en 1989 et au premier semestre de 1990.

IV. PERSPECTIVES A MOYEN TERME

Peu d'analystes s'attendent à voir le déficit extérieur des États-Unis disparaître complètement dans l'avenir prévisible. Quant à savoir s'il sera financé plus ou moins spontanément aux taux d'intérêt et aux taux de change actuels ou si son financement provoquera davantage de remous, la réponse dépendra peut-être, entre autres facteurs, de l'incidence de ce financement sur la part des actifs en dollars dans les portefeuilles non américains et sur la prime de risque²². Cette incidence dépendra elle-même de l'ampleur du déficit extérieur des États-Unis et de l'offre globale d'actifs en dollars par rapport à la demande spontanée – reflétant les préférences des détenteurs de portefeuilles et la croissance des portefeuilles financiers. La présente section tente d'évaluer ces questions à l'aide du cadre analytique établi ci-dessus et de quelques calculs rapides. On examinera d'abord l'évolution probable, dans l'avenir, de l'offre globale d'actifs en dollars et de la demande de nouveaux actifs en dollars qui pourrait se produire si les investisseurs mondiaux maintenaient inchangée la composition de leurs portefeuilles. On examinera ensuite brièvement les perspectives de diversification spontanée des portefeuilles et leur incidence sur le dollar.

A. Evolution probable de l'offre globale d'actifs en dollars et demande liée à la composition des portefeuilles

Sur la base des politiques économiques et des taux de change actuels, et suivant l'hypothèse selon laquelle les économies de la zone de l'OCDE connaîtront une croissance proche de leur potentiel, le déficit de balance courante des États-Unis pourrait se creuser de nouveau à moyen terme – c'est-à-dire au cours des quelque cinq prochaines années²³. En ce qui concerne les entrées de capitaux aux États-Unis au titre des investissements directs étrangers (nets), on peut sans risque

tabler sur l'hypothèse que dans l'avenir proche elles resteront à peu près à leur niveau actuel du fait que bon nombre des transactions regroupées dans ce poste réagissent assez lentement aux variations de la situation économique. Cependant, plusieurs considérations laissent penser que ces entrées de capitaux pourraient être proches de leur sommet et qu'à moyen terme elles pourraient diminuer un peu. Ces considérations sont les suivantes : *i)* une réaction décalée à l'affaiblissement de la position conjoncturelle des États-Unis par rapport au reste de la zone de l'OCDE; *ii)* une moindre incitation pour les entreprises étrangères à investir aux États-Unis du fait du redressement du dollar; *iii)* un essoufflement de la vague d'investissements en provenance de l'étranger lié aux déséquilibres commerciaux et à la menace de protectionnisme et visant à transférer la production étrangère aux États-Unis (notamment dans le secteur automobile); *iv)* l'intérêt accru des entreprises américaines pour l'investissement dans les pays de la CEE, en raison du marché unique, et dans un certain nombre de pays en développement qui semblent assouplir leur attitude négative à l'égard des investissements directs étrangers; *v)* la possibilité que les événements d'Europe centrale et orientale incitent les entreprises américaines à réaliser d'importants investissements directs dans cette région; et *vi)* le fait que les investissements directs étrangers aux États-Unis ont atteint un niveau socialement et politiquement sensible qui pourrait déjà créer des incertitudes supplémentaires et des contre-incitations pour un certain nombre d'investisseurs étrangers potentiels²⁴.

La troisième composante du solde des opérations non financières des États-Unis, représentée par les capitaux publics, est réduite à presque rien depuis quelque temps et même si elle se redresse un peu, il ne faut guère s'attendre à ce qu'elle joue un rôle important. Enfin, le financement compensatoire s'est généralement traduit par des remboursements nets ces deux dernières années. Cependant, du fait de la contraction marquée des nouveaux emprunts depuis la crise de l'endettement du début des années 80, les remboursements bruts diminueront progressivement et les emprunts bruts pourraient augmenter quelque peu, encore qu'aucun retournement net de tendance ne semble en vue. À l'intérieur de la zone de l'OCDE, les déficits de balance courante sont financés sans heurts par les flux de capitaux privés, et les pays en développement lourdement endettés ne retrouveront sans doute pas un accès normal aux marchés de capitaux privés dans l'avenir prévisible. Seuls des emprunts massifs des pays d'Europe de l'est pourraient modifier notablement la situation. Par conséquent, le financement compensatoire, en chiffres nets, pourrait s'accroître lentement et devenir positif d'ici quelques années, de sorte que l'offre globale d'actifs en dollars deviendrait supérieure au solde des opérations non financières des États-Unis.

Du côté de la demande, au cours des années à venir, l'importance et la composition des portefeuilles privés globaux dépendront d'un certain nombre de facteurs, parmi lesquels : *i)* le taux de change du dollar; *ii)* les prix des valeurs mobilières; et *iii)* le flux d'épargne privée.

Une dépréciation du dollar réduirait la valeur – exprimée en devises – des actifs en dollars dans les portefeuilles étrangers, de sorte que leur part diminuerait. En même temps, elle accroîtrait la valeur – exprimée en dollars – des actifs en devises dans les portefeuilles américains. De ce double fait, une dépréciation du dollar aurait tendance à accroître la demande globale d'actifs en dollars si les investisseurs privés souhaitent maintenir constante la composition de leurs portefeuilles. Une appréciation du dollar aurait tendance à produire l'effet inverse. Toutefois, en cas de variation importante du taux de change du dollar, la situation pourrait se déstabiliser et les investisseurs ne souhaiteraient sans doute pas maintenir constantes les parts d'actifs dans leurs portefeuilles. Par conséquent, les chiffres du tableau 4 n'ont d'intérêt que si l'on part de l'hypothèse qu'il n'y aura pas de variations importantes des taux de change.

Une hausse très sensible et durable des cours des actions et des obligations dans le monde entier pourrait accroître notablement le taux annuel moyen d'expansion des portefeuilles privés. A supposer, cette fois encore, que les investisseurs privés souhaitent maintenir constante la composition de leurs portefeuilles, la demande accrue d'actifs en dollars découlant des gains en capital enregistrés par les détenteurs de portefeuilles non américains s'accompagnerait d'une demande accrue d'actifs en devises découlant des gains en capital réalisés par les détenteurs de portefeuilles américains. L'effet net pourrait cependant être considérable étant donné que la position nette en dollars du secteur privé non américain est environ douze fois supérieure à la position en devises du secteur privé américain, et une variation d'un point du taux de croissance des portefeuilles globaux représente actuellement une variation nette potentielle de la demande («spontanée» d'actifs en dollars de quelque 6 milliards de dollars (un taux plus élevé de croissance des portefeuilles globaux entraînant une plus forte demande «spontanée»), et vice-versa). Bien qu'il soit pratiquement impossible de prévoir l'évolution future des cours des actions et des obligations, les marchés correspondants ne semblent pas pour le moment se situer à un niveau déraisonnable par rapport à la situation économique sous-jacente, encore qu'il soit particulièrement difficile d'évaluer le marché boursier de Tokyo, même après son récent redressement. Bien qu'on ne puisse évidemment pas exclure des fluctuations conjoncturelles – même importantes – les perspectives de variation sensible et durable dans un sens ou dans l'autre semblent très limitées. Une nette désynchronisation entre les marchés des États-Unis et du reste du monde sur une période de plusieurs années paraît aussi peu probable.

Par conséquent, à moyen terme, les effets de portefeuille pourraient refléter principalement le taux annuel moyen de croissance des économies de l'OCDE et l'épargne privée. Compte tenu de l'amélioration des perspectives en matière d'inflation – par rapport à la décennie écoulée – de la tendance à l'assainissement budgétaire et de la volonté des autorités de limiter les déséquilibres extérieurs, il semblerait raisonnable de tabler sur l'hypothèse d'un taux moyen de croissance des portefeuilles privés légèrement inférieur à 10 pour cent, sans grandes différences entre

**Tableau 4. Sensibilité de la demande (à composition constante de portefeuilles)
aux différents taux de croissance des portefeuilles du secteur privé^a**

En milliards de dollars

Taux de croissance annuel moyen des portefeuilles du secteur privé	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
6% Non américains	38	40	42	45	47	50	53	56	60	63
Américains	3	3	4	4	4	4	5	5	5	5
Net	35	37	38	41	43	46	48	51	55	58
7% Non américains	44	46	50	53	57	61	65	70	75	80
Américains	4	4	4	5	5	5	6	6	6	7
Net	40	42	46	48	52	56	59	64	69	73
8% Non américains	50	53	57	62	67	72	78	84	91	98
Américains	4	5	5	5	6	6	7	7	8	8
Net	46	48	52	57	61	66	71	77	83	90
9% Non américains	56	61	67	73	80	87	94	103	112	122
Américains	5	5	6	6	7	7	8	9	10	10
Net	51	56	61	67	73	80	86	94	102	112
10% Non américains	63	69	76	83	92	101	111	122	134	148
Américains	5	6	6	7	8	9	9	10	11	12
Net	58	63	70	76	84	92	102	112	123	136
11% Non américains	69	76	85	94	105	116	129	143	159	176
Américains	6	6	7	8	9	10	11	12	13	15
Net	63	70	78	86	96	106	118	131	146	161
12% Non américains	75	84	94	106	118	132	148	166	186	208
Américains	6	7	8	9	10	11	13	14	16	18
Net	69	77	86	97	108	121	135	152	170	190

^{a/} Sur la base d'une position nette en dollars du secteur privé non américain de 626 milliards de dollars à la fin de 1988 (compte non tenu des investissements directs aux États-Unis) et d'une position en devises du secteur privé américain de 53 milliards de dollars (compte non tenu des investissements directs américains à l'étranger).

Source: Estimations de l'OCDE.

les États-Unis et le reste du monde. Toutefois, étant donné que la position nette en dollars du secteur privé non américain est beaucoup plus importante que la position en devises du secteur privé américain (625 milliards de dollars et un peu plus de 50 milliards à la fin de 1988), les effets de portefeuille, on l'a vu plus haut, peuvent être assez sensibles aux différents taux de croissance des portefeuilles globaux. Le tableau 4 montre l'ampleur de la demande à composition de portefeuille constante, avec des taux de croissance des portefeuilles allant de 6 à 12 pour cent.

En conclusion, l'offre globale d'actifs en dollars pourrait s'élargir de nouveau dans les années à venir. Cependant, à condition que les investisseurs privés souhaitent maintenir à peu près constante la composition de leurs portefeuilles, et sur la base d'hypothèses apparemment raisonnables concernant le taux de croissance futur des portefeuilles globaux, la demande spontanée de nouveaux actifs en dollars qui en résultera pourrait encore assurer une large part du financement du déficit. En d'autres termes, à condition que le déficit extérieur des États-Unis ne prenne pas des proportions incontrôlables, son financement ne semble pas devoir entraîner une augmentation spectaculaire de la part des actifs en dollars dans les portefeuilles privés non américains et, en principe, il ne devrait pas provoquer de chocs importants dans l'économie, notamment du point de vue des taux d'intérêt et des taux de change. Ainsi, sur la base de ces effets mécaniques, le déficit extérieur des États-Unis paraît à peu près «soutenable», étant donné qu'avec le financement compensatoire son ampleur pourrait rester à peu près équivalente à l'entrée nette de capitaux financiers aux États-Unis, en raison du désir des investisseurs américains et étrangers de maintenir dans leurs portefeuilles une part constante d'actifs en dollars et d'actifs en devises.

Ces conclusions peuvent paraître relativement encourageantes mais des réserves importantes s'imposent :

- en premier lieu, la marge d'erreur des calculs est grande, notamment parce que certaines des estimations sont fondées sur des hypothèses assez brutes;
- en second lieu, si l'hypothèse selon laquelle la composition souhaitée des portefeuilles est indépendante de leur importance constitue une simplification utile et acceptable dans le contexte des modèles formels de détermination des taux de change, il reste à savoir si, d'un point de vue plus pratique et sur une période prolongée, cette hypothèse reflète valablement le comportement effectif des investisseurs. Il s'agit essentiellement d'une question empirique, qu'on ne peut guère régler *a priori*, d'autant que le processus en cours d'intégration financière à l'échelle mondiale représente un changement quantique et nous nous trouvons sur un terrain largement inexploré. Il semble néanmoins raisonnable de supposer que le comportement des détenteurs de portefeuilles restera largement tributaire de l'évolution et des perspectives d'évolution du déficit extérieur des États-Unis – ce qui signifie que la composition de portefeuille souhaitée est essentiellement une variable endogène et non exogène. Les investisseurs pourraient vouloir accroître la demande d'actifs en dollars suivant l'expansion de leurs portefeuilles tant que le processus de réduction du déficit des États-Unis semble se poursuivre – même s'il est lent et irrégulier. Une question qui reste ouverte est celle de savoir comment les investisseurs réagiraient si le processus d'ajustement s'arrêtait ou s'inversait et comment ils aborderaient la perspective d'une succession apparemment infinie de déficits de grande ampleur;

en troisième lieu, et d'une manière plus générale, pour que les investisseurs privés souhaitent maintenir à peu près constante la composition de leurs portefeuilles, il faut que le contexte économique soit assez stable, avec des anticipations peu virulentes et des politiques économiques crédibles, surtout en ce qui concerne les taux de change – ensemble assez restrictif de conditions que l'on ne peut guère s'attendre à voir jamais entièrement remplies ;

en quatrième lieu, même sans bouleversements économiques, la diversification spontanée des portefeuilles, qu'on examinera maintenant, pourrait modifier considérablement les conclusions ci-dessus.

B. Perspectives de diversification spontanée des portefeuilles

La diversification (ou changement de composition) spontanée des portefeuilles désigne une modification de la composition désirée des portefeuilles par suite d'une évolution des préférences des investisseurs en matière d'actifs. Dans le contexte des modèles formels de détermination des taux de change, les préférences des investisseurs sont fonction des propriétés statistiques perçues (variances et covariances) des rendements des différents actifs. Comme les actifs sont généralement supposés être exactement comparables abstraction faite de la monnaie dans laquelle ils sont libellés, leurs propriétés statistiques ne diffèrent qu'en raison de l'incertitude liée au taux de change. Dans le monde réel, cependant, la situation est beaucoup plus complexe. Les actifs diffèrent non seulement par la monnaie dans laquelle ils sont libellés mais aussi en raison d'un certain nombre d'autres considérations telles que la liquidité, le risque, le traitement fiscal, les réglementations juridiques et prudentielles et, évidemment, les contrôles des changes. De plus, les investisseurs ne connaissent peut-être pas tous aussi bien les marchés des capitaux et les possibilités d'investissement dans les différents pays. Pour toutes ces raisons, la diversification spontanée des portefeuilles est une question assez complexe que l'on a du mal à éclaircir. Les vues exprimées dans les paragraphes qui suivent sont donc de nature très spéculatives.

Les perspectives de diversification des portefeuilles pourraient être nettement plus restreintes dans les années à venir qu'au cours de la dizaine d'années écoulée, sauf peut-être pour les portefeuilles américains. Le changement quantique du paysage financier international observé depuis 1980 ne semble pas devoir se répéter, et la diversification des portefeuilles non américains pourrait devenir un processus plus discret, reflétant l'évolution progressive des marchés, des institutions et des réglementations. En ce qui concerne la direction de la diversification et son incidence sur les taux de change, même si pendant quelques années elle peut continuer, au total, d'accroître la part souhaitée d'actifs en dollars et, de ce fait, être favorable au dollar, à moyen terme elle pourrait devenir plus neutre et même se retourner contre le dollar. L'avantage, du point de vue du dollar, est que la libéralisation et l'innovation financières – qui, dans bon nombre de pays, peuvent encore se développer

considérablement – augmentent probablement le nombre de participants dans le secteur de la finance internationale et, toutes autres choses étant égales, devraient encore accroître la part souhaitée d'actifs en dollars dans les portefeuilles privés non américains. En second lieu, la récente suppression de la quasi-totalité des contrôles des changes dans la plupart des pays de la CE devrait permettre à la part effective des actifs en dollars dans les portefeuilles, surtout en Italie et en France, d'atteindre le niveau désiré²⁵.

Cependant, d'autres facteurs pourraient contribuer progressivement à réduire la proportion souhaitée d'actifs en dollars. Les atouts des investissements en dollars sont, entre autres, la liquidité et la diversification des marchés en dollar et le fait que les investisseurs japonais se sentent particulièrement à l'aise dans les opérations sur valeurs mobilières américaines. Comme ces investisseurs se familiarisent davantage avec les marchés non américains, la libéralisation et l'intégration des marchés des capitaux en Europe devraient renforcer notablement l'attrait relatif des investissements en monnaies européennes. Les changements politiques et économiques en cours en Europe centrale et orientale pourraient jouer un rôle majeur, conduisant les investisseurs à se concentrer sur l'Europe en général et sur l'Allemagne en particulier – processus qui semble être déjà engagé. De plus, l'importance grandissante de l'ECU dans les transactions financières – notamment dans les émissions d'obligations – conjuguée à la création du marché unique européen et des progrès réalisés sur la voie de l'union monétaire en Europe, pourrait provoquer à moyen terme une érosion sensible du statut du dollar en tant que « la » monnaie internationale. De même, le développement et l'ouverture des marchés en yen pourraient rendre ces derniers plus attrayants comme solution de remplacement aux investissements en dollars, et amener les investisseurs non américains à diversifier plus largement leurs portefeuilles internationaux.

Ces considérations pourraient aussi contribuer à accroître la part souhaitée d'actifs en devises dans les portefeuilles privés américains au cours des années à venir, ce qui émousserait encore les effets de portefeuille qui étayaient maintenant la demande de dollars. Comme il a été indiqué, la position nette en devises du secteur privé américain en pourcentage du PNB a fait preuve d'une remarquable stabilité depuis une dizaine d'années, aux environs de 1 pour cent, tandis que la position en dollars du secteur privé non américain a augmenté, passant de pratiquement zéro en 1978 à près de 8 pour cent du PIB en 1988 (graphique B). Le niveau beaucoup plus bas du pourcentage des États-Unis peut s'expliquer par le fait que la diversification des portefeuilles internationaux n'a qu'un attrait limité pour une très grande économie. Cependant, il est plus surprenant que ce pourcentage semble n'avoir été guère touché par la vague de libéralisation et d'intégration financières qui déferle sur le monde développé ni par l'émergence de l'Asie et de l'Europe en tant que grandes puissances financières et économiques.

Par conséquent, le potentiel de diversification des portefeuilles américains en faveur des actifs libellés en devises pourrait être très important si les marchés à

l'extérieur des États-Unis venaient à être considérés comme offrant une étoffe et une liquidité comparables aux marchés en dollar. L'incidence sur la position du dollar pourrait aussi être grande. Par exemple, la proportion d'actifs en devises dans l'ensemble des caisses de retraite américaines est d'environ 3 pour cent : ces caisses représentant plus de 2 billions de dollars, une augmentation de cette proportion ne fût-ce que d'un point par an représenterait maintenant une offre d'actifs en dollars de plus de 20 milliards par an.

En conclusion, la conjonction actuelle de facteurs tendancielles favorables au dollar peut se révéler seulement temporaire du fait que le solde des opérations non financières des États-Unis et l'offre globale d'actifs en dollars pourraient s'accroître de nouveau. Dans les quelques années à venir, le fait que les investisseurs cherchent ne fût-ce qu'à maintenir la part des actifs en dollars dans leur portefeuilles pourrait continuer à soutenir quelque peu le dollar, même si cela ne suffit pas pour absorber entièrement l'offre future prévisible de nouveaux actifs en dollars. Ce scénario relativement favorable exige que la situation reste, pour l'essentiel, telle qu'elle est actuellement, à savoir que la confiance dans la politique économique et l'économie américaines ne soit pas ébranlée, et que le marché ne se fasse pas une idée négative du processus d'ajustement extérieur et de ses répercussions sur les taux de change. A moyen terme, du fait de l'extension que prennent les marchés de capitaux à l'extérieur des États-Unis, les considérations de portefeuille deviendront peut-être moins favorables au dollar.

NOTES

1. On notera comme exception les travaux de Dealty et Van't dack (1989), qui suivent essentiellement ce que l'on désigne plus loin une ((approche brute». Voir aussi Marris (1985).
2. La banque de données de l'OCDE contient les chiffres bruts des émissions (recueillis par la Division des marchés des capitaux, Direction des affaires financières, fiscales et des entreprises) à partir desquels les chiffres des remboursements ont été estimés. On trouvera un examen plus approfondi du financement compensatoire dans l'article de Barenco (1990), annexe B.
3. Le fait que l'analyse ne couvre pas les investissements directs étrangers a l'avantage accessoire mais non négligeable d'éviter un difficile problème d'évaluation. Ce problème est l'un des points qui sont au cœur du débat actuel sur l'évaluation de la balance des investissements extérieurs des États-Unis. Voir Ulan et Dewald (1989).
4. Tel qu'il est publié tous les ans en juin dans «Survey of Current Business»), Ministère du commerce des États-Unis.
5. On trouvera une analyse plus approfondie de ce calcul chez Barenco (1990).
6. Certains des postes exclus, notamment l'or monétaire, ne sont pas à proprement parler des créances sur un secteur spécifique.
7. Cette analyse est par ailleurs limitée par le fait qu'elle ne prend en considération que la position en devises **au comptant** des États-Unis vis-à-vis du secteur privé non américain, et donc, par voie de conséquence, que la position en dollar **au comptant** du secteur privé non américain. En raison principalement de l'inexistence ou du manque de fiabilité des données, cette analyse ne couvre pas les positions en termes de contrats à terme, d'options et opérations croisées, que ce soit entre les secteurs privé et public ou entre les secteurs privés américain et non américain. Dans la mesure où ces positions nettes sont importantes, les ((positions en dollars» définies et calculées ici ne seraient pas une indication valable du risque global lié au taux de change.
8. Pour les besoins du présent document, le financement compensatoire est défini comme représentant les emprunts en devises du secteur public – autorités monétaires, administration centrale, collectivités locales et Etats, et entreprises publiques – sur les marchés de capitaux privés.
9. Bien que dans la pratique – et aussi, dans une certaine mesure, du point de vue conceptuel – la distinction entre la position des investissements directs et la position financière soit très floue, cette dernière devrait constituer une meilleure variable supplétive pour une analyse fondée sur la théorie du portefeuille traditionnelle. S'il est vrai que les considérations de taux de change et de taux d'intérêt, même à court terme, peuvent avoir un effet important sur les décisions des investisseurs privés concernant les actifs financiers, elles ont habituellement une incidence moindre sur les décisions concernant les investissements directs étrangers, qui dépendent généralement d'un plus grand nombre de variables, et de considérations à plus long terme.

10. La position nette en dollars du secteur privé non américain semble avoir été aussi négative au début des années 70 et elle a peut-être été proche de l'équilibre à la fin des années 60, mais, faute de données, il est difficile de donner davantage de précisions.
11. Vu d'une autre manière, la dépréciation du dollar a réduit la valeur, en monnaies locales, d'un encours donné d'actifs en dollars, et elle a par conséquent réduit la part des actifs en dollars dans les portefeuilles évalués en monnaies locales.
12. Voir Dealtry et Van't dack (1989), tableau 3, page 15.
13. Par exemple, Messe et Rogoff (1983) ont montré qu'un simple processus aléatoire permet d'établir des prévisions aussi fiables que la plupart des modèles de taux de change. On trouvera une étude plus récente des travaux économétriques chez Goodhart (1988).
14. *Stricto sensu*, les sorties de capitaux publics américains doivent être nettes des variations du stock d'actifs en dollars détenu par le secteur public non américain, sous une forme autre que les réserves officielles (qui sont examinées ci-dessous) et indépendamment de la position du dollar sur les marchés des changes. Ce dernier point étant très difficile à établir, on peut prendre comme hypothèse de travail que tous ces avoirs sont quelque peu sensibles aux considérations de taux de change et, par conséquent, ils ont été exclus du calcul de l'offre exogène d'actifs en dollars.
15. La classification des investissements directs comme flux non financiers n'est pas sans poser des problèmes, surtout dans le cas des États-Unis. Les données retrospectives américaines sur l'investissement direct comportent une importante composante financière, du fait principalement des emprunts à l'étranger effectués par les entreprises américaines par le biais de leurs filiales financières aux Antilles néerlandaises à la fin des années 70 et au début des années 80, et des remboursements nets au titre de ces emprunts au cours des années suivantes.
16. A strictement parler, cela n'est pas vrai pour les investissements directs américains étant donné que, contrairement à la pratique comptable normale, les données relatives à la balance des paiements des États-Unis tiennent compte de certaines plus-values/pertes en capital sur l'encours des investissements directs. Par conséquent, le flux d'investissements directs américains à l'étranger est affecté par l'effet du taux de change sur cet encours. Cependant, comme le même effet de valorisation dû au taux de change est aussi pris en compte (affecté du signe opposé) dans la balance courante (revenu des investissements directs), la balance américaine des opérations non financières ne subit pas cet effet ni celui de la pratique comptable. (Depuis la rédaction de cette étude, les autorités américaines ont modifié leur pratique comptable et ont commencé de publier des données de balance des paiements qui ne prennent plus en compte les plus-values/pertes en capital sur l'encours des investissements directs.)
17. Cette assimilation serait invalidée si la position nette des États-Unis en devises venait à changer notablement par suite de la décision des résidents d'accroître la part des actifs libellés en devises dans leurs portefeuilles ou d'augmenter l'émission de titres en devises, mettant fin, ainsi, au financement presque exclusif en dollars du déficit de balance courante des États-Unis. Dans le premier cas, le flux d'actifs en dollars offerts au reste du monde serait plus important que le solde des opérations non financières des États-Unis ; dans le second cas, il serait moins important.
18. Il arrive que des pays recourent au financement compensatoire en dollars et accumulent en même temps des réserves officielles en dollars, ce qui crée une sorte de flux circulaire qui a un effet compensateur sur l'offre nette d'actifs en dollars et sur le taux de change. Par conséquent, l'idéal serait d'ajuster le financement compensatoire pour tenir compte de ces variations ((induites) des réserves officielles en dollars qui, du point de vue de la présente analyse, représente des opérations exogènes.
19. Voir Dornbush (1980).

20. On en trouvera un premier exemple chez Branson et Haltrunen (1979). Quant à la raison pour l'incorporation d'actifs étrangers dans les portefeuilles nationaux, elle est basée sur des considérations de diversification des risques. Si les investisseurs cherchent à obtenir le rendement maximum au moindre risque, ils se soucient à la fois de la moyenne et de la variance des rendements, et le risque fait des différents actifs des substituts imparfaits. Comme les rendements (en monnaie commune) des actifs nationaux et étrangers sont généralement considérés comme liés par une Corrélation négative, pour un niveau donné de rendements attendus, on peut réduire le risque au minimum en faisant entrer dans les portefeuilles une certaine proportion d'actifs étrangers. L'imparfaite substituabilité des actifs est aussi à l'origine de la «prime de risque»), c'est-à-dire l'écart de rendement attendu des actifs nationaux et étrangers qui est nécessaire pour dédommager les investisseurs de la différence dans le risque perçu. La prime de risque est liée directement à l'offre relative d'actifs – toutes autres choses étant égales, elle augmente lorsque l'offre d'un actif croît par rapport à l'offre d'autres actifs, et vice-versa. Si les actifs nationaux et étrangers sont supposés égaux à ceci près qu'ils sont libellés dans des monnaies différentes – hypothèse habituelle dans les modèles classiques de taux de change – les variances des rendements attendus refléteront uniquement l'incertitude relative au taux de change et la prime de risque devient alors une «prime de risque monétaire)).
21. Ce taux est plus élevé que le taux annuel moyen de croissance du PNB/PIB nominal de la zone de l'OCDE (8,3 pour cent de 1980 à 1988). Cependant, la forte hausse des cours des actions observée dans presque tous les pays depuis 1980 aurait peut-être justifié un taux encore plus élevé. La montée et la baisse du dollar aurait dû se traduire par des taux de croissance des portefeuilles non américains d'abord un peu plus bas puis un peu plus élevés que ceux qui sont indiqués. Au total, le taux de change effectif du dollar n'a guère varié au cours de cette période.
22. Voir note 20.
23. Le résultat pourrait évidemment être très différent et la balance courante des Etats-Unis pourrait marquer une tendance à l'amélioration si l'économie américaine connaissait une croissance inférieure à son potentiel pendant une période durable, tandis que les autres économies de l'OCDE conserveraient un taux de croissance proche de leur potentiel.
24. Comme en témoigne l'adoption, en 1988, de l'amendement *Exon-Florio* au Trade Bill, qui donne au Président des États-Unis le pouvoir de s'opposer aux prises de contrôle étrangères et aux fusions pour des raisons de sécurité nationale.
25. Cependant, l'expérience du Japon après la levée des contrôles des changes au début des années 80 n'est peut-être pas un exemple valable. En raison de ses liens politiques et économiques spéciaux avec les États-Unis, le Japon est sans doute un cas extrême et peu d'autres pays de l'OCDE chercheront probablement à avoir dans leurs portefeuilles une part d'actifs en dollars aussi importante que le Japon – encore qu'il puissent avoir une part globale plus importante d'actifs en devises.

BIBLIOGRAPHIE

- Barenco, B. (1990), «The dollar position of the non-U.S. private sector, portfolio effects, and the exchange rate of the dollar», *OECD Economic and Statistics Department Working Papers*, No. 76 (février).
- Branson, W.H. and H. Haltunen (1979), «Asset market determination of exchange rates : initial empirical and policy results», in *Trade and Payments Adjustment Under Flexible Exchange Rates*, J.P. Martin et A.D. Smith (Dir-pub), Macmillan, pp. 55-85.
- Dealty, M. and J. Van't dack (1989), «The U.S. external deficit and associated shifts in international portfolios», *Etudes économiques de la BRI*, n° 25 (septembre).
- Dornbusch, R. (1980), «Exchange rate economics : where do we stand?», *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pages 143-185.
- Goodhart, C.A.E. (1988), «The foreign exchange market : a random walk with a dragging anchor», *Economica*, 55, pp. 437-60.
- Marris, S. (1985), *Deficits and the dollar : the world economy at risk*, Policy Analyses in International Economics 14, Institute for International Economics.
- Meese, R.A. et K. Rogoff (1983), «Empirical exchange rate models of the seventies : do they fit out of sample?», *Journal of International Economics*, 14, pp. 3-24.
- Ulman, M. et W.G. Dewald (1989), «The U.S. net international investment position : misstated and misunderstood», in *Dollars, Deficits and Trade*, J.A. Dorn et W.A. Niskanen (Dir-pub), Boston : Kluwer Academic Publishers.