



Récolte de blé.

Dommages collatéraux

Pablo Druck, Nicolas E. Magud et Rodrigo Mariscal

Un dollar fort est rarement une bonne nouvelle pour les pays émergents

LORSQUE l'économie américaine est en phase de croissance, les autres pays devraient profiter de la forte demande d'exportations non seulement directement, de la part de la plus grosse économie mondiale, mais aussi du reste du monde, qui profite aussi de la forte demande américaine. Mais, pour les pays émergents, en particulier exportateurs nets de matières premières, le dynamisme économique des États-Unis est souvent une arme à double tranchant.

À l'étude des statistiques de 1970–2014, nous avons découvert que, pendant les périodes d'appréciation du dollar — qui durent de six à huit ans et coïncident en général avec une phase de croissance de l'économie américaine —, la progression du PIB réel des pays émergents se ralentit, bien que la demande mondiale soit tirée par la locomotive américaine. *A contrario*, pendant les périodes de dépréciation du dollar — qui durent environ neuf ans —, les pays émergents se portent mieux.

Il est paradoxal que, alors que la plus grande économie du monde croît et importe à tour de bras, y compris depuis les pays émergents, ces derniers soient à la peine. Mais l'appréciation du dollar fait, semble-t-il, baisser les prix des matières premières, effet qui surpasse la dynamique positive de la bonne santé économique des États-Unis. Autrement dit, lorsque le billet vert s'apprécie, les prix des matières premières

exprimés en dollars tendent à baisser, ce qui fait diminuer les revenus des pays émergents et freine la progression de leur demande intérieure et donc de leur PIB réel.

Effet de dépression

L'appréciation du dollar exerce un effet de dépression même en période de hausse de la demande extérieure des produits des pays émergents, dont les prix à l'exportation baissent puisque leurs monnaies se déprécient. En d'autres termes, même si le volume net des exportations augmente, la baisse de la demande intérieure est proportionnellement plus forte, et la production intérieure globale diminue donc. Cela se confirme même lorsqu'on tient compte de l'influence croissante de la Chine sur les prix des matières premières, qui date de la fin des années 90. En outre, en plus des effets de l'appréciation du dollar et de la vive progression du PIB réel des États-Unis sur l'activité des pays émergents, nous constatons que la hausse des taux d'intérêt américains, qui va en définitive de pair avec le dynamisme économique, réduit *davantage* la croissance des pays émergents. Ces effets sont plus prononcés dans les pays dont le régime de change est moins souple. Les pays exportateurs de matières premières sont les plus touchés, mais ceux dont la production intérieure est tributaire des apports de capitaux extérieurs pour financer les investissements et

les intrants y sont aussi exposés, car ils règlent la plupart de leurs importations en dollars. De plus, le coût des emprunts augmente quand les taux d'intérêt montent, ce qui affecte les sociétés qui doivent s'endetter pour financer leurs investissements.

Ces douze derniers mois, les pays émergents ont souffert de l'appréciation du dollar et de la baisse des matières premières. La robustesse du billet vert et la hausse attendue des taux américains tendront à plomber davantage la croissance des pays émergents dans le proche avenir.

Pourquoi le taux de change du dollar est-il le facteur crucial? D'une part, la plupart des transactions internationales, de matières premières notamment, s'effectuent en dollars — le billet vert servant en fait de monnaie d'échange, de réserve de valeur et d'unité de compte universelles. Et, à l'exception peut-être de la Chine (de toute façon importatrice de matières premières), les pays émergents ne peuvent guère influencer sur le taux de change multilatéral du dollar. En clair, tandis que ce qui se passe aux États-Unis affecte tous les pays émergents, l'évolution de ces derniers a peu d'impact sur l'économie américaine. En outre, la politique macroéconomique américaine tient peu compte des économies en développement. Il y a donc des chances pour que le taux de change réel du dollar importe plus pour un pays émergent que ses termes de l'échange — le rapport entre le prix de ses exportations et celui de ses importations. Autrement dit, le dollar est l'élément moteur de la dynamique des pays émergents, les termes de l'échange n'en sont que le vecteur.

Influence du taux de change réel du dollar

On peut montrer l'incidence du taux de change réel du dollar sur les pays émergents en analysant ses effets sur le PIB de l'Amérique latine décennie par décennie. Le scénario est le même dans les autres régions.

Années 70 : Période de dépréciation du dollar. Les États-Unis avaient une politique monétaire expansionniste, et des taux d'intérêt réels (après inflation) bas, aux alentours de 2 %. L'économie des États-Unis est passée par deux phases de récession et une période alliant forte inflation et faible croissance (stagflation). Le PIB réel de l'Amérique latine a progressé à vive allure (plus de 6 % en moyenne), à la faveur de deux envolées des prix du pétrole (en 1973 et 1979), ainsi que d'une hausse plus générale des cours des matières premières.

Années 80 : Suite à la flambée de l'inflation aux États-Unis, la Réserve fédérale a durci sa politique monétaire au début des années 80. Le taux d'intérêt réel a atteint 8 %. De ce fait, le dollar s'est apprécié, et les prix des matières premières ont chuté. L'économie américaine est entrée en récession, mais s'est vite rétablie et a connu une croissance forte pendant le reste de la décennie. En Amérique latine, la croissance a été si médiocre que cette période est connue sous le nom de «décennie perdue». De plus, la hausse des taux d'intérêt américains a fortement accru le coût des crédits internationaux, ce qui a précipité dans bien des cas une crise de la dette souveraine — en Amérique latine et dans quelques autres pays en développement.

Années 90 : Après une récession en 1993, les États-Unis ont connu une des plus longues périodes de forte croissance soutenue de leur histoire récente. Les taux d'intérêt réels ont été plus élevés que dans les années 70, mais moins que dans les années 80. Le

dollar s'est progressivement affermi. Les cours des matières premières étaient bas pour la plupart. Le PIB réel de l'Amérique latine a crû à un rythme d'environ 3 %, qui n'a pas fait de bien aux pays émergents et était plus faible que prévu, compte tenu des réformes structurelles génératrices de croissance mises en œuvre dans la région au début de la décennie.

Années 2000 : La décennie s'est ouverte sur fond de faibles taux d'intérêt réels, de dépréciation du dollar et de prix des matières premières élevés, du fait d'une forte demande extérieure, venant de Chine en particulier. La croissance latino-américaine a explosé, atteignant 4½ % — jusqu'à ce que la crise financière mondiale advienne en 2008–09.

Années 2010 : Le dollar s'est de nouveau apprécié, surtout depuis la mi-2014. Les cours des matières premières se sont affaïssés et devraient rester assez faibles à moyen terme. À en juger par les événements des 45 dernières années, les pays émergents doivent s'attendre à une période de croissance lente du PIB réel — au moins plus basse que lorsque le dollar était faible et les matières premières au plus haut. L'activité économique des pays émergents a en fait ralenti récemment. Et le dollar, qui s'est apprécié d'environ 15 % entre juin 2014 et juillet 2015, semble être à nouveau un des facteurs qui freinent la croissance des pays émergents, dont les perspectives ont été révisées plusieurs fois à la baisse par le FMI (2015) et par les marchés plus généralement ces derniers mois.

Croissance plus molle

Sur la base de l'expérience des pays émergents et en développement, nous avons dégagé de grandes tendances, à partir des données annuelles se rapportant à 63 pays de diverses régions, sur les années 1970–2014 :

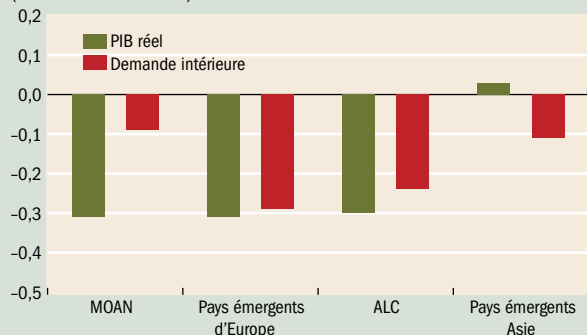
- Les périodes d'appréciation du dollar coïncident avec une progression plus molle du PIB réel dans l'ensemble des pays émergents (graphique 1). Pendant les périodes de dépréciation

Graphique 1

Synchronisme

Quand le dollar s'apprécie, la croissance du PIB réel (corrige de l'inflation) et de la demande intérieure ralentit dans les pays émergents de la plupart des régions du monde.

(coefficient de corrélation)



Sources : Banque des règlements internationaux; Banque de réserve fédérale de St. Louis, *Real Narrow Effective Exchange Rates for the United States*; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : Le coefficient de corrélation fait ressortir le lien étroit entre l'appréciation du dollar et l'évolution du PIB réel et de la demande intérieure dans les différentes régions. L'appréciation du dollar est mesurée par le taux de change effectif réel par rapport à chaque région. Les taux de croissance sont des moyennes mobiles sur trois ans. Le PIB réel est calculé comme la moyenne pondérée du pouvoir d'achat de l'ensemble des pays de chaque région. La demande intérieure est la somme des éléments suivants : consommation privée + consommation publique + investissement privé + exportations nettes. ALC = Amérique latine et Caraïbes. MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord. La période considérée est 1970–2014.

du dollar, les pays émergents se portent beaucoup mieux. Cela vaut en particulier pour les régions exportatrices nettes de matières premières. Nous avons spécifiquement observé une évolution parallèle en Amérique latine (en particulier parmi les exportateurs nets de matières premières d'Amérique du Sud), dans les pays émergents d'Europe, du Moyen-Orient, d'Afrique du Nord et, dans une moindre mesure, d'Asie.

- Plus le dollar est fort, plus la demande intérieure est faible dans les pays émergents. La demande intérieure est un des principaux moteurs de l'activité économique; elle est, semble-t-il, affectée par le pouvoir d'achat du taux de change effectif réel (voir l'encadré), et c'est par son conduit que le taux de change effectif réel du dollar influe sur l'activité dans les pays émergents et en développement. Son incidence sur la demande intérieure semble être moins prononcée dans les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord et les pays émergents d'Asie, et plus marquée en Amérique latine et dans les pays émergents d'Europe.

- Les périodes de taux d'intérêt élevés aux États-Unis vont apparemment de pair avec un dollar fort, et vice versa. La hausse des taux d'intérêt attire davantage de flux de capitaux aux États-Unis, car les investisseurs recherchent des rendements plus élevés, ce qui entraîne l'appréciation du dollar.

- Les taux d'intérêt américains élevés semblent s'accompagner d'une croissance plus forte aux États-Unis, mais pas toujours. L'affermissement de la croissance engendre en définitive des tensions inflationnistes induites par la demande lorsque la demande intérieure s'approche de la capacité de production efficace de biens et services. La hausse des prix conduit la Réserve fédérale à durcir la politique monétaire en relevant les taux d'intérêt, ce qui accroît le coût des emprunts des entreprises et des ménages. Cela atténue les tensions inflationnistes en ralentissant l'expansion de la croissance du crédit, ce qui provoque un tassement de l'activité économique. Il y a cependant eu quelques périodes durant lesquelles la corrélation entre l'activité économique et les taux d'intérêt n'a pas été si forte aux États-Unis.

- Lorsque le dollar est en phase d'appréciation, les cours des matières premières baissent, ce qui freine la croissance des pays émergents.

Le cycle du dollar

Comme indiqué, l'appréciation du dollar a une forte incidence négative sur l'économie des pays émergents à cause de la baisse des prix de leurs matières premières. Lorsque le pouvoir d'achat en dollars des exportations de matières premières diminue, le revenu réel du pays baisse. La demande intérieure se réduit, de même que la production nationale. C'est l'inverse en période de dollar faible.

Sur la période 1970–2014, nous avons observé trois cycles d'appréciation et trois cycles de dépréciation (graphique 2). Les dépréciations réelles du dollar ont été en moyenne plus marquées et prolongées que les cycles d'appréciation. Le taux d'appréciation moyen était de 3,2 % par an, pour une durée moyenne de plus de six ans (huit ans si l'on ne tient pas compte de l'appréciation en cours); le rythme de dépréciation moyen était de 3,8 %, pour une durée moyenne proche de neuf ans. De plus, ces cycles sont persistants. Une période d'appréciation réelle a 83 % plus de chances d'être suivie par une autre phase d'appréciation que par une dépréciation. Pour la dépréciation réelle, la probabilité de persistance est d'environ 88 %.

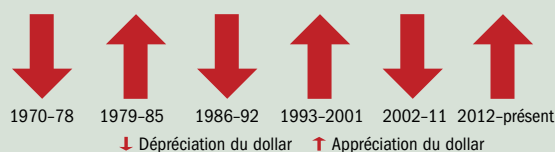
Pour étayer nos conclusions, nous avons eu recours à l'analyse événementielle, qui vise à décrire le comportement du PIB des pays émergents sur la durée, selon que le dollar est dans une phase d'appréciation ou de dépréciation.

Il ressort de cette analyse que, sauf en Amérique centrale et au Mexique, le PIB réel est plus bas dans toutes les régions durant

Graphique 2

Des hauts et des bas

Le dollar passe par des phases prolongées d'appréciation et de dépréciation par rapport à la plupart des autres monnaies.



Source : calculs des auteurs.

Termes de l'échange

Le taux de change effectif réel (TCER) mesure la valeur après inflation de la monnaie d'un pays par rapport à celles des pays avec lesquels il commerce. Il mesure le pouvoir d'achat.

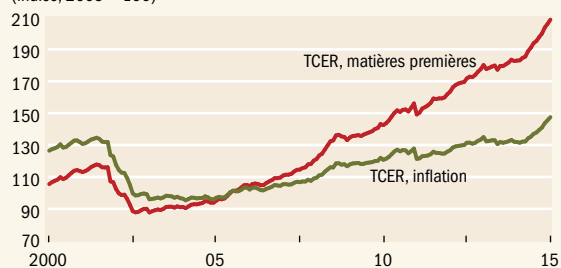
Pour calculer le TCER, on multiplie le taux de change nominal par les indices des prix à la consommation pondérés par le commerce extérieur de chaque pays, et on le divise ensuite par l'indice des prix à la consommation intérieur.

Pour construire un indice qui rende compte du pouvoir d'achat d'un pays, on peut ajuster son TCER pour obtenir le taux de change effectif réel des termes de l'échange des matières premières. Les indices des prix à la consommation pondérés sont remplacés par les termes de l'échange pondérés par le commerce extérieur de chaque pays. Les termes de l'échange sont le rapport entre les prix des exportations du pays et ses importations. Quand les cours des matières premières augmentent, le TCER des matières premières augmente plus que le TCER classique, et vice versa. Le graphique compare l'évolution des deux indices du pouvoir d'achat au Mexique et en Amérique du Sud de 2000 à 2015.

Le pouvoir des matières premières

Du fait de la hausse des prix des matières premières à partir de 2007, le pouvoir d'achat en termes de matières premières a commencé à dépasser le pouvoir d'achat mesuré par l'inflation relative en Amérique latine.

(indice, 2005 = 100)



Source : calculs des auteurs.

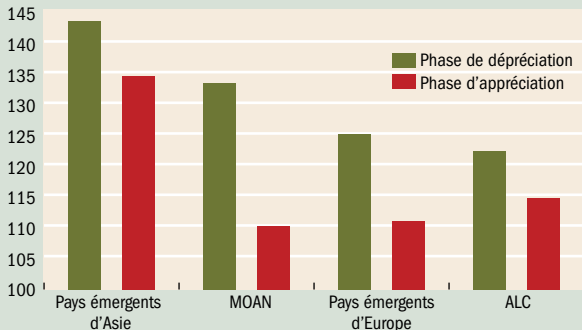
Note : Le taux de change effectif réel (TCER) mesure la valeur après inflation de la monnaie d'un pays par rapport à celles des pays avec lesquels il commerce. Le TCER ajusté sur la base des prix des matières premières rend compte du pouvoir d'achat en ces termes. Il a été ainsi calculé pour les pays suivants : Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Équateur, Mexique, Paraguay, Pérou, Uruguay et Venezuela.

Graphique 3

PIB au ralenti

Dans la plupart des régions, la progression du PIB réel est plus faible pendant les phases d'appréciation que pendant les phases de dépréciation du dollar.

(indice du PIB, année précédant le début de la phase = 100)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des auteurs.

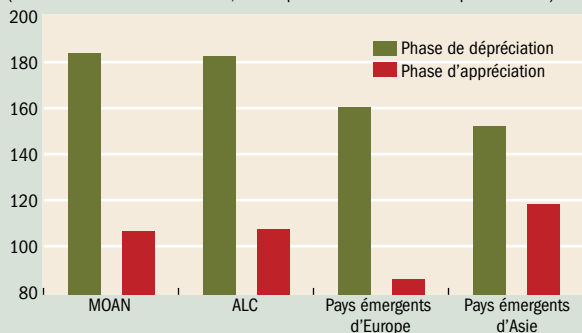
Note : Le TCER du dollar est calculé par rapport à chaque région. Le PIB réel est calculé sous forme de moyenne pondérée du pouvoir d'achat de l'ensemble des pays de chaque région. ALC = Amérique latine et Caraïbes. MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord. Le PIB est calculé sous forme de moyenne régionale. La période considérée est 1970-2014.

Graphique 4

Évolution de la demande

Pendant les phases de dépréciation du dollar, la demande croît à vive allure dans la plupart des pays émergents. Lorsque le dollar s'apprécie, la croissance de la demande intérieure est plus lente.

(indice de la demande intérieure; année précédant le début de la phase = 100)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des auteurs.

Note : Le TCER du dollar est calculé par rapport à chaque région. La demande intérieure est la somme des éléments suivants : consommation privée + consommation publique + investissement privé + exportations nettes. ALC = Amérique latine et Caraïbes. MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord. La demande est calculée sous forme de moyenne régionale. La période considérée est 1970-2014.

les phases d'appréciation du dollar. Ce schéma se retrouve pour l'Amérique latine dans son ensemble — bien que l'Amérique centrale et le Mexique s'en démarquent —, et en particulier en Amérique du Sud, grosse exportatrice nette de matières premières. Il vaut aussi pour les pays émergents du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord ainsi que d'Europe et, dans une moindre mesure, pour l'Asie. En moyenne, le PIB réel en Amérique latine gagne environ 7 points de moins pendant une phase d'appréciation que pendant une phase de dépréciation du dollar. Les écarts sont encore plus marqués au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (environ 21 points) et moindres en Asie (7 points), donc une évolution comparable à celle de l'Amérique latine (graphique 3). La différence n'est cependant pas si prononcée en Amérique

centrale et au Mexique, peut-être en raison de leurs puissants liens (sans rapport avec les matières premières) avec les États-Unis (commerce, tourisme et envois de fonds). Le commerce agit par le canal de la demande extérieure de biens, le tourisme stimule la demande extérieure de services, et les envois de fonds sont des transferts monétaires des États-Unis au Mexique, en Amérique centrale et aux Caraïbes. Tous ces éléments soutiennent la demande et le revenu intérieurs dans ces pays émergents et en développement, ce qui contrebalance l'incidence négative du dollar fort sur le revenu. Les pays dont la monnaie est rattachée au dollar ou qui l'utilisent comme monnaie intérieure tendent à être plus en phase avec les cycles du dollar.

À l'exception du Mexique et de l'Amérique centrale, toutes les régions et leurs subdivisions connaissent une croissance réelle de la demande intérieure beaucoup plus forte quand le dollar se déprécie. Dans beaucoup de régions, la demande intérieure diminue ou reste stationnaire en fait lorsque le dollar s'apprécie. Cela illustre bien l'incidence négative du dollar fort sur le pouvoir d'achat de la demande intérieure. Cela suggère aussi que le revenu plus faible en dollars qui résulte de la baisse des prix des matières premières (effet de revenu) est plus important que la hausse de l'activité économique qui accompagne en général les exportations lorsque la monnaie intérieure se déprécie. On parle communément d'un effet de transfert de dépenses, parce qu'il en résulte une hausse de la demande extérieure, puisque les biens intérieurs deviennent moins chers en dollars (graphique 4).

Où va le dollar?

Le dollar s'apprécie depuis la mi-2014 et, sur la base des données historiques, il y a plus de 80 % de chances pour qu'il continue à s'apprécier à court et moyen terme — selon le cycle d'appréciation de six à huit ans que nous avons observé. Les prix en dollars des matières premières vont sans doute rester bas et, du fait de la demande intérieure et de la réduction du pouvoir d'achat en dollars, la croissance du PIB réel des pays émergents va se ralentir davantage que lorsque le dollar est en baisse.

Si la Réserve fédérale commence à rehausser les taux d'intérêt et met fin à l'extraordinaire expansion monétaire entreprise pendant la crise financière mondiale, il y a encore plus de chances que le dollar reste fort. Les flux de capitaux à destination des pays émergents vont probablement se modérer, au mieux (et s'inverser, au pire), ce qui exacerberait les effets de la baisse des matières premières. En outre, les coûts de financement internationaux augmenteraient. Au total, cela signifie que les perspectives extérieures de ces pays ne sont pas prometteuses. ■

Pablo Druck et Nicolas Magud sont économistes principaux et Rodrigo Mariscal est assistant de recherche, tous au Département de l'Hémisphère occidental du FMI.

Cet article est basé sur un document de travail du FMI, «Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth» (2015), de Pablo Druck, Nicolas Magud et Rodrigo Mariscal.

Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2015, Perspectives de l'économie mondiale (Washington, avril et octobre).