

PARITÉ EURO/DOLLAR ET AJUSTEMENTS MACRO ÉCONOMIQUES : QUE RÉVÈLE UNE ANALYSE EN TERMES DE CHANGE D'ÉQUILIBRE ?

DIDIER BOROWSKI* ET CÉCILE COUHARDE*

L'analyse des déterminants traditionnels des mouvements de change se limite généralement aux horizons de court et long termes. A court terme, le différentiel de taux d'intérêt reflète l'évolution anticipée du taux de change. Cette relation, connue sous le nom de parité des taux d'intérêt non couverte - qui assure l'égalité des rendements anticipés des titres placés en monnaie nationale et en devises - résulte du jeu des arbitrages financiers. A long terme, les variations du taux de change sont le reflet d'un arbitrage spatial qui vise à égaliser le prix des biens échangeables produits dans des régions distinctes. Cette norme de taux de change (parité de pouvoir d'achat) ne semble toutefois prévaloir que sur une très longue période.

155

Entre ces deux horizons extrêmes se situe le moyen terme. Cet horizon hybride, qui correspond à celui de la politique économique et pour lequel les déterminants réels semblent exercer un rôle prépondérant, est pourtant délaissé. Dans cet univers théorique, le taux de change est, en effet, censé converger vers sa norme de long terme dictée par la parité des pouvoirs d'achat (PPA).

La dichotomie court/long terme résulte bien de la conception dominante du *policy-mix* pour laquelle prévaut une affectation rigide des instruments aux objectifs : la politique monétaire vise avant tout la stabilité des prix tandis que la politique budgétaire est prioritairement affectée à la stabilisation conjoncturelle. Le taux de change apparaît alors comme une variable résiduelle qui ne doit faire l'objet d'aucune intervention spécifique de la part des autorités sauf, bien sûr, si son niveau remet en cause la stabilité des prix et/ou la croissance du PIB. Or, il n'y

* CEDI, Université Paris Nord.

a aucune raison qu'une telle affectation garantisse une allocation internationale optimale des ressources.

Par ailleurs, dès lors qu'un mouvement de change de grande ampleur se produit, l'attention se focalise surtout sur les gains ou pertes en croissance de certaines zones sans que les problématiques macroéconomiques sous-jacentes ne soient approfondies. Tout au plus évoque-t-on, pour la parité euro/dollar, l'importance des déséquilibres courants américains et de la zone euro sans même s'interroger sur les implications des différentiels de croissance et de taux de chômage entre les deux zones.

L'approche du taux de change d'équilibre fondamentale développée par J. Williamson a précisément pour objet de remédier à l'ensemble de ces insuffisances. Il s'agit, en effet, d'une analyse de moyen terme qui fait explicitement référence à un équilibre macroéconomique mondial et repose exclusivement sur les déterminants réels du taux de change (déséquilibres courants et écarts de production).

Face aux transformations que le système monétaire international est inévitablement amené à connaître avec l'apparition de la monnaie européenne, il nous a semblé opportun de nous interroger sur le niveau d'équilibre de la parité euro-dollar¹. Cette question est d'autant plus importante que, pour la première fois, va être mise en place une monnaie susceptible de concurrencer, à terme, le dollar dans sa fonction de réserve internationale de valeur et de moyen de transactions : l'euro sera en effet la monnaie d'un espace de taille et de degré d'ouverture similaire aux Etats-Unis.

Au-delà d'une estimation de la parité nominale d'équilibre du dollar vis-à-vis de l'euro, nous tentons ici d'appréhender les ajustements macroéconomiques sous-jacents aux mésalignements de change identifiés et, ce faisant, soulignons les ambiguïtés quant aux déterminants du *policy-mix* à mettre en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique.

LE TAUX DE CHANGE D'ÉQUILIBRE A MOYEN TERME : RAPPEL D'UN CONCEPT

Parmi les théories sur les déterminants à moyen terme du taux de change, nous retenons celle développée par J. Williamson (1983), analyse dite du *taux de change d'équilibre fondamentale*. Dans cette approche, le taux de change d'équilibre correspond au taux de change effectif réel permettant aux économies d'atteindre simultanément leurs équilibres interne et externe à moyen terme.

L'équilibre interne se caractérise par la convergence des économies vers un sentier de croissance non accélérateur d'inflation ; autrement dit, le taux de chômage est à son niveau d'équilibre (Nairu). Cet équilibre est influencé par le taux de change réel via le coin fiscal-social (écart entre le coût réel du travail pour l'employeur et le pouvoir d'achat d'un

salarié). En effet, le coût réel du travail ne dépend que du prix de la valeur ajoutée domestique alors que le pouvoir d'achat du salarié est fonction du prix à la consommation et donc, par ce canal, du prix des importations. A coût réel du travail donné, toute appréciation du taux de change réel se traduira par une baisse du prix des importations et donc par une augmentation du pouvoir d'achat du salarié. Si la courbe d'offre de travail a une pente positive, l'offre de travail augmentera ainsi que le niveau de production potentielle. Par ailleurs, le coin fiscal-social, dans la mesure où il intervient dans les négociations salariales, est l'un des déterminants du taux de chômage d'équilibre. Une appréciation permanente du change réduira le coin fiscal et incitera donc les entreprises à augmenter durablement le volume d'emploi. Dans ces circonstances, le chômage d'équilibre diminue et le niveau de production potentielle (compatible avec une inflation constante) s'accroît.

L'équilibre externe se définit, quant à lui, par une cible de balance courante qui ne correspond pas nécessairement à un solde équilibré. En effet, à moyen terme, les déséquilibres entre capacités d'épargne et besoins d'investissement nationaux se traduisent par des positions extérieures nettes qui peuvent être soit créditrices, soit débitrices². La relation qui lie le solde courant au taux de change effectif réel est sans ambiguïté si la condition de Marshall-Lerner est vérifiée³ : en cas de dépréciation du taux de change réel, le solde de la balance courante s'améliore. La détermination des cibles de compte courant tient cependant compte de la dynamique de long terme de l'économie. Ainsi, toute augmentation de la dette externe, entraînée par une détérioration permanente du déficit courant, doit être majorée de façon à ne pas engendrer, à long terme, une dynamique insoutenable. Si les cibles de compte courant n'ont pas besoin d'être nulles à moyen terme, elles doivent être, en revanche, mutuellement compatibles. Il convient donc de s'assurer que les déficits-cibles des uns compensent les excédents-cibles des autres en ajustant ces derniers à la baisse, si nécessaire⁴. Ce point nous paraît d'autant plus important qu'il permet de distinguer l'approche du taux de change d'équilibre fondamental des autres analyses par la référence explicite à un équilibre macroéconomique mondial.

Le taux de change réel qui équilibre le marché à moyen terme est ainsi qualifié de « fondamental » car il a pour fonction de réaliser une meilleure allocation internationale des ressources qui devrait permettre aux économies la réalisation d'ajustements macroéconomiques plus efficaces.

Dans la plupart des travaux menés sur le change d'équilibre, le change réel est supposé n'avoir aucun impact sur la production potentielle (*i.e.* l'équilibre interne est alors dit exogène). Notre travail ne fait pas exception à cette « règle ». En revanche, le change d'équilibre est bien, en

partie, déterminé par le niveau de production potentielle : un *output gap* positif nécessite une appréciation réelle de la monnaie afin de réorienter l'excès de demande nationale vers les produits étrangers.

LA PARITÉ D'ÉQUILIBRE DU DOLLAR VIS-A-VIS DE L'EURO

Notre étude s'inscrit dans un cadre d'équilibre partiel et de statique comparative. En pratique, les parités bilatérales d'équilibre des monnaies européennes vis-à-vis du dollar sont calculées en inversant une maquette de commerce mondial dérivée d'un modèle multinational (Nigem)⁵ qui décrit de manière détaillée les principales économies mondiales (G10⁶). Une proxy du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar peut alors être construite en agrégeant six des monnaies européennes qui intégreront l'euro selon leurs poids dans l'écu⁷. Le cadre méthodologique adopté a fait l'objet de présentations antérieures (D. Borowski, C. Couharde et F. Thibault, 1997 ; D. Borowski et C. Couharde, 1998) et nous en résumons ici les lignes directrices.

Pour chaque pays, les volumes échangés sont modélisés comme des fonctions de demande qui admettent deux types d'arguments. Les équations d'importations et d'exportations font ainsi intervenir des termes de demande (respectivement intérieure et étrangère) et des termes de changes effectifs réels (prix relatifs à l'exportation, à l'importation ou encore prix relatifs de consommation pour les échanges de services) qui viennent mesurer la compétitivité-prix. Les prix des biens sont modélisés, quant à eux, en fonction des prix domestiques, des prix mondiaux à l'exportation ainsi que des prix des matières premières. Dans la mesure où les taux de change d'équilibre s'inscrivent dans une perspective de moyen terme, nous ne retenons, dans la maquette considérée, que les spécifications de long terme de ces équations.

Seuls les échanges de biens et services sont pris en compte de sorte que les revenus des facteurs sont exogènes. Cette hypothèse n'est pas anodine car sont négligés deux effets de rétroaction importants qui peuvent être exercés par le change. Ainsi, une variation du taux de change modifie-t-elle la valeur en monnaie nationale des avoirs et engagements sur le reste du monde ainsi que les flux d'intérêts qu'ils génèrent. De même, un pays ayant un surplus courant à moyen terme verra-t-il ses recettes d'intérêts nettes augmenter et donc son solde courant s'améliorer, ce qui devrait affecter de nouveau la mesure du change d'équilibre.

Les taux de change d'équilibre sont obtenus en inversant, à chaque trimestre, une version linéarisée de la maquette construite à partir de Nigem⁸. *In fine*, l'écart au taux de change d'équilibre peut se décomposer en fonction des seules variables exogènes retenues que sont les *output gaps* et les écarts aux cibles de compte courant.

Du fait des interdépendances entre pays, les parités d'équilibre doi-

vent impérativement être calculées simultanément pour l'ensemble des économies. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle nous privilégions l'utilisation d'un modèle multinational. Dans ces conditions, l'écart de la parité d'une monnaie à son niveau d'équilibre dépend non seulement de l'*output gap* et de l'écart à la cible de balance courante du pays considéré, mais également de ceux de l'ensemble de ses partenaires. Chacun de ces déséquilibres se trouve alors pondéré par un coefficient, lui-même fonction des élasticités du commerce extérieur des différents pays, de leur taux d'ouverture ainsi que de leur taux de couverture.

Le calcul des écarts des parités à leurs niveaux d'équilibre nécessite des hypothèses quant aux objectifs en matière d'équilibres interne et externe. Ces hypothèses sont dérivées d'estimations, pour tous les pays, du rythme de croissance potentielle et du niveau soutenable de la balance courante. Or ces estimations ne sont guère consensuelles.

Pour ce qui concerne l'équilibre interne, il existe de nombreuses méthodologies alternatives pour le calcul des productions potentielles et des *Nairu* sous-jacents (Ofce, 1997 ; Cepii, 1997). On distingue traditionnellement les approches « statistiques » des approches « économiques ». Les premières ne font référence à aucun modèle économique particulier et conduisent généralement à sous estimer les *output gaps* en phase de récession. Les estimations issues des approches statistiques posent donc problème, notamment pour certains pays européens, qui ont connu plusieurs années de faible croissance. C'est pourquoi nous retenons ici une approche économique qui repose sur le calcul d'un rythme de croissance potentielle, obtenu à partir des taux de croissance du progrès technique, de la population active et d'un *Nairu* supposé constant depuis le milieu des années 1980 (F. Thibault, 1998). Cette approche donne des rythmes de croissance potentielle plus élevés que ceux provenant d'une méthode purement statistique.

Cependant, c'est sur le traitement de l'équilibre externe que se focalise traditionnellement l'attention. Certes, sur le plan théorique, le niveau soutenable de la balance courante pourrait être défini à partir d'une approche intertemporelle. Mais le passage à l'évaluation empirique nécessite de faire des hypothèses fortes et contestables (délai de remboursement de la dette, niveau du taux d'intérêt...). J. Williamson retient, quant à lui, une approche en termes de balance structurelle : le taux de change d'équilibre doit permettre d'égaliser le solde structurel du compte courant (*i.e.* une fois corrigé des fluctuations de court terme) aux flux de capitaux nets « normaux ». La cible de compte courant est alors définie à partir de la position extérieure nette, compatible avec la maturité économique et les caractéristiques démographiques du pays. Ainsi les pays industrialisés connaîtront-ils un taux d'épargne d'autant plus élevé que la part de leur population active dans la population totale

est importante⁹. Ils pourront donc, en fonction du niveau de leur épargne globale, exporter plus ou moins de capitaux vers les pays moins développés dont les besoins d'investissement sont plus importants.

L'analyse des cibles de compte courant repose donc avant tout sur des appréciations qualitatives et demeure ainsi approximative. Le chiffrage rigoureux des équilibres externes n'étant pas notre propos, nous nous contentons de reprendre ce qu'offre la littérature consacrée à ce thème et en particulier les cibles définies par J. Williamson (1994) (scénario 1). Conscients qu'il s'agit là d'un des points faibles de notre approche, nous proposons une deuxième série d'estimations avec des hypothèses alternatives de cibles de compte courant, proposées très récemment par J. Williamson & M. Mahar (1998) (scénario 2).

Les cibles retenues dans le scénario 1 représentent un objectif de compte courant globalement équilibré pour l'ensemble des dix pays considérés. Pour les six pays européens étudiés, pris dans leur ensemble, ces objectifs correspondent à un excédent courant qui, en points de PIB, ne cesse de croître depuis 1991. Ce mouvement est conforme à l'évolution historique du solde courant de l'ensemble de la zone euro¹⁰ (cf. tableau 1).

Tableau n°1
Soldes courants et cibles de balance courante

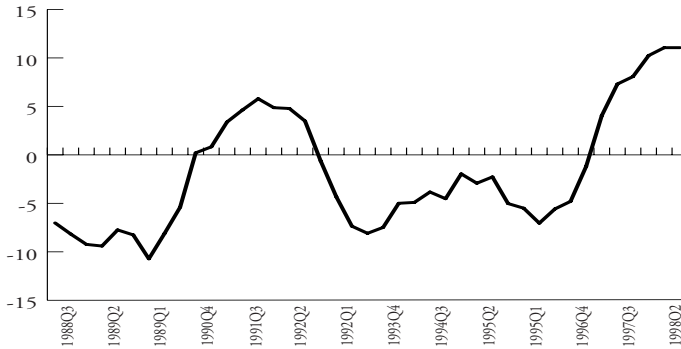
160

Pays	Cibles en % du PIB		Soldes courants en % du PIB		Cibles milliards de \$		Soldes courants milliards de \$	
	1988-91	1992-97	1988-91	1992-97	1988-91	1992-97	1988-91	1992-97
Allemagne	2,0	1,0	2,9	-0,7	15,1	9,2	35,2	-15,5
France	0,0	1,0	-0,5	1,1	3,0	14,0	-6,0	15,7
Pays-Bas	1,5	1,5	3,3	5,0	3,9	5,3	8,6	17,9
Belgique	1,5	1,5	2,3	4,6	2,7	3,6	4,1	11,4
Italie	1,0	1,0	-1,4	1,5	9,9	11,1	-14,7	15,9
Espagne	0,0	-1,0	-2,8	-0,8	-4,4	-5,4	-13,1	-4,3
Euro 6	0,1	0,6	0,4	0,7	7,4	32,7	14,0	41,2
Royaume-Uni	-2,5	-0,5	-3,1	-0,6	-22,8	-5,2	-28,3	-6,1
Canada	-1,5	-1,5	-3,5	-2,1	-8,4	-8,8	-19,7	-12,1
Etats-Unis	-1,0	-1,0	-1,5	-1,7	-55,4	-71,2	-82,5	-120,7
Japon	2,0	2,0	2,0	2,5	61,1	88,9	61,4	107,9
Monde à 10	0,0	0,1	-0,2	0,0	4,7	41,6	-55,1	10,0

Source : D. Borowski et C. Couharde, 1998

L'idée généralement admise sur la parité d'équilibre de l'euro est que celui-ci aura tendance, à ses débuts, à s'apprécier vis-à-vis du dollar en raison de l'accentuation des surplus courants enregistrés par les pays européens et de l'aggravation du déficit courant américain (M. Aglietta et alii, 1997, P. Artus, 1998a). Nos résultats vont dans le même sens : nous trouvons depuis 1997 et jusqu'à la mi-1998 une sous-évaluation de l'euro vis-à-vis du dollar de l'ordre de 10 %.

Graphique n°1
 Pourcentage de surévaluation (-)
 ou de sous-évaluation (+) de l'euro vis-à-vis du dollar



Source : D. Borowski et C. Couharde, 1998.

La plupart des analyses mettent l'accent sur les seuls déséquilibres externes et négligent l'impact des déséquilibres internes sur la parité d'équilibre. En revanche, l'intérêt de l'approche de J. Williamson est d'en tenir compte explicitement. Afin de juger l'ampleur du rôle joué par les *output gaps*, nous avons construit un scénario dans lequel tous les pays étaient à l'équilibre externe (écarts aux cibles de balance courante nuls). Sous l'hypothèse de taux d'inflation stables, nous avons alors conclu que la faible *output gap* américain comparativement à celui de la zone euro était à l'origine, à la mi-1998, d'une sous-évaluation du dollar vis-à-vis de l'euro de près de 10 % (D. Borowski et C. Couharde, 1998). C'est donc l'importance du déficit courant américain et de l'excédent de la zone euro qui expliquent la surévaluation du dollar identifiée *in fine* : les déséquilibres externes surcompensent le rôle joué par les *output gaps* des deux zones.

Ce résultat est obtenu avec des parités intra-zone euro qui sont, quant à elles, proches de l'équilibre. On peut donc reporter la sous-évaluation identifiée au niveau de l'euro sur la parité franc-dollar. Ce calcul nous mène à une parité d'équilibre du franc, sur le premier semestre 1998, comprise entre 5,20 F et 5,50 F pour un dollar.

Cette estimation se situe dans la fourchette proposée par S. Wren-Lewis et R. Driver (1998) qui concluent à une sous-évaluation de l'euro vis-à-vis du dollar comprise entre 5 et 20 %¹¹ ; celle-ci correspond à une parité d'équilibre du dollar comprise entre 4,60 F et 5,60 F.

Il faut cependant éviter ce type de comparaison directe dans la mesure où nos résultats sont obtenus pour un panier de monnaies plus représentatif et, surtout, avec des cibles de balance courante et des élasticités du commerce extérieur qui diffèrent. C'est pourquoi, nous construisons un

deuxième scénario dans lequel les cibles de compte courant correspondent à celles proposées par J. Williamson & M. Mahar (1998). Ces nouvelles cibles se distinguent des précédentes par la volonté de traiter l'écart statistique mondial¹² ainsi que par la recherche explicite d'une compatibilité au niveau international des objectifs de soldes courants proposés.

Tableau n°2
Cibles de compte courant :
une comparaison entre les scénarios 1 et 2.

	Scénario 1*	Scénario 2**
Etats-Unis	- 1	- 2
Allemagne	1	- 0.3
Japon	2	1.9
Royaume-Uni	- 0,5	- 0.2
France	1	- 1.5
Italie	1	- 2.5
Canada	- 1,5	- 1.9

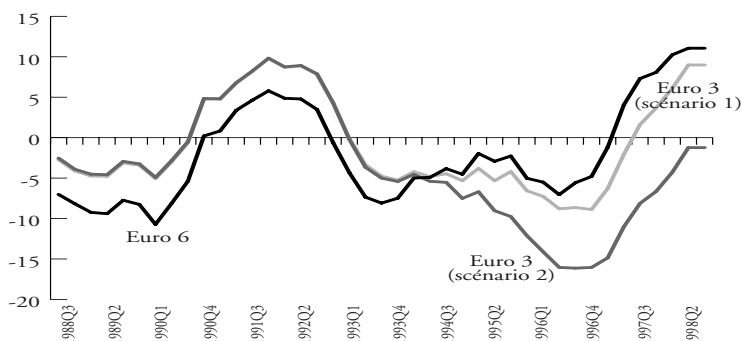
* J. Williamson, 1994

** J. Williamson et M. Mahar, 1998

162

Sur le graphique 2 figurent les deux scénarios envisagés pour un euro fictif à trois monnaies. Nous y avons également reporté les résultats du scénario 1 construit sur un euro à six monnaies. Les cibles du scénario 2 ne sont introduites qu'à partir de 1994.

Graphique n°2
Pourcentage de surévaluation (-)
ou de sous-évaluation (+) de l'euro vis-à-vis du dollar :
comparaison entre le scénario 1 et le scénario 2.



On constate tout d'abord que le nombre de monnaies prises en compte dans l'euro fictif a un impact limité sur la parité d'équilibre. Ainsi, dans le scénario 1, l'absence des monnaies espagnole, belge et néerlandaise ne diminue-t-elle que de 2 % la sous-évaluation nominale de l'euro vis-à-vis du dollar (de 10 % à 8 %). Cet ajustement est lié à l'importance des excédents courants de la Belgique et des Pays-Bas qui contribuent à la sous-évaluation de l'euro et dont on ne tient désormais plus compte. Le poids limité des monnaies de ces deux pays explique toutefois que ces excédents ne jouent pas un rôle plus important.

Le changement d'objectifs de compte courant entraîne, quant à lui, des modifications plus substantielles. En effet le jeu de cibles, correspondant au scénario 2, nous conduit à inverser notre diagnostic : le dollar est désormais proche de l'équilibre, voire sous-évalué (au milieu de l'année 1998). Ce dernier résultat illustre, à lui seul, toute l'importance qu'ont les calculs de sensibilité des changes d'équilibre à des hypothèses alternatives sur les cibles de compte courant.

QUELS SONT LES VRAIS ENJEUX DE LA PARITÉ D'ÉQUILIBRE DU DOLLAR ?

Dans ces conditions, il apparaît plus que jamais nécessaire de s'interroger sur l'opportunité d'une dépréciation du dollar et sur sa capacité à régler le problème du déficit courant américain.

163

Depuis 1992, le taux d'épargne privée américain se dégrade continûment tandis que l'activité économique, soutenue par l'investissement, connaît une vive reprise. Il en résulte une détérioration de la balance courante américaine qui est donc, en grande partie, déconnectée des problèmes de compétitivité-prix.

Jusqu'à maintenant les Etats-Unis, en raison du statut de monnaie de réserve internationale du dollar, bénéficiaient de facilités de financement de leur déficit courant. En effet, la monnaie américaine est demandée sur les marchés des changes davantage que ne le justifie le rendement intrinsèque des titres libellés en dollars. Dans ces conditions, le financement du déficit américain se fait sans douleur. En revanche, l'apparition de l'euro risque de bouleverser, à moyen ou long terme, la position hégémonique qu'occupe le dollar dans le système monétaire international.

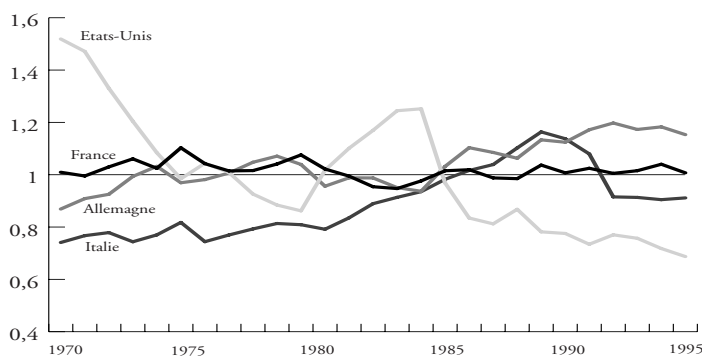
Indépendamment du rôle de plus en plus important que devrait jouer la monnaie européenne, il convient de s'interroger sur la soutenabilité du déficit courant américain. Un exercice simple de simulation réalisé récemment par P. Artus (1998 b), et qu'il qualifie lui-même d'optimiste, montre que la persistance d'un déficit courant à son niveau actuel¹³ engendrerait, à dix ans, une dynamique insoutenable de la dette extérieure américaine qui atteindrait près de 40 % du PIB en 2007.

Si l'on en croit cet exercice, les Etats-Unis devront chercher par tous les moyens à réduire leur déficit, l'objectif de déséquilibre courant du scénario 2 (-2 points de PIB) ne paraissant plus réaliste.

Le jeu de cibles du scénario 1 correspond bien au niveau de déficit maximal, proposé par P. Artus (1998b), jugé compatible avec la soutenabilité du compte courant. En revanche, selon nos calculs, la diminution du déficit-cible de 2 à 1 point de PIB aurait pu justifier, à taux d'inflation constants (au milieu de l'année 1998) une dépréciation nominale du dollar vis-à-vis de l'euro beaucoup moins élevée que ne le laisserait supposer l'approche de P. Artus et M. Kaabi (1998) pour qui les gains de compétitivité-prix n'ont quasiment aucun impact sur le solde courant¹⁴.

Cette dépréciation s'est produite au début du mois d'octobre 1998 pour des raisons vraisemblablement très éloignées de considérations sur les fondamentaux. Si le dollar persistait durablement au niveau atteint aujourd'hui (1\$ = 5,50 FF avec des parités intra-zone euro à leur cours-pivot, le 12 octobre), les exportateurs de la zone euro seraient lésés dans la mesure où la récente dépréciation du dollar viendrait renforcer l'avantage-coût substantiel dont les producteurs américains bénéficiaient d'ores et déjà¹⁵ (cf. graphique 3). La stratégie consistant à laisser le dollar à son niveau actuel reviendrait donc à reporter, en partie, la charge de l'ajustement du déficit courant américain sur la zone euro.

164

Graphique n°3¹⁶

Coûts totaux unitaires relatifs dans l'industrie

Source : C. Couharde & J. Mazier, 1997

On se trouve donc face à l'alternative suivante :

- soit la soutenabilité du compte courant exige un retour à un déficit de 1 point de PIB (scénario Artus) ; auquel cas la récente dépréciation du dollar était nécessaire. Le dollar devrait donc rester à son niveau actuel,

malgré les pertes de compétitivité-prix induites pour les exportateurs européens ;

- soit un déficit de 2 points de PIB est jugé soutenable (scénario Williamson) ; auquel cas le dollar pourrait être aujourd'hui, après sa récente dépréciation, sous-évalué de 10 % (selon nos calculs) ou proche de l'équilibre selon ceux de S. Wren-Lewis et R. Driver (1998).

Dans l'hypothèse, soutenue par P. Artus et M. Kaabi (1998), où l'épargne serait devenue un déterminant-clé (exogène) de l'évolution des soldes courants (devant les variables explicatives plus traditionnelles que sont les écarts de conjoncture et la compétitivité et ce indépendamment d'elles), il est nécessaire de s'interroger sur la nature du déficit d'épargne privée aux Etats-Unis. Si ce déficit est structurel, le taux de change réel constitue la variable d'ajustement appropriée pour résorber le déficit courant américain. Si, en revanche, ce déficit est de nature plus conjoncturelle, il importe de sonder la capacité du *policy-mix* américain à réguler l'épargne, indépendamment de ses effets sur le change réel.

Or, les Etats-Unis ne semblent guère disposer de beaucoup de degrés de liberté. En effet, une politique budgétaire austère est déjà en cours et a d'ailleurs permis d'engendrer un excédent budgétaire en 1997 ; reste la possibilité d'une politique monétaire restrictive, seule à même de décourager la demande interne privée (investissement et consommation des ménages). En effet, la facilité avec laquelle sont octroyés les crédits à la consommation, aux Etats-Unis, minimise les besoins d'épargne de précaution des ménages : seul un renchérissement du coût du crédit permettrait donc de dissuader la consommation et l'investissement privés au profit d'une épargne devenue plus attractive¹⁷⁻¹⁸.

Une telle politique semble pourtant contraire à ce que dicteraient les déterminants traditionnels de la politique monétaire américaine. Les autorités monétaires privilégient avant tout la stabilité des prix et la croissance de l'économie et ne semblent se soucier du niveau du dollar que lorsque l'une d'elles est en cause. Or, dans un contexte de tensions inflationnistes quasiment inexistantes, on comprendrait mal une hausse des taux directeurs de la FED qui pourrait, par ailleurs, hypothéquer les perspectives de croissance et apprécier le change. Au contraire, les autorités monétaires seront d'autant moins incitées à intervenir qu'elles savent qu'une dépréciation du change réel permet de remédier aux conséquences de l'insuffisance d'épargne privée sur la soutenabilité du compte courant.

Si, en revanche, on soutient que les Etats-Unis disposent de marges de manœuvre pour remédier, en partie, à leur déficit d'épargne privée, l'analyse de J. Williamson devient *a priori* moins pertinente. En se focalisant sur les échanges de biens et services, elle impose de résorber le déficit du compte courant américain via sa composante commerciale au travers d'une amélioration de la compétitivité-prix alors même que les

exportateurs américains semblent plutôt favorisés par le niveau de leurs coûts de production. Dans ces conditions, la récente dépréciation du dollar vient renforcer «indûment» leur position compétitive au détriment de leurs concurrents européens. En effet, une stimulation de l'épargne privée aux Etats-Unis aurait permis de contenir le déficit courant américain de sorte qu'une dépréciation réelle du dollar n'aurait plus été nécessaire. Dans ce cas de figure, le change nominal n'est pas la bonne variable d'ajustement : le *policy-mix*, moins contraint qu'il n'y paraît, aurait dû s'adapter.

On pourrait en conclure que la problématique du change d'équilibre « à la Williamson » est inappropriée au cas américain. Il n'en est rien, tout au contraire. Si l'on admet que les taux d'épargne jouent, au côté des déterminants traditionnels (écarts de conjoncture et compétitivité-prix, mais indépendamment d'eux), un rôle dans l'évolution des déséquilibres courants, il faudrait alors corriger les cibles des mouvements des taux d'épargne non structurels. Ceci permettrait d'identifier la tâche qui incombe au *policy-mix* dans la résorption du déséquilibre entre l'épargne et l'investissement, et ce, indépendamment des mouvements de change que ce *policy-mix* pourrait engendrer.

On voit alors tout l'intérêt d'une coordination internationale qui éviterait qu'un pays ne solde indûment sur ses partenaires les conséquences d'un *policy-mix* « déséquilibré ». C'est d'ailleurs tout l'attrait de la démarche de J. Williamson ; celle-ci repose en amont sur une détermination de cibles de compte courant mutuellement compatibles que seule une coordination internationale est à même d'achever. Dans le cas américain, une telle coordination pourrait imposer aux Etats-Unis de réduire le déficit extérieur par un *policy-mix* « approprié » et non via la seule dépréciation du dollar. On retrouve ici, par un canal différent de ceux qui sont traditionnellement évoqués, une raison pour les gouvernements et les banques centrales de se préoccuper de la parité de leur monnaie.

La récente dépréciation du dollar, que des facteurs conjoncturels semblent avoir déclenchée, n'est vraisemblablement pas liée aux fondamentaux. Il n'en demeure pas moins que les forces à l'œuvre, en raison de ces mêmes fondamentaux, auront tendance à maintenir le dollar au niveau qu'il a atteint (5,50 F le 12 octobre 1998), voire à le laisser se déprécier encore. Ainsi, selon nos estimations, le dollar serait à 5,50 F, proche de sa parité d'équilibre vis-à-vis de l'euro. Retenir, à l'instar de S. Wren-Lewis et R. Driver (1998), une cible américaine plus laxiste (2 points de PIB) pourrait même conduire à identifier, avec un dollar à 5,50 F, une sous-évaluation de la devise américaine vis-à-vis de l'euro.

L'idée selon laquelle la future monnaie européenne sera une monnaie forte n'est donc pas confirmée dans tous les cas de figure.

Par ailleurs, une part du déséquilibre courant américain, induit par le bas niveau du taux d'épargne domestique, pourrait être vraisemblablement d'origine conjoncturelle. Dans cette hypothèse, le problème qui se pose, aux États-Unis, est celui de la plus ou moins grande capacité du *policy-mix* à réguler le taux d'épargne américain, indépendamment de ses effets sur le change réel. En effet, de nombreuses études confirment que les États-Unis n'ont aucun problème de compétitivité-prix. Ils souffrent plutôt d'une insuffisance chronique de leur épargne privée. Certes, une politique budgétaire austère conjuguée à une croissance soutenue a permis aux États-Unis de connaître, pour la première fois en 1997, un surplus budgétaire. Toutefois, le déficit courant continue à s'aggraver en raison notamment de la chute du taux d'épargne des ménages. La FED ne semble pas en avoir tiré les conséquences quant à la politique monétaire à mener en raison notamment du coût en termes de croissance qu'une hausse des taux d'intérêt pourrait engendrer.

Le problème qui se pose *in fine* est donc celui de la coordination internationale des politiques économiques, seule à même d'achever une compatibilité *ex ante* des objectifs de comptes courants et à imposer ainsi aux gouvernements et aux banques centrales de procéder aux ajustements nécessaires, en particulier quand le déséquilibre épargne-investissement apparaît plus prononcé que ne le justifierait la prise en compte des seuls facteurs structurels.

Difficile à mettre en œuvre et aux modalités pratiques incertaines, une telle coordination n'a pourtant guère de chance de se réaliser prochainement. Sans contrainte externe, il est donc peu probable que les autorités américaines cherchent à relancer l'épargne en risquant de compromettre une croissance déjà fragilisée par la crise dans les pays émergents. Il appartient donc aux autorités monétaires de la zone euro d'intégrer le taux de change dans leurs objectifs (au moins officieusement) en optant, dès que possible, pour un assouplissement monétaire plus marqué que celui auquel vient de consentir la FED.

Dans la mesure où les banques centrales européennes n'auront, par définition d'ici quelques mois, plus aucun problème de crédibilité, elles pourraient même agir ouvertement pour contenir la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro via une politique monétaire très accommodante. Une telle politique, en stimulant la demande intérieure, pourrait même induire une appréciation réelle de l'euro et contribuer ainsi à la résorption des déséquilibres entre les deux zones. Toutefois, il est vraisemblable que la BCE soit, à ses débuts, très soucieuse de sa crédibilité et ne cherche à l'asseoir par une politique monétaire encore plus austère. Le président de la BCE s'est d'ailleurs prononcé, très récemment, contre

une baisse concertée des taux au sein de la zone euro. En l'absence de prise en compte des fondamentaux, il serait dès lors raisonnable de craindre que les politiques monétaires, menées de part et d'autre de l'Atlantique, ne conduisent à une dépréciation du dollar, l'éloignant ainsi de sa parité d'équilibre.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta M., Baulant C. et Coudert V. (1998), « Pourquoi l'euro sera fort ? Une approche par les taux de change d'équilibre », *Revue économique*, vol. 49, n°3, mai.

Artus P. (1998a), « Quelle perspective pour la parité dollar-euro ? », *Etude n°7, Caisse des dépôts et consignations*, 22 avril.

Artus P. (1998b), « La tendance actuelle pour la dette extérieure des Etats-Unis ne peut se poursuivre : une vue à 10 ans et les conséquences », *Flash n°88, Caisse des dépôts et consignations*, 27 juillet.

Artus P. et Kaabi M. (1998), « Le changement de nature des excédents ou déficits extérieurs », *La Lettre économique de la Caisse des dépôts et consignations*, juin.

Borowski D., Couharde C. et Thibault F. (1997), « Sensibilité des taux de change d'équilibre aux *output gaps* et aux cibles de balance courante : méthodologie et estimations pour les principaux pays industrialisés », *Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Direction de la Prévision*. Document de travail n°97-3. A paraître dans le n°98-3 d'Économie et Prévision.

Borowski D. et Couharde C. (1998), « Quelle parité d'équilibre pour l'euro ? », papier présenté aux XV^{èmes} Journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Toulouse, 4-5 juin. Document de travail de la *Direction de la Prévision*, à paraître.

Borowski D. et Erkel-Rousse H. (1998), « Origine des incertitudes pesant sur le solde commercial de la future zone euro », note de la *Direction de la Prévision*, avril.

CEPII (1997), « Croissance potentielle et écarts de production », *Revue du CEPII*, n°69, 1^{er} trimestre.

Couharde C. et Mazier J. (1997), « Parités du pouvoir d'achat, coûts unitaires en niveaux et taux de change réels », Etude pour le Commissariat Général du Plan, décembre.

OFCE (1997), Dossier : « La croissance potentielle », *Revue de l'OFCE*, n°60, janvier.

Thibault F. (1998), « Que peut-on dire du cycle européen à la veille de la création de l'euro ? », *Direction de la Prévision*, note B5-98138, juillet.

Williamson J. (1983), *The Exchange Rate System*, Policy Analyses in International Economics, 5.

Williamson J. (1994), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington D.C., Institute for International Economics.

Williamson J. et Mahar M., (1998), « Current Account Targets », Annexe A in S. Wren-Lewis et R. Driver, (eds), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Policy Analyses in International Economics, 54, Washington D.C., Institute for International Economics, mai 1998.

Wren-Lewis S. et Driver R., (1998), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Policy Analyses in International Economics, 54, Washington D.C., Institute for International Economics, mai.

NOTES

1. Nous ne traiterons pas ici du problème de la volatilité du change.

2. En pratique, tous les économistes s'accordent bien à considérer qu'à moyen terme (5 à 10 ans) les balances courantes de certaines zones resteront déséquilibrées (déficit américain, excédent nippon...). En revanche, on semble s'interdire d'avancer des niveaux soutenables de compte courant mutuellement compatibles : ce type d'exercice est jugé trop « normatif » !

3. Cette condition définit la relation sur les élasticités-prix du commerce extérieur qui permet à une dépréciation du change d'engendrer à terme un excédent commercial pour le pays considéré.
4. Seule une coordination internationale serait à même d'achever une telle compatibilité. Il est probable que les Etats poursuivent des objectifs de compte courant, fût-ce implicitement. Toutefois ces derniers n'ont aucune raison d'être mutuellement compatibles. Il est curieux que l'on ne s'interroge jamais sur les conséquences sur la volatilité des changes d'une telle incompatibilité.
5. Le modèle Nigem est un modèle multinational construit par le NIESR (National Institute of Economic and Social Research).
6. Pays du G7, plus la Belgique, les Pays-Bas et l'Espagne.
7. Le poids des monnaies prises en compte représente 95 % de l'écu sous-jacent aux 11 monnaies qui constitueront l'euro.
8. Notre méthode de résolution nous permet d'obtenir directement des parités bilatérales nominales d'équilibre au contraire de la plupart des travaux portant sur le change d'équilibre. Le calcul des parités nominales se fait sous l'hypothèse de taux d'inflation stables dans tous les pays.
9. Conformément à la théorie du cycle de vie, les individus épargnent durant leur vie active et consomment cette épargne une fois à la retraite.
10. Soulignons que l'excédent de la zone euro, sur lequel reposent ces calculs, pourrait être, en réalité, surestimé d'environ 50 Mds de dollars. Cf. D. Borowski & H. Erkel-Rousse (1998) pour un exposé détaillé des raisons de l'incertitude pesant sur le solde courant de la zone euro.
11. Ce résultat est obtenu avec un euro composé des trois principales monnaies européennes (franc, deutschemark, lire).
12. On constate - en sommant des statistiques officielles supposées homogènes - que le monde enregistre un déficit courant vis-à-vis de lui-même de l'ordre de 40 milliards de \$ sur la période 1994-96 tandis qu'il connaît un excédent commercial de l'ordre de 108 milliards de \$ en moyenne sur la même période. L'analyse des objectifs de solde courant et de leur compatibilité au niveau international nécessite donc de réfléchir aux modalités de traitement de cet écart statistique mondial.
13. 1,9 points de PIB en 1997 et plus de 2 points de PIB en 1998.
14. Une amélioration de 10 % de la compétitivité-prix des Etats-Unis ne réduirait, selon eux, le déficit courant américain que de 0,1 point de PIB !
15. Cf. C. Couharde & J. Mazier (1997) pour un exposé de la méthodologie conduisant à ce type de résultats.
16. Le graphique 3 retrace, pour chacun des pays, les niveaux de coûts totaux unitaires relatifs (i.e rapportés à la moyenne pondérée des coûts des pays partenaires de chaque pays étudié). Pour une année et un pays donnés, une valeur de 1,20 de cet indicateur signifie que les coûts totaux unitaires sont, en niveau, supérieurs de 20 % à ceux de la moyenne des pays partenaires. Les courbes ne peuvent donc pas faire l'objet d'une comparaison entre elles.
17. Hormis des mesures plus structurelles d'incitation à l'épargne.
18. Notons qu'un retournement « spontané » de la conjoncture, qui n'est pas à exclure, pourrait procurer les mêmes avantages. Il pourrait prendre la forme d'une chute de la consommation suite à un krach boursier ou encore d'une contraction de l'investissement en raison du niveau étrangement élevé des capacités de production pour une économie en « haut de cycle ».