

RÉACTIONS À L'ARTICLE DE D. BOROWSKI ET C. COUHARDE

PATRICK ARTUS*

Les auteurs, utilisant un modèle économétrique mondial, évaluent le taux de change d'équilibre du dollar par rapport à l'Euro, c'est-à-dire le taux de change qui ramène les soldes des balances courantes des différents pays vers des cibles choisies à l'avance. L'intérêt de la méthode est son caractère multilatéral : la parité d'équilibre dollar-Euro dépend des écarts entre les soldes courants observés et ciblés pour tous les pays (le Japon par exemple) ; son inconvénient est son caractère arbitraire : une modification des soldes courants cibles modifie considérablement, de manière évidente, les taux de change cible.

Il convient donc de s'interroger de façon approfondie sur la définition des « soldes courants soutenables », le cas intéressant, comme le soulignent les auteurs, étant celui des Etats-Unis.

L'approche la plus simple consiste à dire que le rapport dette extérieure des Etats-Unis/PIB des Etats-Unis ou dette extérieure/richeesse mondiale devrait être stabilisé ; la dette extérieure nette des Etats-Unis représente aujourd'hui un peu moins de 20 % du PIB américain ; les intérêts payés sur cette dette par les Etats-Unis au Reste du Monde 1 1/4 % du PIB américain ; sous l'hypothèse d'un taux de croissance tendanciel de 4 1/2 % en valeur pour les Etats-Unis, il faudrait donc, pour stabiliser leur taux d'endettement extérieur, un déficit courant de l'ordre de 1 % du PIB, et un léger excédent commercial pour les biens et services, compte tenu des paiements d'intérêts. En 1998, le déficit courant sera de plus de 3 points de PIB, et sa réduction nécessaire est donc considérable.

Ceci conduit, comme dans les estimations de l'article, à un taux de change d'équilibre très déprécié pour le dollar. La situation peut être encore bien pire si on introduit l'évolution de la demande d'actifs libellés en dollars. Avoir comme objectif la stabilisation du taux d'endettement extérieur suppose implicitement que la structure désirée de portefeuille (entre le dollar et les autres devises) ne va pas se modifier. Ceci n'est pas sûr : l'arrivée de l'Euro fait passer à un monde à deux monnaies internationales ; il est probable qu'il y aura une substitution d'Euros aux dollars des Banques Centrales.

Si ces dernières passaient à une structure par devise de leurs réserves correspondant à la structure géographique de leurs exportations, elles devraient convertir 170 Mds de dollars de réserves du dollar à l'Euro. On voit donc le

* Directeur des études économiques, Caisse des dépôts et consignations.

risque : il faut non seulement stabiliser le ratio dette extérieure des Etats-Unis/PIB, mais probablement le faire baisser en raison de l'évolution de la demande de dollars ; la dépréciation nécessaire du dollar serait alors gigantesque.

Il faut alors poser, comme le font les auteurs, la question des mécanismes et comportements autres que la dépréciation du dollar, qui peuvent réduire substantiellement le déficit courant aux Etats-Unis. Les auteurs mentionnent le *policy-mix* aux Etats-Unis, mais il n'y a pas là beaucoup d'espoir. Le budget est déjà en excédent, la Réserve Fédérale a exclusivement des objectifs internes et on voit difficilement une hausse des taux directeurs visant à faire remonter le taux d'épargne alors que l'économie américaine va rentrer dans une phase de ralentissement cyclique.

Dans certaines versions du modèle de change d'équilibre, la stabilisation de la dette extérieure est assurée par un effet de richesse. La hausse de la dette extérieure correspond à un appauvrissement patrimonial pour les Américains (la richesse nette d'un pays est son capital d'où est déduite sa dette extérieure), mais il faudrait que cet appauvrissement implique une baisse de la consommation. Ceci supposerait une rationalité peu probable : les ménages américains devraient se rendre compte que leurs revenus futurs seront réduits de fait de la détention de titres émis aux Etats-Unis par des étrangers.

Que reste-t-il finalement si on veut éviter une dépréciation forte du dollar ? Une remontée du taux d'épargne due à une baisse de la Bourse américaine, elle-même provoquée par une hausse du taux d'intérêt à long terme. Le mécanisme en jeu serait le suivant : l'offre d'obligations américaines (non achetées par des investisseurs domestiques) se met à l'emporter, *ex ante*, sur la demande pour ces obligations de la part des non-résidents ; leur prix d'équilibre baisse donc, ce qui peut se faire soit par la baisse du dollar, soit par la hausse des taux d'intérêt américains à long terme, indépendamment du niveau des taux courts, contrôlés par la Banque Centrale ; si le deuxième effet l'emporte, il entraîne une chute des cours boursiers, un appauvrissement patrimonial, et une remontée de l'épargne qui réduit le déséquilibre externe. En même temps, bien sûr, la hausse des taux longs freine l'investissement et la croissance.

La baisse du taux d'épargne des ménages américains ne résulte en effet pas tant de celle de leurs placements financiers que de la très forte progression de leur endettement. Les ménages américains ont une dette qui représente une année de leur revenu disponible (6000 Mds de dollars environ), ce qui n'est possible que grâce à leur enrichissement boursier (ils détiennent directement ou au travers des fonds de pension 80% de la capitalisation boursière, à peu près 8000 Mds de dollars).

Une chute de la Bourse diminuerait leur solvabilité, les forceraient à réduire leur endettement, donc à épargner plus. Ce serait une évolution positive, dans une perspective de moyen terme, car elle ferait disparaître les déséquilibres externes qui déstabilisent le Système Monétaire International. Il est clair que, à court terme, elle provoquerait une récession sévère aux Etats-Unis ; le triste choix pour l'Europe est peut-être celui entre un dollar faible ou un recul de l'activité aux Etats-Unis.