

Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM

Lionel POTIER, Arthur SAINT-GUILHEM

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

Le déficit de la balance des transactions courantes américaine est une source d'inquiétudes pour l'économie mondiale. Les risques de non-soutenabilité de la dette extérieure américaine font craindre un ajustement brutal par les taux de change, avec des conséquences néfastes sur les marchés financiers et l'économie réelle des partenaires commerciaux, notamment la zone euro.

La présente étude revient d'abord sur les principaux développements ayant conduit à la dégradation des comptes extérieurs des États-Unis. Elle rappelle que les dynamiques parallèles de baisse de l'épargne des ménages et de hausse du déficit des administrations publiques ont poussé les importations à la hausse, tandis que la concurrence accrue sur les marchés internationaux de biens et services a conduit à une progression ralentie des exportations américaines.

En outre, il semble que le mouvement de dépréciation effective du dollar entamé en 2002 a été insuffisant pour réduire le déficit des transactions courantes, compte tenu des autres facteurs d'aggravation que constitue la baisse de l'épargne publique et privée. Un ajustement de change n'aurait qu'un effet transitoire sur l'équilibre macroéconomique et le solde courant des États-Unis. Les simulations réalisées à partir du modèle multinational NiGEM suggèrent de plus qu'un tel ajustement devrait être d'une grande ampleur pour que ses effets, transitoires, soient significatifs sur le déficit commercial des États-Unis, alors que les coûts en termes d'activité seraient importants pour les pays partenaires.

En revanche, une réorientation du policy-mix américain est considérée comme une voie plus pertinente, en particulier parce qu'elle permettrait un ajustement durable. Une réduction du déficit public, couplée à une normalisation des taux d'intérêt et une correction des prix de l'immobilier permettraient d'augmenter l'épargne nationale et de limiter la demande d'importations de l'économie américaine, au prix d'un ralentissement temporaire de l'activité aux États-Unis et dans le reste du monde.

Mots clés : déficit courant américain, ajustement par le change, ajustement par une réduction de la demande intérieure américaine

Codes JEL : F17, F32, F41, F47

NB : Une version préliminaire de cet article a été présentée lors d'un séminaire organisé à la Banque de France le 11 juillet 2006.

Les auteurs tiennent à remercier A. Brender, E. Kharroubi, ainsi que l'ensemble des participants pour les remarques précieuses qu'ils ont apportées à cette occasion. Ils remercient également L. Frey pour l'aide apportée dans la confection de l'encadré 1, ainsi que G. Moëc et G. Cette.

I | La hausse du déficit courant américain et ses causes

La balance des transactions courantes américaines s'est rapidement dégradée à partir du début des années quatre-vingt-dix, revenant d'une situation d'équilibre en 1991 à un déficit de 6,5 points de PIB en 2005. Pour l'essentiel, cette détérioration est la conséquence d'un creusement du déficit commercial américain, les balances des services et des revenus étant toutes deux excédentaires sur la période.

Outre l'effet de l'augmentation des prix du pétrole, responsable, depuis 2002, d'une hausse plus forte du prix des biens importés que du prix des biens exportés, on observe surtout une progression plus rapide des volumes d'importations de biens par rapport aux volumes d'exportations (8,9 % par an en moyenne entre 1991 et 2005 pour les importations, contre 5,6 % pour les exportations).

III | Des importations soutenues par une demande intérieure dynamique

La hausse des importations s'explique d'abord par l'ouverture croissante de l'économie américaine aux produits étrangers, mais surtout par la robustesse de la demande intérieure américaine.

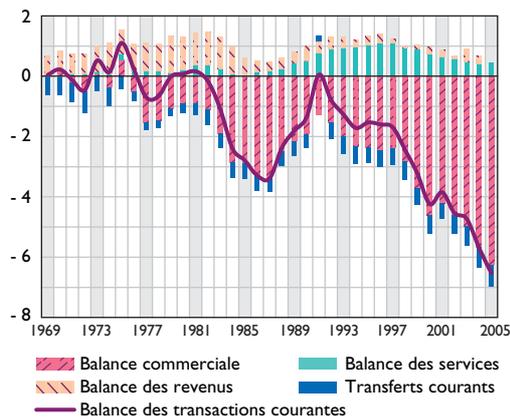
L'ouverture croissante de l'économie américaine

Comme les autres économies développées, l'économie américaine est marquée par une ouverture croissante aux produits étrangers, conséquence de la libéralisation des échanges sur les marchés de biens et services. La proportion de biens et services consommés par les ménages américains provenant de l'étranger marque ainsi une nette tendance à la hausse sur les vingt dernières années, passant de 8,0 % en 1987 à 12,8 % en 2004 (dernières données disponibles).

Mais l'ouverture de l'économie américaine s'explique aussi par la croissance de l'investissement des entreprises, dont le contenu en importations est traditionnellement plus élevé que celui des autres postes de demande (19,5 % en 2004, contre 12,8 % pour la consommation des ménages). En effet le cycle de

Graphique 1 Décomposition de la balance des transactions courantes américaine

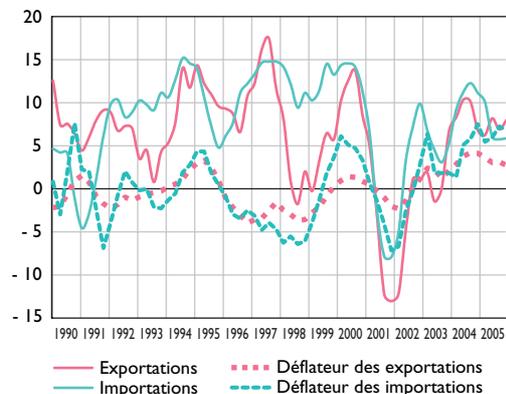
(données annuelles, en points de PIB)



Source : Bureau of Economic Analysis – BEA (National Income and Product Accounts – NIPA)

Graphique 2 Volumes et prix des importations et des exportations de biens

(glissement annuel en %)



Source : BEA (NIPA)

Tableau I Contenus en importations de biens et services des postes de la demande finale

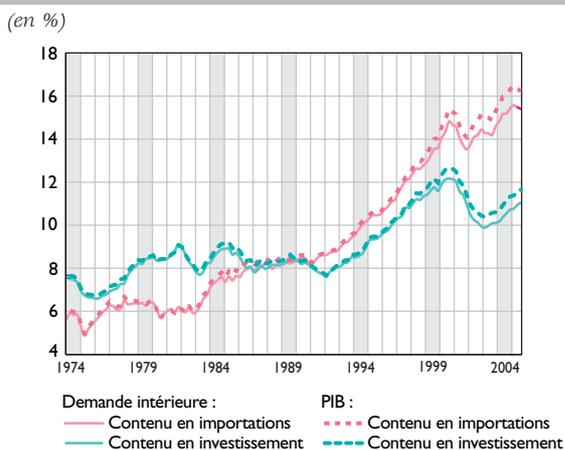
(en %)

	1987	1997	2000	2004
Consommation des ménages	8,0	9,8	11,7	12,8
Investissement privé (ménages + entreprises)	13,1	18,1	19,2	19,5
Dépenses des administrations publiques	14,2	7,7	9,5	11,1
Exportations	7,9	10,0	12,3	12,7

Note : En 2000, l'investissement privé contient 19,2 % de biens et services importés (contenu direct + indirect des consommations intermédiaires).

Source : BEA (Input/Output tables)

Graphique 3 Contenus en importations et en investissement des entreprises de la demande intérieure et du PIB



croissance des années quatre-vingt-dix aux États-Unis est marqué par son fort contenu en investissement. Stable autour de 8 % entre 1975 et 1990, la part de l'investissement dans la demande intérieure a fortement augmenté après cette période, se fixant à 10,9 % pour l'année 2005, un niveau toutefois inférieur au pic enregistré en 2000 (12,1 %).

Au total, la modification des schémas de consommation des ménages et la forte progression des investissements ont conduit à une hausse du contenu global en importations de la demande intérieure américaine, de 8,4 % en 1990 à 15,5 % en 2005.

La baisse du taux d'épargne des ménages

Parallèlement, le taux d'épargne des ménages a marqué une nette tendance à la baisse à partir des années quatre-vingt. Selon les données de comptabilité nationale américaine, il est passé au-dessous de zéro en 2005, les ménages ayant consommé 100,5 % de leur revenu disponible net. Le taux d'épargne brut mesuré selon les normes comptables européennes (cf. encadré 1) demeure faiblement positif en 2005 (2,7 % du revenu disponible brut, contre 15,2 % en France). Ce dynamisme de la consommation, de plus en plus intensive en importations, a fortement contribué à nourrir la dégradation de la balance courante américaine.

Ce trait saillant de l'économie américaine sur la période récente s'explique d'abord par une progression des crédits à la consommation, dont l'encours représentait 23,5 % du revenu disponible des ménages en 2005, contre 16,9 % en 1994. Il s'explique également par une meilleure valorisation du patrimoine des ménages, notamment immobilier, qui a poussé la consommation à la hausse *via* des effets de richesse. Les prix de l'immobilier marquent en effet une nette tendance à l'accélération à partir de la fin des années quatre-vingt-dix et ont progressé de plus de 10 % en rythme annuel à partir de 2004. Grâce au développement des instruments de crédit hypothécaire, cette accélération a permis aux ménages américains de s'endetter davantage auprès des institutions financières pour financer leurs dépenses de consommation.

ENCADRÉ 1

La mesure du taux d'épargne des ménages américains Différences méthodologiques avec le taux d'épargne en comptabilité nationale française

Des différences méthodologiques apparaissent dans le calcul en comptabilité nationale du taux d'épargne des ménages en France et aux États-Unis.

- En France, le taux d'épargne mesure le ratio entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut. Aux États-Unis, le Système de comptabilité nationale utilise le revenu disponible net, après retraitement de la dépréciation du capital fixe. Cette définition semble pertinente si l'on considère que la dépréciation du capital fixe constitue effectivement un coût afférent à la détention de logement. L'impact minorant de l'utilisation du concept d'épargne nette aux États-Unis représenterait environ 2,2 points en moyenne sur la période 1992-2005.

...

• Aux États-Unis, le périmètre utilisé pour mesurer l'épargne des ménages inclut les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM). Leur poids dans l'épargne nette des ménages américains est toutefois assez faible. Par ailleurs, elles présentent un taux d'épargne supérieur à celui des seuls ménages au sens strict (hors ISBLM), avec un taux moyen de 3,8 % entre 1992 et 2004, contre 3,3 % pour les seuls ménages. L'impact majorant de l'inclusion des ISBLM aux États-Unis représenterait, environ, 0,3 point en moyenne sur la période 1992-2005.

• Les intérêts payés (hors intérêts hypothécaires) et les transferts vers le reste du monde sont enregistrés dans la comptabilité nationale américaine comme des dépenses de consommation, alors qu'ils sont déduits du revenu disponible en comptabilité nationale française. Leur retraitement conduirait à rehausser de manière très marginale le taux d'épargne américain. L'impact minorant de la définition américaine du revenu disponible représenterait environ 0,1 point en moyenne sur la période 1992-2005.

Au total, le taux d'épargne des ménages américains rendu comparable au taux français est, en 2005, supérieur d'environ 3 points à celui publié par le BEA. Toutefois, en dynamique, l'écart entre les taux d'épargne des ménages français et américains se creuse depuis 1993, qu'on utilise le taux d'épargne en convention américaine ou le taux retraité selon les modalités discutées ci-dessous.

Taux d'épargne des ménages américains

(en %)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne 1992-2005
Taux d'épargne net des ménages calculé par le BEA	7,7	5,8	4,8	4,6	4,0	3,6	4,3	2,4	2,3	1,8	2,4	2,1	1,8	- 0,4	3,4
Retraitement des ISBLM	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,2	- 0,3	- 0,6	- 0,5	- 0,7	- 0,7	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,2	-	- 0,3
Retraitement de la consommation de capital fixe	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,4	2,5	3,1	2,2
Retraitement de la définition du revenu disponible	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Taux d'épargne brut des ménages américains méthodologiquement comparable au taux d'épargne des ménages français	9,6	7,6	6,8	6,6	5,8	5,2	5,9	3,8	3,8	3,6	4,5	4,4	4,1	2,7	5,4

Source : BEA

Calculs : Banque de France

Taux d'épargne des ménages français

(en %)

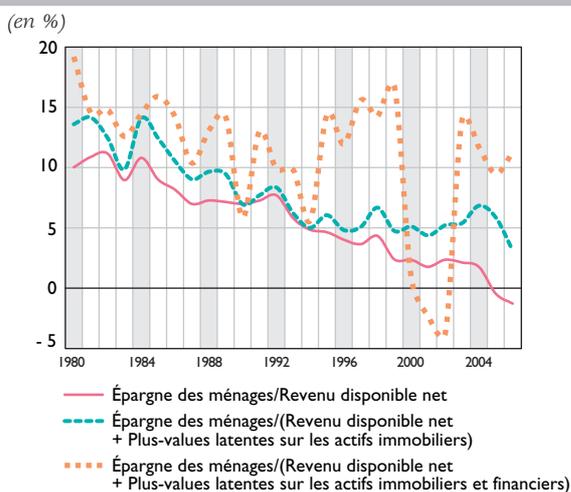
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne 1993-2004
Taux d'épargne brut des ménages calculé par l'INSEE	16,6	15,4	16,4	15,0	15,9	15,5	15,2	15,1	15,8	16,9	16,0	15,4	15,2	15,7
Retraitement de la consommation de capital fixe	- 3,0	- 3,1	- 3,0	- 3,1	- 3,1	- 3,1	- 3,1	- 3,0	- 3,0	- 2,9	- 3,0	-	-	- 3,1
Taux d'épargne nette des ménages français	13,6	12,3	13,4	11,9	12,8	12,4	12,2	12,0	12,8	13,9	12,9	-	-	12,7

Source : Insee

Calculs : Banque de France

Graphique 4 Taux d'épargne net des ménages

Définition du BEA



Sources : BEA (NIPA), Système fédéral de réserve (Flow of funds)

Toutefois, l'épargne des ménages, mesurée en tenant compte des plus-values latentes sur les actifs immobiliers¹, marque également une tendance à la baisse, suggérant l'existence d'autres facteurs expliquant le dynamisme de la consommation : l'augmentation des transferts sociaux à destination des populations présentant une forte propension à consommer à partir de 2001 et la baisse des taux d'intérêt américains jusqu'à des niveaux historiquement bas (3,2 % pour

le taux de référence à dix ans en juin 2003) ont contribué à l'accélération des dépenses des ménages. Des anticipations à la hausse de leurs revenus futurs ont également pu avoir un impact (Ferguson, 2004).

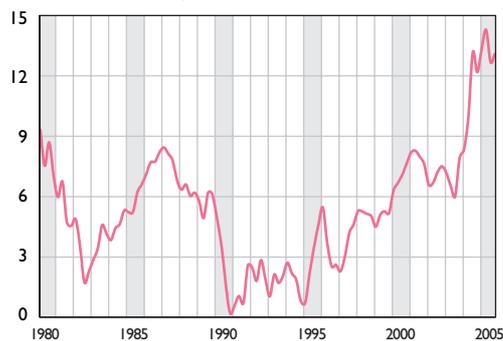
Une politique budgétaire expansionniste

La baisse du taux d'épargne des ménages s'est poursuivie alors même que le solde des administrations publiques se dégradait, sous l'effet conjugué d'une baisse de l'impôt sur le revenu et d'une hausse des transferts sociaux. Encore excédentaire en l'an 2000 (1,6 point de PIB), le solde des administrations publiques s'est dégradé de 5,4 points en cinq ans, accusant un déficit de 3,8 points de PIB en 2005.

Au cours des trente dernières années, l'économie américaine a souvent été caractérisée par l'existence de mouvements parallèles du déficit public et du déficit courant. En particulier, la phase de détérioration marquée du solde extérieur dans les années quatre-vingt s'est accompagnée d'un creusement du déficit public. Ce phénomène, identifié sous le nom de « déficits jumeaux » (*twin deficits*), a fait l'objet d'une littérature abondante. La plupart des études s'accordent sur le fait que la détérioration du solde public aurait bien un impact négatif sur le solde courant mais l'ampleur de cet impact fait l'objet de controverses.

Graphique 5 Indice des prix de l'immobilier

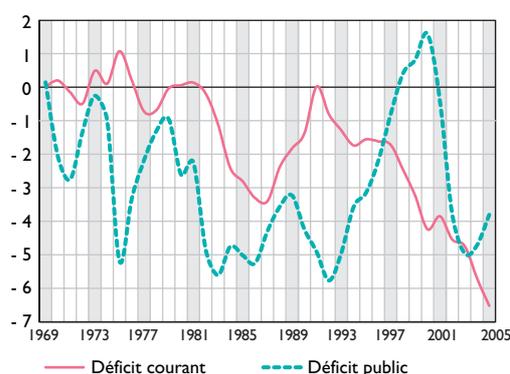
(glissement annuel, en %)



Sources : Bureau of Labor Statistics (BLS)

Graphique 6 Déficit public et déficit courant

(en points de PIB)



Source : BEA (NIPA)

¹ Compte tenu de la volatilité du prix des actifs financiers, le taux d'épargne mesuré en tenant compte des plus-values immobilières et financières latentes présente un profil plus haché. Par exemple, la forte baisse en 2001-2002 est liée à l'éclatement de la « bulle Internet ». Toutefois, on peut mettre en évidence une nette tendance à la baisse sur les vingt-cinq dernières années.

Tableau 2 Impact à long terme d'une hausse de 1 point du déficit public sur le solde courant

(écart au compte central, en points de PIB)

Selon	
Baxter (1995)	0,5
Normandin (1999)	[0,2 ; 1,0]
OCDE (2004)	0,3
Erceg et alii (2005b)	0,2
Faruqee et alii (2005)	0,5

D'abord, les effets dépendent de l'origine de la hausse du déficit public. D'un côté, une baisse des recettes (réduction des taxes) peut stimuler la consommation des ménages et l'investissement des entreprises et provoquer une hausse de la demande d'importations. De l'autre, une hausse des dépenses des administrations publiques engendre, non seulement une augmentation mécanique de la demande d'importations, mais également des effets keynésiens sur les autres postes de la demande intérieure, si bien que les effets agrégés sont plus importants. En outre, la mesure des effets dépend également des modèles utilisés (modélisation néo-keynésienne standard, VAR ou DSGE) et des hypothèses concernant les réactions de politique monétaire, le comportement ricardien ou non des ménages américains ou la calibration de paramètres clés comme les élasticités du commerce extérieur aux prix. Au total, dans la littérature économique, l'amplitude des effets à long terme sur le solde courant d'une hausse de 1 point de PIB du déficit public varie entre 0,2 et 1,0 point de PIB, avec en général des effets compris entre 0,2 et 0,5 point (cf. tableau 2).

Les dynamiques parallèles de baisse du taux d'épargne des ménages et de hausse du déficit public nuancent le postulat d'un comportement ricardien des ménages américains. Ce constat a conduit les auteurs du modèle SIGMA du Système fédéral de réserve à modifier les spécifications de ce modèle en incorporant un groupe de ménages considérés comme non ricardiens (Erceg et al. 2005b)². En présence d'une politique budgétaire plus restrictive, l'épargne nationale américaine aurait donc pu se stabiliser à des niveaux plus élevés à partir de 2001 et freiner ainsi la dégradation du compte courant.

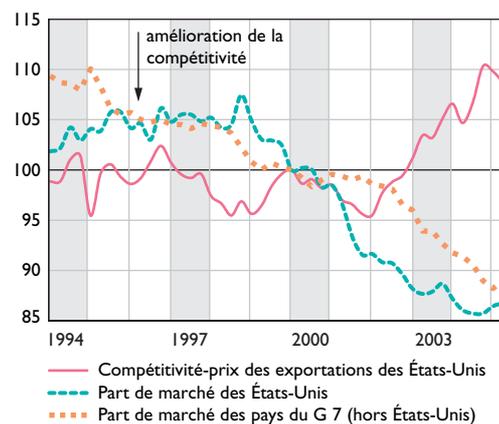
I | 2 Des exportations pénalisées par une concurrence accrue des pays émergents

Une concurrence accrue sur les marchés de biens et services

Du côté des exportations, on observe, depuis 1999, un « décrochage » des ventes des entreprises américaines au reste du monde, traduisant des pertes importantes de parts de marché³. Ce phénomène, qui touche une large majorité des pays développés, s'explique d'abord par l'accroissement de la concurrence sur les marchés d'exportations et les gains de parts de marché des exportateurs asiatiques. Dans le cas américain, il prend depuis 1999 une ampleur légèrement supérieure à ce que l'on peut observer pour les autres puissances commerciales du G 7, reflétant les effets conjugués de la contraction de l'offre dans le secteur échangeable relativement au secteur non échangeable après la récession de 2001 et d'une orientation sectorielle peu favorable des exportations américaines.

Graphique 7 Parts de marché des exportateurs américains

(indices, base 100 = 2000)



Note : Une hausse de l'indice de compétitivité-prix traduit une progression plus rapide des prix étrangers par rapport aux prix américains à l'exportation, soit une amélioration de la compétitivité-prix américaine.

Sources : BEA, Chelem, OCDE

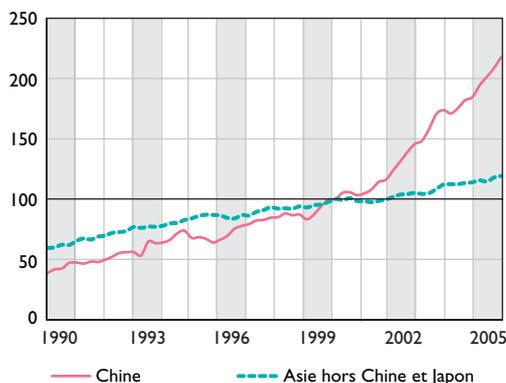
Calculs : Banque de France

² La calibration des paramètres du modèle est telle que 50 % des ménages sont ricardiens et 50 % non ricardiens. Les ménages ricardiens prennent leurs décisions (consommation, travail, capital) en maximisant leur utilité inter-temporelle, alors que les ménages non ricardiens, plus prosaïquement, consomment leur revenu disponible courant après impôts.

³ La part de marché des exportateurs américains est calculée comme le ratio entre les exportations en milliards de dollars 2000 (source : BEA) et l'indicateur de demande mondiale adressée aux États-Unis en milliards de dollars 2000 (source : calcul des auteurs). L'indicateur de demande mondiale est défini comme le volume d'exportations qui prévaudrait sans gains ni pertes de parts de marché par rapport à l'année de référence, calculé comme la somme des importations en volume (source : OCDE) des pays importateurs de produits américains pondérées par la part des produits américains (source : Chelem) dans les importations totales du pays pour l'année de référence.

Graphique 8 Parts de marché des exportateurs asiatiques

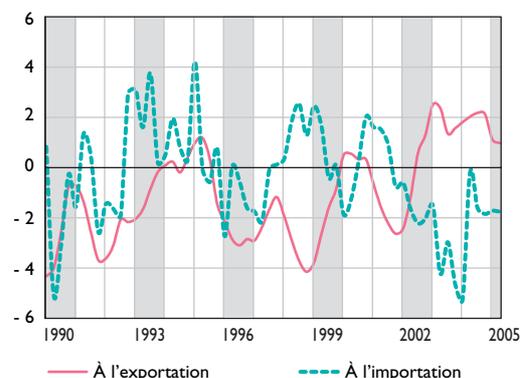
(indices, base 100 = 2000)



Source : OCDE

Graphique 10 Marges sur les prix du commerce extérieur

(en %)



Sources : BEA, FMI

L'impact insuffisant de la dépréciation du dollar depuis 2002

Entre 2002 et 2005, le taux de change effectif réel du dollar américain, déflaté par l'indice des prix à la consommation, s'est déprécié d'environ 25%. Conformément aux attentes, cette dépréciation s'est propagée aux prix du commerce extérieur avec les effets de marge attendus : les entreprises américaines

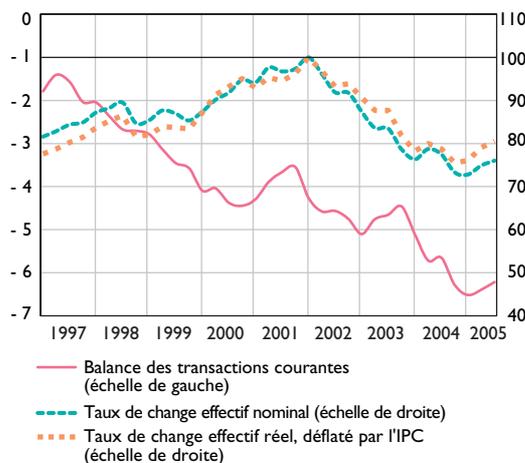
ont pu augmenter leurs marges sur les produits exportés, tandis que les entreprises étrangères ont réduit les leurs pour ne pas trop éroder leurs parts de marché ⁴.

L'ampleur des effets de la dépréciation du taux de change sur le solde courant dépend non seulement de la sensibilité des prix du commerce extérieur au choc de change (« *Exchange rate pass-through* »), mais

Graphique 9 Balance des transactions courantes et taux de change effectif

(en points de PIB)

(indices, base 100 = janvier 2002)



Source : BEA (NIPA)

Tableau 3 Effets sur le solde courant après 3 ans d'une dépréciation effective réelle de 10 % du dollar

(écart en compte central, en points de PIB)

Selon	
Brayton Tinsley (1996)	0,5
Brook et alii (2004)	[0,65 ; 0,7]
Erceg et alii (2005b) (a)	[1,0 ; 1,5]

(a) Dans le modèle SIGMA (Erceg et alii 2005b), la réponse du solde courant à un choc de taux de change est très forte, en raison de la calibration du modèle, qui conjugue des effets compétitivité-prix supérieurs à 1 dans les équations de volume (élasticité-prix des imports calibrée à 1,5) et d'importants effets de contagion d'un choc de change sur les prix d'importations (le niveau de « *pass-through* » est de 100 % après quelques trimestres, contre 20 % à 30 % dans les études empiriques). Selon les auteurs, l'incapacité des modèles DSGE à bien modéliser les prix du commerce extérieur tendrait même à invalider leur utilisation pour des analyses en économie ouverte. Ils soulignent l'importance de développer à l'avenir un cadre théorique qui soit à la fois compatible avec la modélisation DSGE et réaliste quant aux effets du taux de change sur les prix du commerce extérieur.

⁴ Les marges sur les prix d'exportation sont calculées comme le ratio entre le déflateur des exportations de biens et services et les prix de production américains. Les marges sur les prix d'importation sont calculées comme le ratio entre le déflateur des importations de biens et services et un indicateur de prix étranger à l'importation (calculé comme le prix moyen des firmes étrangères qui exportent aux États-Unis sur l'ensemble de leurs marchés d'exportations).

également de la sensibilité des volumes d'échanges aux prix (cf. encadré 2). Selon différentes études, l'impact à trois ans sur le solde courant américain d'une dépréciation du dollar de 10 % se situerait entre 0,4 et 1,0 point de PIB. La baisse du taux de change effectif entre 2002 et 2005 aurait donc contribué à améliorer le solde courant entre 1 et 2,5 points de

PIB. La dépréciation s'est d'ailleurs traduite par un ralentissement des pertes de parts de marché, moins fortes depuis 2002 que pour les autres pays du G 7 alors qu'elles étaient plus marquées sur la période 1999-2002. Toutefois, cela n'a pas suffi à réduire le déficit des transactions courantes, compte tenu des facteurs d'aggravation de ce déficit précédemment évoqués.

ENCADRÉ 2

L'impact de la dépréciation du taux de change effectif réel

Une dépréciation du taux de change effectif ne conduit à une amélioration du solde courant que si la condition de Marshall-Lerner est vérifiée, soit si $\omega + \delta \cdot (1 - \omega) - \alpha \cdot (1 - \phi) > 0$, avec :

- ω : élasticité des prix d'exportation aux prix étrangers
- δ : effet compétitivité-prix à l'exportation
- α : élasticité des prix d'importations aux prix étrangers
- ϕ : effet compétitivité-prix à l'importation

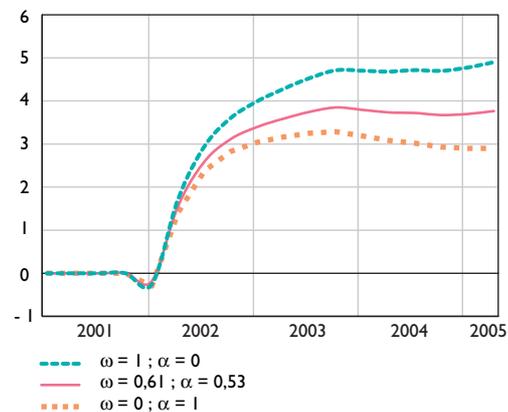
Avec les valeurs des élasticités estimées sur les États-Unis, on trouve : $\omega + \delta \cdot (1 - \omega) - \alpha \cdot (1 - \phi) = 0,57$ (modèle non contraint). La condition de Marshall-Lerner est bien vérifiée. L'impact positif de la dépréciation du taux de change effectif nominal de 10 % à partir de 2002 est vérifié par une simulation.

Valeur des élasticités estimées à long terme

	Modèle non contraint	Modèle contraint
Exportations de biens et services		
Demande mondiale	0,73	1,00
Compétitivité-prix	0,71	0,59
Importations de biens et services		
Demande intérieure	1,62	1,00
Compétitivité-prix	0,40	0,61
Prix des importations		
Prix de production	0,47	0,47
Prix étranger (α)	0,53	0,53
Prix des exportations		
Prix de production	0,39	0,39
Prix étranger (ω)	0,61	0,61

Impact d'une dépréciation du taux de change de 10 % sur le taux de couverture en valeur

(écart au compte central, en %)



Numériquement, l'impact d'une variation relative du taux de change de χ sur le taux de couverture C (ratio exportations sur importations en valeur) s'écrit : $dC = C \cdot [\omega + \delta \cdot (1 - \omega) - \alpha \cdot (1 - \phi)] \cdot \chi$. L'amélioration du solde courant dépend :

- des conditions initiales : plus le taux de couverture initial est faible, plus la hausse du taux de couverture (en points de pourcentage) est faible ;
- des effets compétitivité-prix : plus ils sont importants, plus la hausse du taux de couverture est importante ;
- des comportements de marge des firmes étrangères qui exportent aux États-Unis : si les effets compétitivité-prix à l'importation sont inférieurs à 1 ($\phi < 1$), l'impact du taux de change est d'autant plus élevé que les comportements de marge sont élevés. L'amélioration du solde courant est maximale dans le cas limite où $\alpha = 0$, lorsque les firmes répercutent intégralement la dépréciation du taux de change dans leurs marges, à prix et volumes d'importations inchangés. Dans le cas inverse où les effets

...

compétitivité-prix sont supérieurs à l'unité, l'amélioration du solde courant est maximale lorsque $\alpha = 1$, c'est-à-dire lorsque les firmes répercutent intégralement la dépréciation du taux de change dans la hausse des prix d'importations et que l'effet sur la baisse du volume d'importations est maximal ;

- des comportements de marge des firmes américaines exportatrices : si les effets compétitivité-prix à l'exportation sont inférieurs à l'unité ($\delta < 1$), l'impact du taux de change est d'autant plus élevé que les comportements de marge (mesurés par ω) sont élevés. L'amélioration du solde courant est maximale dans le cas limite où $\omega = 1$, lorsque les firmes exportatrices américaines répercutent intégralement la dépréciation du taux de change dans la hausse de leur marge. Dans ce cas, la hausse des prix d'exportation en dollars est maximale. À l'inverse, si les effets compétitivité-prix sont supérieurs à l'unité, l'ampleur de l'impact du taux de change est maximale lorsque $\omega = 0$. Dans ce cas, l'amélioration du solde courant passe uniquement par la hausse du volume des exportations à prix d'exportation inchangés.

En résumé, lorsque les effets compétitivité-prix sont strictement inférieurs à l'unité, la contribution des prix à l'amélioration du solde courant en valeur est toujours supérieure à celle des volumes. L'impact sur l'amélioration du solde courant est donc maximal lorsqu'il passe intégralement par la hausse des prix d'exportations libellés en dollars à prix d'importations inchangés. Pour l'évaluation des scénarios de sortie, nous serons conduits à inverser cette propriété habituelle des modèles néo-keynésiens standards en calibrant des effets de compétitivité-prix supérieurs à l'unité.

2| Une évaluation analytique des stratégies de sortie

Littérature académique et organisations internationales identifient principalement deux canaux d'ajustement du déficit courant américain : une poursuite de la dépréciation du dollar et une réduction de la demande intérieure américaine *via* un durcissement des politiques économiques aux États-Unis. Dans cette partie, nous étudions plusieurs chocs indépendants et analysons les mécanismes d'ajustement du solde courant, ainsi que les conséquences de ces chocs sur l'activité et les prix aux États-Unis et dans les pays partenaires. À partir de ces chocs analytiques, nous envisagerons dans une troisième partie des scénarios d'ajustement plus complexes.

Les simulations sont effectuées grâce au modèle NiGEM (cf. encadré 3). Dans sa calibration d'origine, ce modèle présente une élasticité unitaire des prix d'importations aux prix étrangers : les entreprises importatrices ne tiennent pas compte du niveau des prix intérieurs pour fixer leurs propres prix en devises (absence d'effets de marge). En conséquence, une dépréciation du change se répercute intégralement dans la hausse des prix d'importations. L'élasticité des volumes d'importations aux prix étant inférieure à l'unité, cette spécification équivaut à maximiser la hausse des importations en valeur et donc à minimiser l'impact sur l'amélioration du solde courant en valeur (cf. encadré 2).

Aussi trois versions alternatives du modèle sont élaborées.

- Dans le modèle de base (non contraint), on introduit des effets de marge dans l'équation du prix des importations. L'élasticité des prix d'importations aux prix étrangers est inférieure à l'unité, car les importateurs tiennent compte du niveau des prix de production aux États-Unis pour fixer leurs prix de ventes.

- L'estimation « brute » des équations de commerce extérieur dans le modèle non contraint fait apparaître une élasticité à long terme des volumes d'exportation à la demande mondiale inférieure à l'unité, alors même que les effets de pertes de parts de marché sont captés par une tendance temporelle déterministe. L'option alternative correspond à l'hypothèse habituelle selon laquelle, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la demande en provenance de l'étranger se traduit par une progression équivalente en points de pourcentage des exportations américaines. Dans ce deuxième modèle (contraint), l'élasticité des exportations à la demande mondiale est égale à l'unité. Pour des raisons similaires, l'élasticité des volumes d'importations à la demande intérieure est contrainte à l'unité.

- Enfin nous envisageons dans un troisième modèle (calibré) le cas où les effets compétitivité-prix sont supérieurs à l'unité. Les élasticité des volumes d'exportations et d'importations sont fixées à partir de la relation de Marshall-Lerner, de telle sorte que l'impact d'une dépréciation du change sur le solde des biens et services est maximal (cf. encadré 2).

ENCADRÉ 3

Le modèle NiGEM (National Institute's Global Econometric Model)

NiGEM est un modèle multinational d'inspiration néo-keynésienne, développé par l'organisme britannique NIESR (National Institute of Economic and Social Research).

La version utilisée (2.06) comprend des blocs d'équations pour plus de quarante pays ou zones géographiques. Pour chaque pays développé (États-Unis, Japon, pays d'Europe de l'Ouest), entre 120 et 140 équations permettent de retracer l'évolution des principales variables d'offre, de demande et de prix. Des blocs plus réduits sont utilisés pour modéliser les autres économies (Chine, Europe de l'Est, Organisation des pays producteurs de pétrole – OPEP, etc.).

Le bouclage international est réalisé par :

- les équations de commerce extérieur (prise en compte d'effets de compétitivité dans les équations d'exportations) ;
- les flux financiers (actifs détenus par les non-résidents et revenus associés).

En simulation, il est possible de considérer différentes réactions de politique monétaire (règle de Taylor, taux d'intérêt nominal ou réel fixe, cible d'inflation).

Dans un souci de clarté, seront essentiellement présentés les résultats obtenus à partir du modèle NiGEM « original ». Les résultats du modèle calibré seront également présentés sur les variantes de dépréciation du dollar.

2 | I Dépréciation du dollar

Un premier scénario analytique de dépréciation du dollar est envisagé, à hauteur de 10 % face à toutes les devises. Afin de bien isoler les effets spécifiques de ce scénario, l'hypothèse que les banques centrales ne modifient pas les taux d'intérêt nominaux est retenue.

Tableau 4 Valeur des élasticités de long terme des différentes calibrations utilisées

Variable explicative	NiGEM « original »	Modèle non contraint	Modèle contraint	Modèle calibré
Volumes d'exportations				
Demande mondiale	1,00 ^{a)}	0,73	1,00 ^{a)}	1,00 ^{a)}
Compétitivité-prix	0,67	0,71	0,59	1,00 ^{a)}
Volumes d'importations				
Demande intérieure	1,24	1,62	1,00 ^{a)}	1,00 ^{a)}
Compétitivité-prix	0,90	0,40	0,61	1,54 ^{a)}
Prix des exportations				
Prix de production	0,34	0,39	0,39	0,39
Prix étranger	0,66	0,61	0,61	0,61
Prix des importations				
Prix de production	0,00 ^{a)}	0,47	0,47	0,47
Prix étranger	1,00 ^{a)}	0,53	0,53	0,53

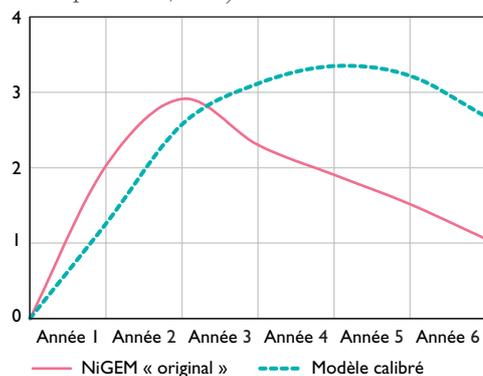
a) Élasticité calibrée

Impact sur les exportations

Des résultats des simulations, on retient d'abord que la dépréciation du dollar permet aux entreprises américaines exportatrices d'augmenter leurs prix en dollars (comportement de marge), tout en gagnant des parts de marché et en augmentant leurs volumes de vente, l'impact agrégé sur les volumes d'exportations étant d'autant plus important que les entreprises américaines sont modérées dans leurs hausses de prix (modèles alternatifs) et que l'élasticité-prix des volumes d'exportations est élevée. Toutefois, l'inflation importée aux États-Unis se traduit à terme par une moindre amélioration de la compétitivité américaine qui, couplée à la baisse de l'activité chez les partenaires commerciaux, engendre une dégradation des volumes d'exportations par rapport au compte central.

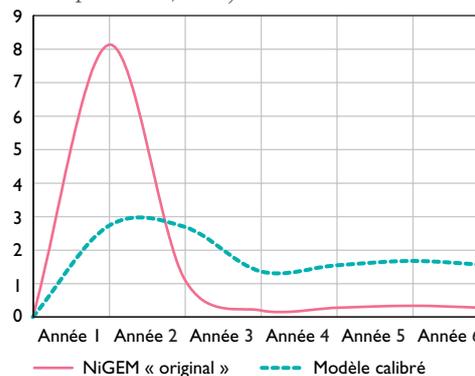
Graphique 11 Impact sur le glissement annuel des prix en dollars à l'exportation d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



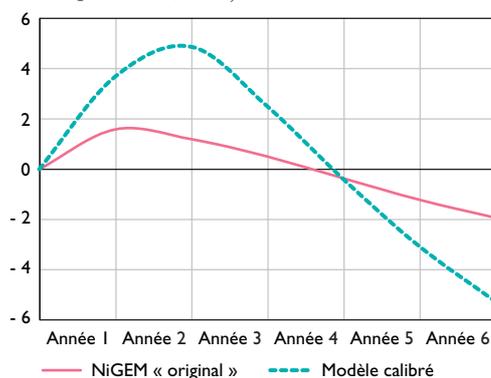
Graphique 13 Impact sur le glissement annuel des prix à l'importation d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



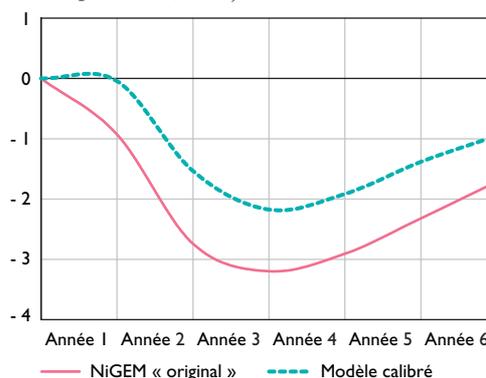
Graphique 12 Impact sur le volume d'exportations d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



Graphique 14 Impact sur le volume d'importations d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en %)



Impact sur les importations

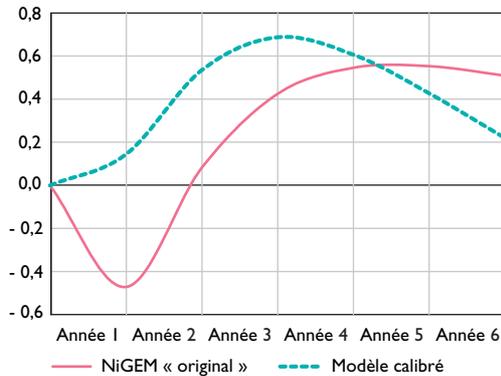
Du côté des importations, les effets de marge réduisent la hausse des prix à l'importation consécutive de la dépréciation du dollar. Dès lors, si l'on prend en compte de tels effets, les volumes d'importations sont moins dégradés que dans la calibration d'origine de NiGEM. Par ailleurs, l'accélération des exportations a un effet expansif sur l'économie américaine, qui stimule la demande intérieure : l'augmentation du revenu des ménages pousse la consommation à la hausse, tandis que les nouvelles perspectives de vente des entreprises américaines les encouragent à augmenter leurs investissements.

Impact sur le solde courant et sur l'activité aux États-Unis et dans les pays partenaires

Ces résultats permettent de conclure que la dépréciation du dollar se traduit bien par une amélioration du solde courant en valeur, mais avec des délais et une ampleur variables selon les modèles. Dans le modèle NiGEM « original », le renchérissement des importations et la faible réactivité des volumes d'exportations à la baisse des prix d'exportations exprimés en devises engendrent une dégradation du compte courant à court terme. Au total, il faut plus d'un an et demi pour que l'ajustement des volumes aux modifications de prix relatifs amène une amélioration du solde de

Graphique 15 Impact sur le solde courant d'une dépréciation effective du dollar de 10 %

(écart au compte central, en points de PIB)



la balance courante, l'impact maximum atteignant environ 0,6 point de PIB au bout de quatre ans.

Dans les modèles à effets de marge et notamment dans le modèle calibré afin d'obtenir un impact maximal, cet effet connu sous le nom de « courbe en J » disparaît, en raison du comportement d'optimisation des firmes étrangères, qui préfèrent absorber une partie du choc plutôt que de perdre des parts de marché, et des firmes américaines, qui profitent davantage de la dépréciation de leur devise pour développer leurs volumes d'exportations. Dans la spécification la plus favorable (modèle calibré), l'impact de la dépréciation sur la balance courante atteint un maximum de 0,7 point de PIB au bout de trois ans.

La dépréciation du dollar provoque une accélération des prix et, sous l'hypothèse de taux nominaux inchangés, une baisse des taux d'intérêt réels aux États-Unis, qui à son tour a un impact expansionniste sur l'économie américaine. L'effet est inverse chez les partenaires commerciaux des États-Unis, où la décélération des prix provoque une hausse des taux réels défavorable à l'activité.

Au total, la dépréciation fait donc peser l'essentiel de l'ajustement du compte courant sur les partenaires commerciaux des États-Unis. Pour une dépréciation du dollar de 10% face à toutes les devises, les États-Unis gagnent entre 0,4 et 0,8 point de croissance en moyenne sur les trois premières années. La perte de croissance sur la même période serait de 0,3 à 0,4 point dans la zone euro et 0,7 point au Japon, dont l'économie est plus dépendante des exportations vers les États-Unis.

Tableau 5 Impact d'une dépréciation du dollar de 10 % (sans réaction de politique monétaire)

(écart au compte central, en %)

	NiGEM « original »	Modèle calibré
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)		
États-Unis	0,4	0,7
Zone euro	- 0,2	- 0,2
Japon	- 0,2	- 0,1
Chine	- 0,7	- 0,8
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années)		
États-Unis	0,4	0,8
Zone euro	- 0,3	- 0,4
Japon	- 0,7	- 0,7
Chine	- 0,2	- 0,2
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années)		
États-Unis	1,6	1,3
Zone euro	- 0,2	- 0,3
Japon	- 0,2	- 0,2

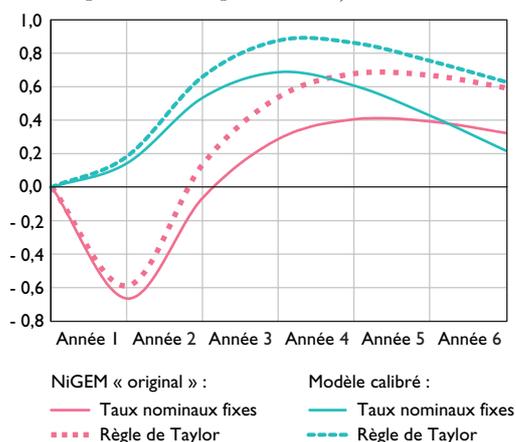
Influence de la politique monétaire

L'effet est plus significatif si les banques centrales réagissent à la dépréciation du dollar. Aux États-Unis, la hausse de l'inflation et l'accélération de la croissance induites par la dépréciation peuvent conduire le Système fédéral de réserve à augmenter ses taux directeurs. Si l'on modélise la réaction de politique monétaire par une règle de Taylor « classique », une dépréciation de 10 % provoque une hausse des taux américains à court terme de 250 points de base au bout de trois ans, laquelle a un impact à la baisse sur la demande intérieure américaine et la croissance des importations. La hausse des taux engendre également des pressions à la baisse sur les prix de l'immobilier : avec une élasticité à court terme aux taux à long terme égale à - 1,7 % (Bayoumi et al., 2005), la réaction de politique monétaire aux États-Unis se traduit par une baisse spontanée des prix de l'immobilier d'environ 5 %, laquelle permet, *via* des effets de richesse négatifs sur la consommation des ménages, une amélioration supplémentaire du compte courant américain.

Dans le reste du monde, l'impact déflationniste et récessif de l'appréciation des devises face au dollar peut conduire les banques centrales à envisager une baisse des taux d'intérêt. Dans la zone euro, cette baisse atteint 50 points de base au bout d'un an et 70 points de base au bout de trois ans. Au total, les

Graphique 16 Impact d'une dépréciation de 10 % sur le solde courant et influence de la politique monétaire

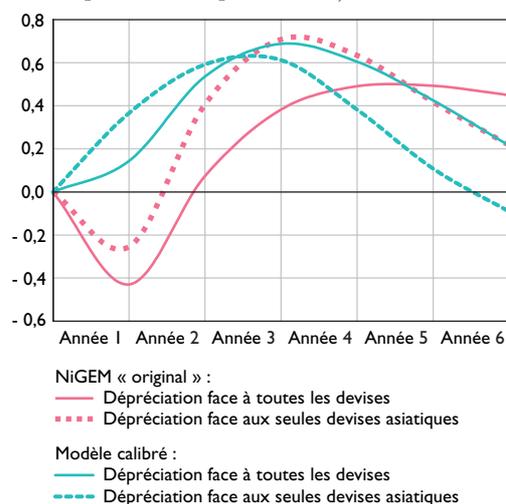
(écart au compte central, en points de PIB)



Note : L'impact sur la balance des revenus est estimé selon la méthodologie présentée au paragraphe 2|2.

Graphique 17 Impact sur le solde courant de différents scénarios de dépréciation du dollar

(écart au compte central, en points de PIB)



politiques monétaires contribuent à freiner la demande intérieure et l'inflation américaine et à limiter l'impact à la baisse de la dépréciation sur la demande mondiale adressée aux États-Unis, si bien que l'effet sur le solde courant est supérieur. Dans la version la plus favorable du modèle (calibré), la dépréciation de 10% du dollar conduit à une amélioration du solde courant de 0,9 point de PIB au bout de trois ans avec réaction de politique monétaire, contre 0,7 point sans réaction.

Dépréciation face à toutes les devises ou face aux seules devises asiatiques

Une dépréciation du dollar contre toutes les monnaies réduit le déficit courant américain, réduit l'excédent courant des pays asiatiques mais

crée un déséquilibre négatif pour la zone euro. Dans la mesure où les ajustements de change visent à réduire les déséquilibres sans en créer de nouveaux, il paraît approprié d'envisager un scénario de dépréciation du dollar face aux seules devises asiatiques (hors yen), ce qui équivaut à une appréciation de ces dernières monnaies face à toutes les devises (y compris l'euro). Nos estimations tendent à montrer qu'une dépréciation du dollar de 42,5 % par rapport aux devises asiatiques (soit 10 % en termes effectifs, comme précédemment) améliorerait les soldes courants des États-Unis, mais également de leurs partenaires européens et japonais. Elle aurait toutefois un impact récessif important sur les pays asiatiques. La Chine perdrait environ 4 points de croissance en moyenne sur les trois premières années ⁵.

Tableau 6 Impact sur le solde des transactions courantes d'une appréciation de 42,5 % des devises asiatiques

(écart au compte central, la troisième année, en points de PIB)

	NiGEM « original »	Modèle calibré
États-Unis	0,7	0,6
Zone euro	0,5	0,5
Japon	0,5	0,5
Chine	- 10,1	- 10,0

Au total, une dépréciation de 10 % du dollar, même avec un ajustement des politiques monétaires et des prix immobiliers aux États-Unis, ne permet pas de réduire le déficit courant américain de manière durable et significative. D'abord, les effets de la dépréciation sont certes longs mais transitoires. À long terme, les mouvements de prix amènent les différentes économies à retrouver la situation qui aurait été la leur, sans la dépréciation du dollar. C'est là un effet traditionnel des variations de change.

⁵ Les résultats présentés sur la Chine doivent être considérés avec précaution, compte tenu des faiblesses du bloc d'équations relatives à la Chine dans NiGEM. Notamment, on regrette l'absence d'une décomposition du PIB chinois par poste de demande.

De plus, selon nos estimations, une dépréciation d'au moins 40% face à l'ensemble des devises serait nécessaire pour réduire le déficit courant de moitié. Cette évaluation, fondée sur la spécification la plus favorable de notre modèle, est proche de celles obtenues à partir de modèles plus spécifiques d'équilibre général (Obstfeld et Rogoff, 2004) ou d'investissements de portefeuille (Blanchard et *al.*, 2005). L'avantage de notre approche réside dans la possibilité d'évaluer les conséquences macroéconomiques du choc de change, non seulement aux États-Unis mais également chez leurs principaux partenaires. À ce titre, elle confirme que, si une dépréciation du dollar de 40 % est possible en cas d'aversion soudaine des marchés financiers pour le dollar, ses conséquences néfastes sur l'activité dans la zone euro ou au Japon incitent à mettre en œuvre une stratégie concertée d'ajustement, où les autorités budgétaires et monétaires américaines pourraient jouer un rôle de premier plan.

Tableau 7 Impact d'une dépréciation de 10 % (avec réaction de la politique monétaire et ajustement des prix immobiliers)

	Dépréciation face à toutes les devises	Dépréciation face aux devises asiatiques
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)		
États-Unis	[0,6 ; 0,9]	[0,7 ; 0,8]
Zone euro	- 0,2	0,5
Japon	- 0,3	0,3
Chine	- 0,7	- 10,1
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	[- 0,1 ; 0,3]	[0,0 ; 0,1]
Zone euro	- 0,2	0,2
Japon	- 0,5	0,7
Chine	- 0,2	- 4,3
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	[1,1 ; 1,3]	[0,7 ; 0,8]
Zone euro	- 0,2	0,3
Japon	[- 0,1 ; 0,2]	0,3
Impact sur les taux nominaux courts (troisième année, en points de base)		
États-Unis	[200 ; 250]	[40 ; 120]
Zone euro	[- 60 ; - 70]	50
Japon	- 20	30

Note : Les résultats sont présentés sous forme de fourchette en cas de divergence entre les deux modèles utilisés (NiGEM «original», calibre).

2 | 2 Réduction de la demande intérieure

Outre la dépréciation du dollar, le second canal d'ajustement du déficit courant américain identifié consiste en une augmentation du taux d'épargne domestique permettant de limiter la demande d'importations. Cette augmentation de l'épargne peut être le fait du secteur privé (baisse de la consommation et de l'investissement) et/ou du secteur public (baisse du déficit des administrations). En utilisant les mêmes spécifications que pour les chocs de change, nous envisageons donc trois scénarios différents :

- un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement *via* une hausse des taux d'intérêt à court et long termes (100 points de base) ;
- un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel *via* une baisse des prix de l'immobilier (10 %, à taux d'intérêt fixes) ;
- une baisse des dépenses publiques (10 %, à taux d'intérêt fixes).

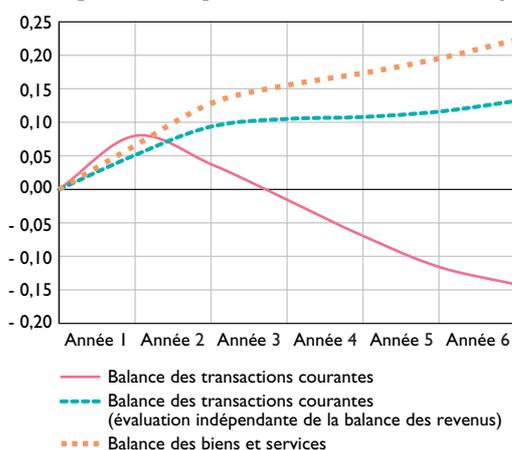
Hausse des taux d'intérêt

L'ajustement peut passer par une hausse de l'épargne du secteur privé, par exemple provoquée par une hausse des taux d'intérêt à long et court termes. Selon les résultats de notre modèle, une translation de la courbe des taux de 100 points de base réduit la croissance de la consommation des ménages à hauteur de 0,1 point en moyenne sur les trois premières années. L'impact est plus important sur l'investissement des entreprises (- 0,7 point) et l'investissement résidentiel (- 1,3 point). Le ralentissement de la demande intérieure provoque un ralentissement des importations (- 0,8 point de croissance) et une amélioration de la balance des biens et services de 0,15 point de PIB au bout de trois ans.

Toutefois, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis augmente le montant des intérêts servis aux non-résidents détenteurs de titres américains, alors que le montant des intérêts servis aux américains détenteurs de titres étrangers reste constant. La balance des revenus se détériore et, si la hausse des taux se répercute intégralement et pleinement sur les titres américains détenus par les non-résidents, elle provoque une dégradation de la balance des transactions courantes. Cette évaluation mécanique

Graphique 18 Impact d'une translation de la courbe des taux de 100 points de base sur le solde courant

(écart au compte central, en points de PIB, modèle NiGEM « original »)



des effets du choc sur la balance des revenus nous semble toutefois excessive. Notamment, la structure par terme des titres américains détenus par les non-résidents n'est pas prise en compte. Elle reflète donc davantage une faiblesse du bouclage financier du modèle NiGEM qu'une dynamique crédible des flux internationaux de revenus d'investissement.

Nous choisissons d'évaluer la dynamique des revenus d'investissement sortants à partir d'une simple équation économétrique à correction d'erreur, faisant intervenir le niveau de PIB nominal américain ainsi que les taux nominaux à long terme. On retient l'hypothèse que les revenus entrants ne sont pas impactés par la hausse des taux. On obtient alors des résultats plus pertinents sur la balance des transactions courantes : les effets réels sur la balance des biens et services dominent les effets relatifs aux flux de revenus. Le solde courant s'améliore de 0,10 point de PIB au bout de trois ans (cf. graphique 18).

Baisse des prix de l'immobilier

La hausse de l'épargne privée pourrait être provoquée par une baisse des prix de l'immobilier, elle-même éventuellement déclenchée par une hausse des taux d'intérêt. Dans un scénario de baisse de 10 %, l'accès au crédit hypothécaire devient moins aisé et des effets de richesse négatifs viennent amputer la croissance de la consommation des ménages américains de 0,6 point en moyenne sur les trois premières années.

Graphique 19 Impact d'une baisse de 10 % des prix de l'immobilier sur le solde courant

(écart au compte central, en points de PIB, modèle NiGEM « original »)



L'investissement résidentiel et l'investissement des entreprises sont peu affectés.

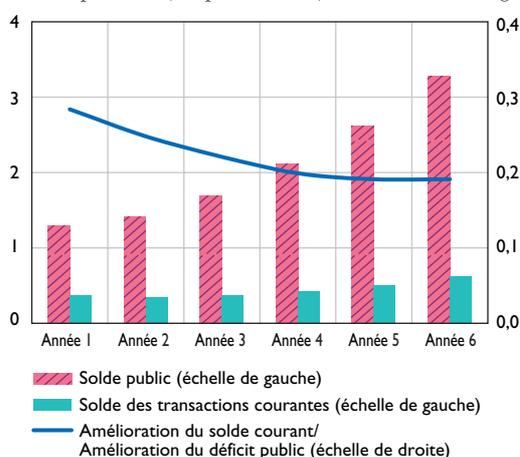
Au total, la baisse de 10 % des prix de l'immobilier permettrait une amélioration du compte courant américain à moyen terme, à hauteur de 0,15 point de PIB.

Baisse des dépenses publiques

La hausse de l'épargne nationale peut être le fait du secteur privé, mais également du secteur public. Selon nos estimations, une baisse de 10% des dépenses de consommation des administrations américaines aboutirait à une amélioration du solde public d'environ 1,7 point de PIB au bout de trois ans⁶. Compte tenu

Graphique 20 Impact d'une baisse de 10 % des dépenses publiques sur les soldes public et courant (sans réaction de politique monétaire)

(écart au compte central, en points de PIB, modèle NiGEM « original »)



⁶ Estimation ex post. L'effet récessif du choc permet d'obtenir un impact significatif sur le niveau de déficit public exprimé en points de PIB.

du poids de la consommation publique dans le total de la demande intérieure (environ 22 %) et en l'absence d'effets ricardiens sur la consommation des ménages, un tel scénario engendre une moindre croissance des volumes d'importations, à hauteur de 2,0 points en moyenne sur les trois premières années de la simulation. En l'absence de politique monétaire plus accommodante, le choc s'accompagne également d'effets déflationnistes et récessifs aux États-Unis, lesquels se propagent au reste du monde et réduisent la demande mondiale adressée aux États-Unis et les exportations (- 0,7 point de croissance sur les trois premières années). Au total, on observe une amélioration significative du solde courant américain, à hauteur de 0,4 point de PIB au bout de trois ans.

Plus simplement, les simulations nous enseignent que, pour une amélioration du déficit public américain d'un point de PIB, on obtient une amélioration du solde courant d'une ampleur variant entre 0,2 et 0,3 point selon les calibrations utilisées, ce qui nous situe dans la fourchette basse de la littérature. Au total, le retour à l'équilibre budgétaire par une contraction des dépenses, à partir du niveau de déficit actuel, permettrait d'améliorer la balance courante de 0,7 à 1,2 point de PIB. Ce scénario nous paraît toutefois peu réaliste à court terme, compte tenu de l'ampleur du choc nécessaire sur les dépenses de consommation publique (supérieur à 30%).

En outre, un tel ajustement n'est possible que si les efforts budgétaires ne sont pas compensés par un relâchement de la politique monétaire. En effet si la fonction de réaction des banques centrales correspond

Tableau 8 Impact d'une baisse du déficit public de 1 point de PIB

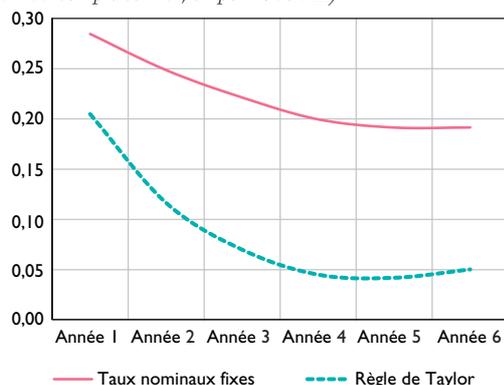
(écart au compte central)

	Sans réaction de politique monétaire (taux nominaux fixes)	Avec réaction de politique monétaire (règle de Taylor)
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)		
États-Unis	0,22	0,07
Zone euro	- 0,09	- 0,01
Japon	- 0,06	- 0,13
Chine	- 0,23	- 0,19
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	- 0,56	- 0,43
Zone euro	- 0,11	- 0,06
Japon	- 0,24	- 0,20
Chine	- 0,18	- 0,13
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années, en %)		
États-Unis	- 0,44	- 0,34
Zone euro	- 0,02	- 0,02
Japon	- 0,01	- 0,01
Impact sur les taux nominaux à court terme (troisième année, en points de base)		
États-Unis	-	- 90
Zone euro	-	- 20
Japon	-	- 10

à une règle de Taylor, l'impact récessif d'une baisse des dépenses publiques aux États-Unis amène une baisse des taux d'intérêt qui stimule la demande privée, si bien qu'au total, les effets sur le compte courant américain sont fortement réduits.

Graphique 21 Impact d'une baisse du déficit public de 1 point de PIB sur le solde courant et influence de la politique monétaire

(écart au compte central, en points de PIB)



3| La nécessité d'une stratégie multi-facettes

À partir des variantes analytiques présentées ci-dessus, on peut envisager une stratégie d'ajustement réaliste, s'appuyant sur les deux piliers identifiés précédemment : la dépréciation du change et une réorientation des politiques économiques permettant une hausse de l'épargne américaine. Une calibration judicieuse des deux chocs, de change et de demande intérieure, nous permet en effet de maîtriser l'évolution de deux variables : le solde des transactions courantes et la croissance du PIB. Plus précisément, la dépréciation du dollar, associée à des réactions de politique monétaire aux États-Unis

et dans le reste du monde, permet, non seulement une réduction du déficit courant américain, mais engendre aussi une hausse de l'activité, laquelle nous éloigne de l'objectif initial d'un simple ajustement des comptes extérieurs. En revanche, cette dépréciation permet de dégager des marges de manœuvre supplémentaires pour une réorientation du *policy-mix* américain, qui constitue le second canal d'ajustement.

Si l'on fait l'hypothèse que la croissance américaine ne doit pas être affectée par le processus de rééquilibrage des comptes extérieurs, on montre que les chocs nécessaires font peser l'essentiel de l'ajustement sur les partenaires commerciaux des États-Unis. En effet, il faudrait cumuler une réduction du déficit de 1,4 point de PIB et une dépréciation effective du dollar de plus de 30 % pour réduire le déficit courant d'une unité de PIB. Les effets expansionnistes et inflationnistes de la dépréciation conduiraient en outre la banque centrale américaine à augmenter ses taux à hauteur de 300 points de base. La réduction de la demande intérieure américaine et la dépréciation du change engendreraient alors un transfert de déficit vers la zone euro et le Japon, qui accuseraient d'importantes pertes de croissance (respectivement - 0,7 et - 1,4 point en moyenne sur les trois premières années).

Aussi, il semblerait judicieux d'envisager une stratégie d'ajustement plus équitable, où les États-Unis accepteraient de supporter une partie du

coût de l'ajustement, par exemple en voyant leur croissance amputée d'un point en moyenne sur les trois premières années. Un tel scénario nécessiterait une réduction plus volontariste du déficit budgétaire mais une dépréciation moins importante du dollar, si bien que l'impact sur les économies des partenaires commerciaux serait plus mesuré : la zone euro et le Japon ne perdraient « que » 0,5 et 1,0 point de croissance.

Néanmoins, les scénarios fondés sur une dépréciation du dollar vis-à-vis de l'ensemble des devises impliquent un transfert de déséquilibre de balance courante vers la zone euro. Il semble donc pertinent d'envisager des voies d'ajustement passant par une appréciation des devises asiatiques, plutôt que par une appréciation de toutes les monnaies face au dollar. Si l'on suppose que la croissance américaine ne doit pas être affectée, un tel ajustement implique une très forte appréciation des monnaies asiatiques (94 % pour une amélioration de la balance courante américaine d'un point de PIB), avec des conséquences particulièrement sévères pour les économies d'Asie. La zone euro et le Japon pourraient tirer parti de l'amélioration de leur compétitivité. Si les États-Unis acceptent de perdre un point de croissance en moyenne sur les trois premières années, l'ajustement passe davantage par une réduction du déficit public et le choc de change nécessaire est plus mesuré (47 %). Dans un tel scénario, la croissance de la zone euro serait peu affectée.

Tableau 9 Impact de différents scénarios de dépréciation et de réduction du déficit public visant à réduire le déficit courant d'une unité de PIB au bout de 3 ans

(écarts au compte central)

	Avec dépréciation face à toutes les devises		Avec dépréciation face aux seules devises asiatiques	
	Sans perte de croissance pour l'économie américaine	Avec une perte de croissance d'un point en moyenne sur les trois premières années	Sans perte de croissance pour l'économie américaine	Avec une perte de croissance d'un point en moyenne sur les trois premières années
Choc nécessaire				
Dépréciation du dollar (en %) face aux :				
Devises asiatiques (hors yen)	- 29	- 14	- 94	- 47
Autres devises (euros, yen, etc.)	- 29	- 14	-	-
Réduction du déficit public (en points de PIB)	- 1,4	- 2,4	- 0,4	- 1,9
Impact sur le solde des transactions courantes (troisième année, en points de PIB)				
États-Unis	1,0	1,0	1,0	1,0
Zone euro	- 0,7	- 0,5	1,0	0,4
Japon	- 1,0	- 0,7	0,6	0,1
Chine	- 0,9	- 1,5	- 22,5	- 11,6
Impact sur la croissance du PIB (moyenne sur les trois premières années, en %)				
États-Unis	0,0	- 1,0	0,0	- 1,0
Zone euro	- 0,7	- 0,5	0,4	0,0
Japon	- 1,4	- 1,0	1,5	0,4
Chine	- 0,9	- 0,8	- 9,6	- 5,1
Impact sur l'inflation (moyenne sur les trois premières années, en %)				
États-Unis	2,9	0,8	1,6	0,1
Zone euro	- 0,7	- 0,5	0,6	0,1
Japon	- 0,4	- 0,4	0,6	0,1
Impact sur les taux nominaux courts (troisième année, en points de base)				
États-Unis	300	70	100	0
Zone euro	- 200	- 30	100	20
Japon	- 70	- 50	60	15

Au total, nos analyses fondées sur différentes calibrations du modèle multinational NiGEM tendent à montrer qu'il ne peut y avoir de résorption significative du déficit courant américain par une dépréciation modérée du dollar, quelles que soient les hypothèses retenues sur la sensibilité des comptes extérieurs américains face à un choc de change. Selon nos évaluations les plus optimistes, comparables aux résultats obtenus à partir de travaux de modélisation plus complexes, la réduction de moitié du déficit courant américain nécessiterait en effet une dépréciation de plus de 40 % face à toutes les devises, engendrant par ailleurs des pertes d'activité conséquentes pour la zone euro et les économies d'Asie. En outre, les effets de la dépréciation seraient transitoires et s'annuleraient sur le long terme, comme pour tout ajustement de change.

La stratégie d'ajustement la plus prometteuse semble passer par un durcissement des politiques économiques aux États-Unis. La poursuite du cycle de hausse des taux d'intérêt initié par le Système fédéral de réserve et la résorption du déficit budgétaire pourraient en effet engendrer une augmentation de l'épargne nationale. Associée à une dépréciation du dollar, une telle stratégie permettrait une amélioration significative et durable des comptes extérieurs américains, avec des coûts partagés entre les économies des États-Unis et de leurs partenaires.

Bibliographie

Baghli (M.), Bruhnes-Lesage (V.), De Bandt (O.), Fraisse (H.) et Villetelle (J.-P.) (2004)

« Modèle d'analyse et de prévisions de la conjoncture trimestrielle », Banque de France, *Notes d'Études et de Recherche*, n° 106, février

Baxter (M.) (1995)

« *International trade and business cycles* », NBER Working Paper Series, n° 5025, février

Bayoumi (T.) et alii (2006)

« *Boom-bust cycles in housing: The changing role of financial structure* », IMF country report, n° 05/258, juillet

Blanchard (O.), Giavazzi (F.) et Sa (F.) (2005)

« *The US current account and the dollar* », NBER Working Paper Series, n° 11137, février

Brayton (F.) et Tinsley (P.) (1996)

« *A guide to FRB/US* », Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, 1996-42

Brook (A. M.), Sédillot (F.) et Ollivaud (P.) (2004)

« *Channels for narrowing the US current account deficit and implications for other economies* », OECD Working Papers, n° 390

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005a)

« *Expansionary fiscal shocks and the trade deficit* », The Federal Reserve Board, *International Finance Discussion Papers*, n° 825, janvier

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005b)

« *SIGMA: A new open economy model for policy analysis* », Federal Reserve Board, *International Finance Discussion Papers*, n° 835, juillet

Faruqee (H.), Laxton (D.), Muir (D.) et Pesenti (P.) (2005)

« *Smooth landing or crash? Model-based scenarios of global current account rebalancing* », NBER Working Paper Series, n° 11583, août

Ferguson (R. W.) (2004)

« *Questions and reflections on the personal saving rate* », The Federal Reserve Board, Remarks by Vice Chairman Roger W. Ferguson, Jr. to the National Bankers Association, Nashville, Tennessee, 6 octobre

Le Bihan (H.) (2004)

« Tests de rupture : une application au PIB tendanciel français », *Économie et Prévisions*, n° 163, 2004-2

Houthakker (H. S.) et Magee (S. P.) (1969)

« *Income and price elasticities in world trade* », *Review of Economics and Statistics*, vol. n° 51, n° 2

Moëc (G.) et Frey (L.) (2006)

« Déséquilibres de balance courante, appétit pour l'épargne et grève de l'investissement », Banque de France, *Débats économiques*, n° 1, février

Normandin (M.) (1999)

« *Budget deficit persistence and the twin deficit hypothesis* », *Journal of International Economics*, n° 49

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2004)

« *The unsustainable US current account position revisited* », NBER Working Paper Series, n° 10869, novembre

OCDE (2004)

Perspectives économiques de l'OCDE, n° 75, décembre

