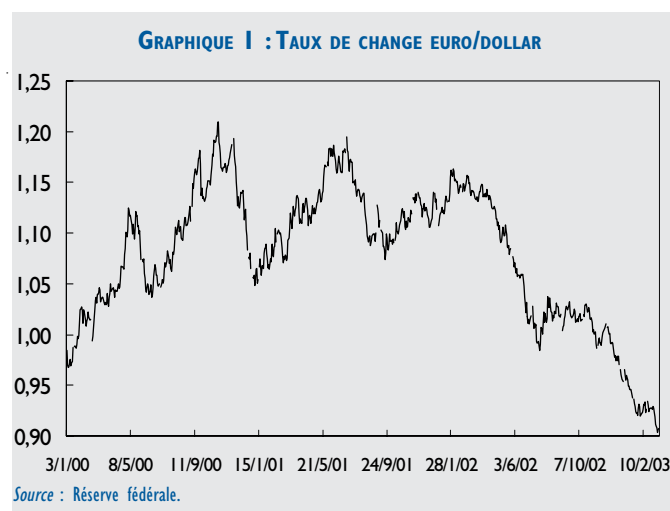


## DOLLAR, DÉFICIT, DETTE : BILLARD À TROIS BANDES

Hélène BAUDCHON

Département analyse et prévision

En un an (entre février 2002 et début mars 2003), le dollar s'est déprécié de 26 % vis-à-vis de l'euro. Cette dépréciation s'est faite en deux temps : la première vague, entre février et la mi-juillet 2002, s'est soldée par une baisse de 17 % du dollar ; la deuxième vague, amorcée début décembre 2002, a conduit à une baisse supplémentaire de 11 % (graphique 1). Ne regarder que le taux de change bilatéral du dollar vis-à-vis de l'euro accentue de manière trompeuse la dépréciation du dollar. Par exemple, entre février 2002 et début mars 2003, elle est plus réduite ne serait-ce que vis-à-vis du yen (-12 %). Et si l'on tient compte de l'évolution du dollar vis-à-vis de l'ensemble des monnaies de ses partenaires commerciaux les plus importants (c'est-à-dire du taux de change effectif nominal), la dépréciation est de bien moindre ampleur : inférieure à 5 %, elle ne corrige que très partiellement la forte appréciation engagée en 1995 (+40 % entre avril 1995 et février 2002).



Les déterminants des taux de change sont complexes et multiples. De plus, l'importance qui leur est accordée par les marchés change au cours du temps selon leur lecture de l'actualité conjoncturelle et géopolitique. La première vague

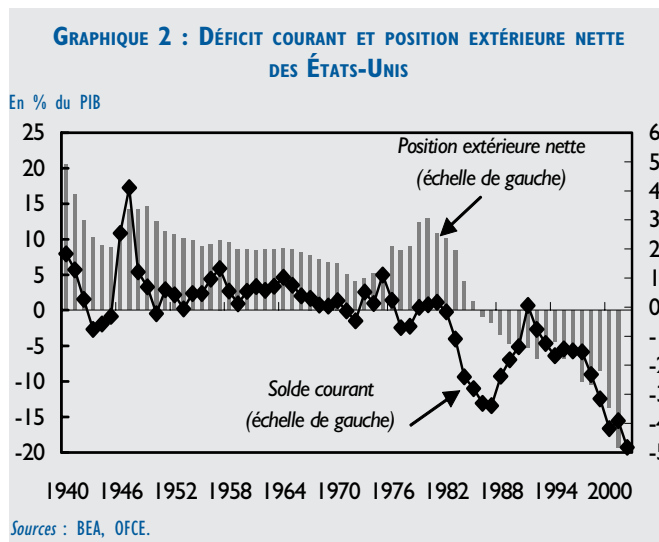
de baisse du dollar a reflété les préoccupations des marchés quant au niveau élevé du déficit courant américain. Le retournement de conjoncture à partir de la mi-2000 et l'entrée en récession en mars 2001 ne se sont en effet accompagnés que d'une amélioration limitée du déficit, aussi bien dans son ampleur que dans le temps. Partant de 4,5 % du PIB fin 2000, le déficit courant s'est réduit d'à peine 1 point de PIB en l'espace de trois trimestres (les trois trimestres de baisse du PIB en 2001), avant de replonger *illico* jusqu'à 5 % du PIB au quatrième trimestre 2002, point bas historique. Associées à la remise en cause de la « nouvelle économie », la soutenabilité du déficit et la facilité de son financement ont été mises en doute. Ces craintes sont renforcées par la dégradation parallèle des déficits courant et budgétaire en 2002<sup>1</sup>. Le décrochage attendu du dollar n'a pourtant pas eu lieu, grâce aux achats nets de titres obligataires américains par des non-résidents.

Fin 2002-début 2003, la question de la soutenabilité ne préoccupait plus aussi directement les marchés financiers, désormais focalisés sur les risques d'une guerre contre l'Irak. Cette focalisation s'explique par l'incertitude forte entourant l'impact d'une telle guerre sur l'économie américaine. Habituellement, en période d'incertitude, le dollar fait office de valeur refuge, les capitaux fuyant vers la qualité et la sécurité. C'était encore vrai jusqu'à la fin de l'automne 2002, mais cela ne l'est plus depuis la fin décembre. Une prime de guerre semble peser sur la monnaie américaine, accentuant la dépréciation du dollar suscitée par la question fondamentale de la soutenabilité du déficit courant. Mais qu'entend-on vraiment par soutenabilité du déficit ? Le concept a de multiples facettes, toutes compatibles et difficiles à dissocier. Est-ce un problème de niveau de déficit, d'origine du déficit ou est-ce un problème de financement ? Est-ce un problème qui n'implique que les États-Unis (l'emprunteur) ou également le reste du monde (le prêteur) ?

1. Parler de nouveau de déficits jumeaux n'est néanmoins pas adapté, la situation économique du début des années 2000 n'étant pas celle des années 1980.

## Le niveau élevé du déficit courant américain est un faux problème...

C'est en 1986<sup>2</sup> que les États-Unis sont passés d'une situation de créancier net à une situation de débiteur net (graphique 2). En 2001, la dette extérieure nette des États-Unis représentait presque 20 % de leur PIB. Cette situation résulte de la succession, depuis 1983, de déficits courants toujours croissants, financés par des capitaux extérieurs. Ces entrées de capitaux appellent une rémunération, intérêts et dividendes, qui constituent le service de la dette. Du point de vue de l'emprunteur, on parle d'insoutenabilité de la dette (ou du déficit courant) lorsque ces sommes, prélevées sur le revenu national, deviennent suffisamment élevées pour modifier l'absorption intérieure (consommation plus investissement), permettant alors un ajustement du déficit. Un déficit de l'ordre de 4-5 % du PIB est habituellement jugé critique et s'accompagne d'une dépréciation réelle de la monnaie de l'ordre de 10-20 %<sup>3</sup>. Sur cette base, Mann (1999) par exemple anticipait que le déficit courant américain pouvait encore s'aggraver pendant deux à trois ans avant d'approcher ce seuil critique et d'entraîner une dépréciation du dollar<sup>4</sup>.



Bien que cette prévision s'avère juste, le strict point de vue de l'emprunteur (les États-Unis) n'apparaît pas approprié pour décrire les évolutions récentes du taux de change. Tout d'abord, les causalités doivent être décrites avec prudence. La dépréciation de la monnaie peut accompagner et faciliter l'ajustement du déficit, mais elle n'est pas directement entraînée par le niveau insoutenable de ce déficit. L'insoutenabilité, du point de vue de l'emprunteur, est un problème d'origine interne (insuffisance de l'épargne intérieure qui nécessite l'appel aux

capitaux extérieurs pour financer la demande), qui peut se régler simplement par un ajustement de la demande, sans impliquer le taux de change. Par ailleurs, le seuil critique d'un déficit courant proche de 5 % du PIB, tiré de l'expérience d'autres pays industriels, n'est pas pertinent pour une grande économie relativement fermée comme les États-Unis. De plus, le doublement de la dette nette entre 1999 et 2001 s'explique pour un tiers environ par l'effet mécanique de l'appréciation du dollar sur la valeur des actifs américains détenus à l'étranger<sup>5</sup>. Ceci permet de relativiser l'importance de la dégradation, celle-ci pouvant être corrigée par un mouvement de prix inverse (c'est le cas depuis début 2002), sans effet défavorable à la croissance. Enfin, le service de cette dette ne pose pas de problème tant que le solde des revenus nets (différence entre les revenus perçus au titre des sorties de capitaux et les revenus versés au titre des entrées) est positif (grâce, en partie, aux dividendes reçus).

Certes, suite à une dégradation continue depuis son point haut du début des années 1980 (30 milliards de dollars, soit un peu plus de 1 % du PIB), ce solde est devenu légèrement négatif en 2002 (12 milliards de dollars). Les caractéristiques récentes de leur balance des paiements font des États-Unis un pays nouvellement emprunteur (comme au XIX<sup>e</sup> siècle) et non plus le banquier du monde. Cette situation, paradoxale car elle convient à un pays en développement et non à la première puissance économique mondiale, pourrait de fait devenir insoutenable si l'augmentation du service de la dette associée à l'augmentation de la dette venait à être suffisamment importante pour forcer un ajustement de la demande. Bien que les États-Unis soient encore loin de cette situation, le creusement de la dette est, lui, inéluctable si le déficit courant reste à son niveau actuel (encadré). Il faudrait un ajustement draconien du déficit (de plus de 3 points de PIB) pour que la dette se stabilise à son niveau actuel. Si une dépréciation importante du dollar apparaît comme la solution la plus directe à un tel ajustement (condition nécessaire), ce n'est de loin pas une condition suffisante. Une augmentation de l'épargne intérieure (privée comme publique) est également souhaitable.

### Arithmétique de la dette extérieure nette

Soit  $D$  la dette extérieure nette,  $def$  le déficit courant,  $Y$  le PIB en milliards de dollars. Sachant que le solde courant est égal au compte de capital, on peut écrire que : (1)  $D_t = D_{t-1} + def_t$

ou encore, rapporté au PIB (2)  $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{def_t}{Y_t}$

Avec  $d = \frac{D}{Y}$ ,  $s = \frac{def}{Y}$  et  $g$  le taux de croissance nominal de l'économie, (2) peut être ré-écrit : (3)  $d_t = d_{t-1} * (1 - g) + s_t$

À chaque niveau de déficit commercial correspond une dette stable : lorsque  $d_t = d_{t-1}$ ,  $s_t = d_t * g$ . Si les États-Unis souhaitent stabiliser leur dette à son niveau actuel de 20 % du PIB, et compte tenu d'un taux de croissance nominal de l'ordre de 7 % (sur longue période 1960-2002), leur déficit courant ne devrait pas dépasser 1,5 % du PIB. Cela a été *grosso modo* le cas en moyenne entre la fin des années 1980 et le milieu des années 1990. En revanche, avec un déficit proche de 5 % du PIB, la dette stable correspondante est proche de 70 % du PIB. La situation actuelle prolongée implique donc que la dette passe de 20 à 70 % du PIB.

2. 1989, si les investissements directs sont mesurés à leur valeur de marché.

3. Pour une analyse récente, voir C. Freund, 2000 : « Current Account Adjustments in Industrial Countries », Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 692, décembre.

4. C. L. Mann, 1999 : *Is the US Trade Deficit Sustainable ?*, Institute for International Economics, Washington DC.

5. Ceux-ci étant essentiellement libellés en monnaies étrangères, une appréciation du dollar en réduit la valeur. Pour plus de détails, voir C. Tille, 2003 : « The Impact of Exchange Rate Movements on US Foreign Debt », *Current Issues Economics and Finance*, vol. 9, n° 1, janvier.

## ... tandis que l'attractivité des États-Unis est l'élément clé

La question de la soutenabilité est en fait, pour l'emprunteur, de savoir jusqu'où il peut s'endetter, compte tenu de ce que cela lui coûte. Pour le prêteur, elle est de savoir jusqu'à quel niveau il accepte de financer cet endettement, compte tenu de ce que cela lui rapporte et de la confiance qu'il a envers l'emprunteur, rendement et confiance n'étant que l'expression de l'attractivité du pays emprunteur. Du point de vue du prêteur, on parle de soutenabilité des entrées nettes de capitaux. Celle-ci est évaluée sur la base de la composition et de la taille des portefeuilles, elles-mêmes fonction des préférences pour le risque, le rendement et la diversification (conformément à la théorie du portefeuille). Il y a insoutenabilité des entrées nettes de capitaux si leur reconstitution, provoquée par une ré-évaluation de ces critères, entraîne une dépréciation du taux de change. C'est ce point de vue qui est pertinent pour comprendre la dépréciation récente du dollar. Face au tassement des rendements effectifs et anticipés des actifs américains, les prêteurs ont pris conscience de l'importance disproportionnée de ces actifs dans leurs portefeuilles insuffisamment diversifiés<sup>6</sup>. Ils s'en sont donc débarrassés, poussant le dollar à la baisse.

Pour autant, ces deux points de vue (prêteur et emprunteur) ne sont ni incompatibles ni aussi indépendants que ne le laisse supposer l'approche de Mann (1999, 2002). Il faut bien un facteur déclenchant pour que le jugement que les prêteurs portent sur l'emprunteur change et suscite une reconstitution des portefeuilles. Si, concrètement, le facteur déclenchant a été la baisse des rendements, le véritable point de rupture est la remise en cause de la « nouvelle économie ». C'est pour cela que la capacité des États-Unis à attirer des capitaux pour financer leur déficit courant (leur attractivité) a été mise en doute. D'où les inquiétudes sur le niveau élevé de ce déficit. D'où la pression à la baisse sur le dollar. Cette double remise en cause n'a pas été simultanée. Le contre-choc de la « nouvelle économie » s'est amorcé dès le printemps 2000 (avec l'éclatement de la bulle boursière), mais les inquiétudes sur le déficit courant et la reconstitution des portefeuilles n'ont été manifestes qu'à partir de 2002. Même s'il sous-tend une certaine inefficience des marchés (erreur d'anticipations et lenteur de réaction), ce décalage s'explique : ce n'est qu'en 2002 que les marchés ont pu juger du faible rendement des investissements effectués en 2001 (en période de basse conjoncture), alors que ceux effectués en 2000 (en période de conjoncture haute), ont affiché en 2001 un rendement encore élevé. Ce décalage explique aussi pourquoi le dollar a résisté pendant quasiment deux ans à la dégradation de la situation conjoncturelle américaine et au renversement de l'écart de taux d'intérêt en faveur de l'Europe.

## Déficit courant et « nouvelle économie » : un couple idéal... dans les années 1990

Au début des années 1990, le dynamisme de l'économie américaine et la réduction des dépenses budgétaires se sont accompagnés de la disparition du déficit budgétaire puis de

6. Pour plus de détails sur cet argument, voir C. L. Mann, 2002 : « Sustainability and the Dollar: Two Views », miméo, septembre.

l'apparition d'un excédent (de 1998 à 2001). L'une des composantes des « déficits jumeaux » disparaissait alors, pendant que l'autre, le déficit courant, continuait de se creuser. L'analyse en termes de « déficits jumeaux » devenait caduque par définition. Durant la décennie 1990, l'investissement privé a fortement progressé, alors que l'épargne privée se réduisait régulièrement, sous le coup principalement de la baisse de l'épargne des ménages. L'augmentation du déficit courant résultait clairement de cette hausse des dépenses d'investissement et, dans une moindre mesure, de consommation. Ces évolutions de l'investissement et de la consommation ont été fortement associées à l'émergence de la « nouvelle économie ». L'investissement a été très largement stimulé par les innovations dans les domaines des TIC et les gains de productivité attendus et effectifs. La consommation a été soutenue par la bulle boursière qui s'est formée avec l'émergence de la « nouvelle économie ». La dégradation du solde courant qui a accompagné ce dynamisme de l'absorption intérieure ne tient néanmoins pas qu'à un effet « nouvelle économie ». La plus forte propension à importer des États-Unis (due à une plus forte élasticité des importations au revenu national) a exacerbé le simple jeu du différentiel de croissance entre les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux<sup>7</sup>.

Simultanément, la « nouvelle économie » n'a pas seulement contribué à creuser le déficit : elle a aussi permis de le financer. Les gains de productivité réalisés durant la deuxième moitié des années 1990 ont conduit à une hausse des taux d'intérêt réels, contribuant ainsi à améliorer le rendement des actifs domestiques par rapport aux actifs étrangers. Le marché américain était plus attractif et le déficit courant a été facilement financé par d'abondantes entrées nettes de capitaux longs.

## Baisse des IDE contre achats de titres obligataires

Tant que le marché américain était jugé plus rentable que les autres et qu'il attirait en conséquence les capitaux extérieurs, longs en particulier, le déficit courant était soutenable et le dollar était soutenu. Dès lors qu'un changement s'est opéré dans les sources de financement du déficit, l'équilibre est devenu fragile. Ce changement a en partie eu lieu à la suite de la révision, dans le courant 2002, des perspectives de croissance américaine, affectées par les multiples répercussions de l'éclatement de la bulle Internet. Entre la fin des années 1990 et 2002, les flux nets d'IDE entrants se sont évaporés (tableau), en particulier ceux en provenance de l'Union européenne. Ce tassement reflète la fin de la dernière vague de fusions-acquisitions, concomitante à l'éclatement de la bulle boursière. Il peut aussi être un premier signe de désaffection des marchés étrangers à l'égard des États-Unis, réagissant aux scandales financiers de la fin 2001 et l'été 2002.

Face au tassement des flux nets d'IDE, les flux nets d'investissements de portefeuille se sont, eux, plutôt bien maintenus. Les achats nets étrangers de titres privés américains sont en effet toujours vigoureux grâce aux achats européens et au retour des achats en provenance du Japon et d'Amérique latine. Les obligations privées et semi-privées américaines restent une valeur refuge. L'engouement des marchés étrangers

7. De plus, l'élasticité-revenu des importations est supérieure à l'élasticité-revenu des exportations, impliquant que même en cas de croissance au même rythme, le déficit américain continue de se creuser (à moins d'une dépréciation continue du dollar).

pour les obligations semi-privées, émises par les agences gouvernementales comme *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, est net à partir du début 2000, participant ainsi au *boom* du refinancement des prêts hypothécaires. Enfin, les achats nets étrangers de titres du gouvernement américain sont, depuis la fin 2001, de nouveau positifs, alors que depuis 1999 ils étaient négatifs. La dégradation rapide du solde budgétaire fédéral a en effet mis fin à la politique de réduction de la dette et consacre le retour des émissions du Trésor comme référence, pour le plus grand plaisir des marchés férus de ces titres.

**TABEAU : BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS**

En milliards de dollars, données cvs non annualisées

	2000	2001	2001 S1	2001 S2	2002	2002 S1	2002 S2
<b>Compte courant</b>	<b>- 410</b>	<b>- 393</b>	<b>- 207</b>	<b>- 186</b>	<b>- 503</b>	<b>- 240</b>	<b>- 263</b>
Compte de capital	1	1	0	0	1	0	0
Compte financier	409	382	188	194	474	160	314
<b>Entrées nettes de K longs</b>	<b>418</b>	<b>332</b>	<b>168</b>	<b>164</b>	<b>361</b>	<b>170</b>	<b>191</b>
Investissements directs	129	3	36	- 33	- 93	- 50	- 43
Sortants	- 178	- 128	- 59	- 69	- 124	- 64	- 59
Entrants	308	131	95	36	30	14	16
Investissements de portefeuille	252	329	151	179	362	167	194
Sortants	- 128	- 95	- 79	- 16	2	- 8	10
Entrants	379	424	229	195	359	175	184
Titres publics	- 77	- 8	- 19	12	53	- 12	66
Titres autres que publics	455	408	244	164	285	175	109
Actions	192	119	100	45	56	36	19
Obligations privées	263	288	117	119	229	139	90
Autres	1	24	5	19	22	12	10
Entrées nettes de K officiels	36	0	- 19	18	93	54	40
<b>Entrées nettes de K courts</b>	<b>- 8</b>	<b>50</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>113</b>	<b>- 10</b>	<b>123</b>
Erreurs et omissions nettes *	0	- 11	- 18	8	- 29	- 79	51

\* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle, aux erreurs et omissions nettes près.

Source : BEA.

Le tassement des flux nets d'IDE a néanmoins imprimé sa marque aux entrées nettes de capitaux longs. En 2002, les capitaux courts (plus volatils) ont dû prendre le relais pour assurer le financement du déficit courant. Mais dans la mesure où la source des achats nets étrangers de titres américains ne s'est pas encore tarie (l'importance des titres obligataires publics minimise quelque peu ce risque), la soutenabilité du déficit courant (au sens de facilité et de qualité de son financement) n'est pas encore compromise. En revanche, elle pourrait l'être si certains pays, récemment devenus de gros pourvoyeurs de capitaux (l'Asie par exemple, voir graphique 3), changeaient de stratégie. Les achats nets des pays asiatiques sont en effet pour une part des achats de titres publics par les banques centrales, ces interventions visant uniquement à limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar. Le dollar continue ainsi de s'accumuler dans les réserves officielles de ces pays, mais cela pourrait ne pas durer. Cette situation

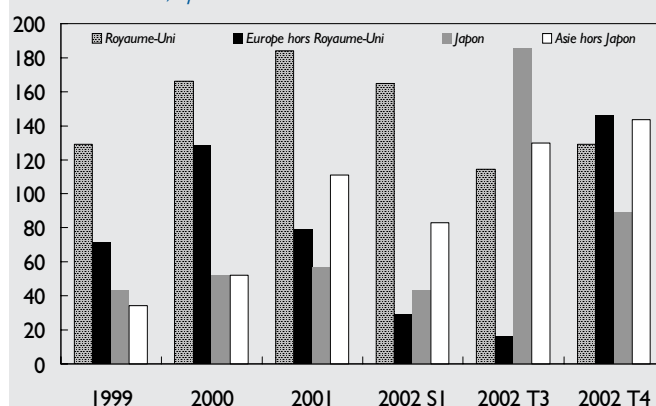
8. R. McKinnon, 2001, « The International Dollar Standard and Sustainability of the US Current Account Deficit », Brooking Panel on Economic Activity: Symposium on the US Current Account, mars, 29-30.

de récente dépendance aux capitaux asiatiques, plutôt volatils, pose problème.

L'affaiblissement des investissements directs entrants et des achats d'actions américaines par les non-résidents et le recours à l'endettement à court terme ont poussé à la baisse le dollar. Mais cette baisse est restée contenue grâce aux achats nets de titres obligataires américains. Plusieurs raisons structurelles peuvent être évoquées pour expliquer cette glissade contrôlée du dollar malgré la pression du niveau élevé du déficit courant. La zone euro est loin de prendre le rôle de *leader* des États-Unis et le modèle japonais est hors jeu. La croissance potentielle américaine (3 %) est bien supérieure à la croissance européenne (2-2,5 %) et japonaise (1 %), conférant ainsi aux États-Unis un avantage indéniable aux yeux des investisseurs à la recherche du meilleur rendement. Le dollar reste la monnaie de référence internationale et, bien que l'argument soit controversé, une dépréciation brutale du dollar induirait beaucoup d'instabilité sur les marchés financiers<sup>8</sup>. Le déficit courant américain ressort à la fois comme le simple miroir du déficit de croissance de l'Europe et du Japon, et comme un rouage indispensable au fonctionnement du système financier international. Les États-Unis sont en effet réputés être un emprunteur non seulement peu risqué, mais aussi prêt à prendre des risques financiers. Tout en captant (et même attirant) une bonne part de l'épargne dégagée par l'Europe et le Japon, les États-Unis jouent aussi le rôle d'intermédiaire entre ces capacités de financement et les besoins de financement des pays émergents.

**GRAPHIQUE 3 : ACHATS NETS DE TITRES LONGS AMÉRICAINS**

En milliards de dollars, rythme annualisé



Note : l'importance des achats nets de titres par le Royaume-Uni reflète le rôle de plaque tournante de la place de Londres.

Source : Office of International Financial Analysis.

Pour le moment donc, le *leadership* encore incontesté des États-Unis les autorise à accroître leur déficit courant sans se soucier vraiment des déséquilibres macroéconomiques sous-jacents. Les discours alarmistes quant au caractère soutenable ou non du déficit courant sont excessifs, au pire prématurés... Mais il est vrai aussi que les incertitudes géopolitiques actuelles et à venir sont susceptibles de changer la donne, aussi bien à court terme qu'à plus long terme, par leur impact sur les déficits courant et budgétaire américains, et aussi sur la croissance américaine. L'attractivité des États-Unis et le dollar en sortiront-ils indemnes ? ■