

Endettement extérieur et politique économique

Jacques Le Cacheux
Christian Vasseur

Département des études de l'OFCE

Le niveau de la dette extérieure est devenu une préoccupation majeure des responsables de la politique économique française. Son accroissement rapide en 1982 et 1983 est une des raisons qui ont poussé au changement d'orientation de la politique économique.

L'évaluation de la position extérieure d'un pays est rendue difficile par la variété des actifs financiers qu'il est possible de prendre en compte et par l'absence d'une comptabilité patrimoniale satisfaisante.

La première partie de cette étude est consacrée à une discussion des différents concepts de dette extérieure et à la mise en perspective des endettements français et américain.

Les analyses présentées dans la seconde partie font apparaître l'endettement extérieur comme la conséquence possible de comportements optimaux d'épargne et d'investissement ; la dette est alors perpétuelle et efficiente.

La troisième partie montre que l'endettement peut aussi s'inscrire dans le cadre d'une politique de régulation de la demande globale, que celle-ci vise à minimiser les pertes d'emplois causées par une désinflation ou qu'elle cherche à résorber le chômage sans accélérer l'inflation.

Enfin la discussion des coûts de l'endettement conclut à une dissymétrie des situations française et américaine, liée au fait que seuls les Etats-Unis ont la faculté de s'endetter dans leur propre monnaie.

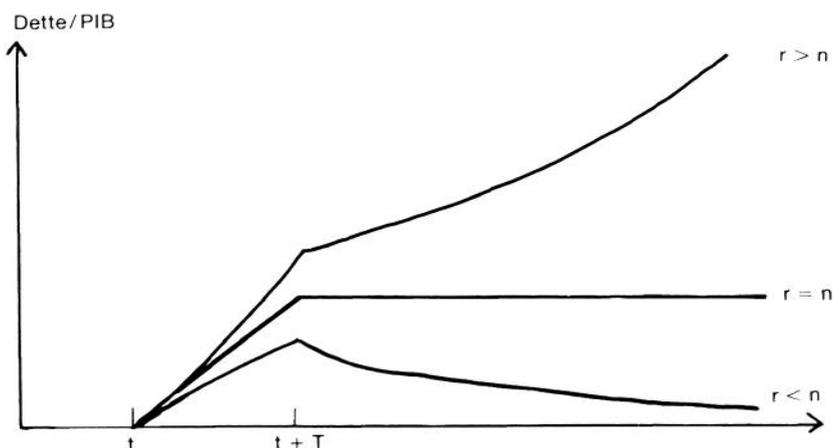
Dans les années qui ont suivi le premier choc pétrolier la plupart des pays industrialisés ont connu des déficits commerciaux et ont eu recours au financement externe. Mais les dettes des grands pays étaient alors à un niveau très faible et leur croissance, jusqu'au début des années quatre-vingt, fut très modérée. Il aura fallu attendre l'augmentation spectaculaire de leurs engagements extérieurs pour que naisent dans certains pays des interrogations quant aux conséquences de

ces évolutions. Ainsi la France puis les Etats-Unis sont-ils devenus récemment débiteurs nets à l'égard du reste du monde. Alors que la France a eu recours dès 1974 à l'émission à l'étranger d'emprunts autorisés, les pouvoirs publics n'ont éprouvé le besoin de publier des statistiques officielles d'endettement extérieur qu'à partir de 1983. Les polémiques ultérieures ont eu le mérite de poser publiquement la question de la viabilité d'une telle situation. Mais les querelles sur l'évaluation du montant de la dette et des charges futures qu'elle entraîne, de même que les considérations sur la nature des dépenses financées, ont eu tendance à masquer les aspects macroéconomiques du problème.

En autarcie l'investissement est financé par l'épargne nationale, qu'elle soit publique ou privée. En économie ouverte le recours à l'endettement extérieur permet une divergence de ces deux grandeurs, offrant ainsi un degré de liberté supplémentaire à la nation. Mettre à profit cette possibilité comporte cependant des coûts futurs qu'il convient de confronter aux avantages présents de l'endettement. La persistance de déficits des opérations courantes finirait inévitablement par amener le débiteur au-delà du seuil de solvabilité. La stabilisation du ratio Dette extérieure/PIB, à un niveau qui peut être choisi par l'emprunteur, est donc à moyen-terme inéluctable.

Les ajustements qu'implique cette stabilisation, et donc les coûts futurs d'un endettement dans le présent, sont d'autant plus importants que le taux d'intérêt réel (r) excède le taux de croissance tendanciel (n) de l'économie. Le graphique 1 donne une illustration schématique des trois configurations possibles. Il décrit le profil temporel du ratio Dette extérieure/PIB d'un pays qui, partant d'un endettement nul à la date t , enregistre T années de déficit commercial, puis équilibre ses échanges extérieurs.

1. Evolution de l'endettement extérieur selon le différentiel taux d'intérêt réel (r) - taux de croissance (n)



Lorsque $r = n$ la réalisation de l'équilibre commercial suffit à assurer cette stabilisation. Dans le cas où $r < n$, une balance commerciale durablement équilibrée entraîne une réduction progressive du ratio Dette/PIB ; la persistance de déficits commerciaux n'est alors pas incompatible avec la constance du ratio d'endettement. Au contraire

quand $r > n$ l'équilibre des échanges extérieurs ne suffit pas à atteindre cet objectif, réalisable seulement au prix d'un excédent permanent de la balance commerciale.

On conçoit dès lors que la coexistence dans les économies développées de faibles taux de croissance et de taux d'intérêt réels élevés donne à la contrainte extérieure une acuité accrue dans les années quatre-vingt.

L'endettement extérieur de plusieurs grands pays industrialisés

Le développement des échanges commerciaux et l'intensification de l'interdépendance des économies se sont naturellement accompagnés d'une croissance importante des mouvements de capitaux. Même en l'absence de tout déséquilibre extérieur les balances des paiements des pays industrialisés enregistreraient des flux substantiels au titre des crédits bancaires et des investissements étrangers — directs et en portefeuille. La croissance des activités bancaires internationales et la naissance, à la fin des années soixante, de marchés financiers véritablement transnationaux — euromonétaires et euro-obligataires — ont élargi les possibilités de financement externe, tout en faisant disparaître le caractère bilatéral des mouvements de capitaux.

Traditionnellement les grands pays industrialisés ont été présents sur ces marchés, mais principalement du côté de l'offre de crédits bancaires. Dans les années soixante-dix l'apparition d'excédents pétroliers a modifié la répartition des pays entre prêteurs et emprunteurs, tout en favorisant une extension considérable des crédits bancaires et marchés financiers internationaux. Bien que peu présents sur les marchés euro-obligataires, les pays en voie de développement, et particulièrement ceux qui cherchaient à se doter d'un secteur industriel moderne, ont dominé la demande de crédits internationaux, accentuant même fortement leur recours à l'endettement extérieur, jusqu'à constituer plus de la moitié de la demande de crédits bancaires en 1979, à la veille du second choc pétrolier. Depuis lors on a assisté à une augmentation exceptionnelle de la demande de crédits des pays industrialisés, entreprises, banques et gouvernements eux-mêmes ayant de plus en plus recours à cette forme de financement externe. Jusqu'alors les quelques petits pays industriels structurellement endettés (le Danemark, par exemple) faisaient figure d'exceptions ; à présent plusieurs grands pays sont classés parmi les plus gros emprunteurs mondiaux, en termes bruts. Ainsi en 1984 les Etats-Unis absorbaient-ils environ 65 milliards de dollars de crédits internationaux — prêts bancaires et euro-obligations confondus — soit plus du quart du total des flux enregistrés sur ces marchés et près du double des tirages de l'ensemble des pays en voie de développement. De ce fait la dette extérieure brute de plusieurs

grands pays atteint maintenant des niveaux jamais observés depuis la seconde guerre mondiale.

Avant toute analyse des déterminants de ces évolutions et de leurs implications, il convient de préciser ce que recouvre la notion d'endettement extérieur, de tenter d'en prendre la mesure et d'établir ainsi les bases d'une comparaison des principaux pays qui révèle les différences majeures de comportements d'endettement.

Concepts de dette extérieure

Dès le stade du chiffrage on est confronté au choix difficile d'une définition pertinente de l'endettement extérieur d'un pays. Le débat récent en France a montré à quel point les évaluations pouvaient être divergentes selon le concept sur lequel elles reposent. Toutes les carences inhérentes aux méthodes de comptabilisation des patrimoines sont, bien sûr, présentes dans les mesures de la dette extérieure — et en particulier le problème du choix d'un taux de conversion des dettes en devises dans une période de taux de change fortement fluctuants. Mais surtout, à cette imperfection des données, s'ajoute la sélection difficile parmi une grande variété de définitions, dont la logique économique n'est pas toujours perçue.

En principe le concept d'endettement extérieur d'une nation devrait faire référence à la richesse réelle de ses résidents, donc à une logique patrimoniale, à l'instar de la pratique retenue dans l'évaluation de la valeur nette d'une entreprise par exemple. Le poids de la dette sur les revenus futurs ne peut en effet être apprécié qu'à l'aide d'un concept d'endettement extérieur net, égal à la valeur actualisée⁽¹⁾ des engagements à l'égard des non-résidents diminuée de la valeur actualisée des créances détenues sur l'étranger. Si l'ensemble des engagements et créances des agents nationaux était assorti de taux de rendement fixes et de termes connus, si en outre les taux de change futurs des devises étaient parfaitement certains, l'évaluation de l'encours de la dette extérieure nette à un moment donné ne serait sujette à aucune ambiguïté.

La simple énumération des principaux postes de l'actif et du passif d'une telle comptabilité patrimoniale permet d'entrevoir les difficultés pratiques que pose cette conception. Au passif figurent en effet deux grandes catégories de postes :

- Les prêts et crédits des non-résidents aux agents nationaux. Accordés à des conditions spécifiques, ces crédits ont une valeur actualisée aisément calculable s'ils sont libellés en monnaie nationale. L'incertitude sur le cours futur des changes et éventuellement sur le taux d'intérêt — lorsque les crédits sont à taux variables, ce qui est fréquemment le cas des emprunts récents — rend cependant nécessaire l'utilisation d'hypothèses sur ces cours et taux. C'est générale-

(1) C'est-à-dire à la valeur actuelle de la somme des annuités de remboursement augmentées des charges d'intérêt. Le choix d'un taux d'actualisation est toujours quelque peu arbitraire.

ment une évaluation de l'encours de ces postes, comptabilisés à leur valeur faciale, qui est retenue par les autorités comme mesure de l'endettement extérieur brut ⁽²⁾.

• Les investissements directs et les investissements en portefeuille des non-résidents. Ces éléments, souvent ignorés ⁽³⁾, représentent en effet des droits sur le produit intérieur brut futur de la nation. Le recours à un calcul d'actualisation, bien que par essence plus incertain que pour les crédits, s'impose d'autant plus ici que valeurs faciales et coûts historiques de ces créances sont peu représentatifs.

A l'actif figurent des créances de même nature détenues par les résidents sur les non-résidents. Toutefois, alors que dans l'évaluation du passif les incertitudes concernent uniquement les taux de change et de rendement anticipés, les risques d'insolvabilité ou de répudiation devraient être pris en compte dans l'estimation de la valeur de ces avoirs ⁽⁴⁾. Enfin l'actif comprend les réserves de change nettes des autorités monétaires, y compris le stock d'or, dont l'évaluation est soumise aux mêmes incertitudes que celles qui pèsent sur les cours anticipés des changes.

Si la mesure de l'endettement extérieur net ainsi obtenue par soustraction des valeurs actualisées du passif et de l'actif totaux est celle vers laquelle devraient tendre les évaluations de la charge de la dette, parce que correspondant à une logique patrimoniale, c'est au contraire un concept de dette brute en monnaie nationale qu'il convient de privilégier dans l'analyse des liaisons entre endettement extérieur et taux de change. En effet, dans une optique de diversification internationale des portefeuilles, les actifs libellés en différentes devises sont imparfaitement substituables et sont donc assortis de primes variables pour les risques qu'ils présentent — dont les risques de change. Le degré d'exposition de la monnaie aux dangers d'une éventuelle perte de confiance des investisseurs étrangers est d'autant plus grand qu'est élevé l'encours des créances en monnaie nationale du pays d'investissement qu'ils détiennent dans leur portefeuilles ⁽⁵⁾.

(2) La définition de l'endettement extérieur utilisée par le gouvernement français n'inclut que les « emprunts publics et autorisés », comprenant la quasi totalité des prêts et crédits bancaires et obligataires à plus d'un an accordés par les non-résidents aux agents nationaux. Voir : Ministère de l'Economie, des finances, et du budget, 1984. La question de l'inclusion des crédits plus courts et les problèmes spécifiques que posent les activités d'intermédiation internationale des banques françaises — activités qui ont pour effet d'accroître fortement leurs positions extérieures, brute bien sûr, mais aussi nette — sont au cœur des polémiques récentes sur le chiffrage de l'endettement de la France. Voir : Sénat, 1984 ; et la discussion dans : Bourguinat, 1985. La simple sommation des encours de ces postes s'expose souvent au risque de double comptage et sa signification n'est pas évidente.

(3) Les analyses de l'endettement extérieur des Etats-Unis incluent généralement ces éléments. Voir, par exemple : Isard et Stekler, 1985.

(4) Dans le cas de la France une part importante de ces créances est constituée de prêts et crédits à des PVD, souvent parmi les plus lourdement endettés. Ainsi les rééchelonnements des dettes qui ont eu lieu en 1983 et 1984 ont-ils pour beaucoup concerné des créances détenues par des banques françaises (Bourguinat, 1985).

(5) Ceci vaut en particulier pour les Etats-Unis, dont la dette extérieure est presque exclusivement en dollars. Voir les articles du *BPEA*, n° 1, 1985. Dans une moindre mesure, c'est aussi le cas de l'Allemagne et du Royaume-Uni, dont les monnaies ont un rôle international important.

Situations nationales et perspectives

Les données disponibles sont loin d'avoir la précision qui permettrait d'évaluer des stocks de dette extérieure de la manière décrite ⁽⁶⁾. Pour l'essentiel les sources fournissent des encours à une date donnée. Les concepts sous-jacents sont souvent incompatibles, ce qui interdit les comparaisons internationales exhaustives. Toutefois il est possible, en combinant plusieurs des optiques retenues, d'appréhender les principaux aspects des situations nationales et de formuler des hypothèses sur leurs évolutions futures.

Une comparaison des quatre grands pays européens

Les pays européens de l'ouest pris dans leur ensemble ont connu, au début des années quatre-vingt, une forte dégradation de leurs soldes extérieurs, sous l'effet conjugué du second choc pétrolier et du changement de régime de la politique monétaire aux Etats-Unis. Ils ont tous eu recours de manière accrue aux financements externes, sous diverses formes, et leurs encours de dette extérieure, brute et nette, a augmenté, quelle que soit la définition utilisée pour les évaluer.

En termes bruts les situations des quatre grands pays européens étaient à la fin de 1983 tout à fait comparables (tableau 1), avec toutefois pour l'Allemagne et le Royaume-Uni des encours plus élevés, qui reflètent l'importance des deux monnaies dans les marchés financiers internationaux.

1. Endettement extérieur de quatre pays européens au 31 décembre 1983 en milliards de dollars et en pourcent du PIB

	Endettement brut	Réserves de change	Or	Endettement « net »	Endettement « net » en pourcent du PIB
France	51,5	19,9	24,6	7	1,3
Italie	54,6	20,1	20	14,5	4,1
RFA	76,8	42,7	28,6	5,5	0,8
Royaume-Uni	65,9	11,3	5,7	48,9	10,7

Source : Amex Bank Review.

Selon cette définition financière de l'endettement brut, qui inclut l'ensemble des prêts et crédits, y compris la position extérieure nette des banques résidentes, mais exclut tous les investissements, directs et en portefeuille, l'encours total brut de l'Europe de l'ouest était à la fin de 1984, d'environ 500 milliards de dollars.

(6) Outre les statistiques officielles, des données de flux d'emprunts sur les marchés financiers internationaux sont publiées par plusieurs grandes banques. Voir en particulier : *World Financial Markets*, Morgan Guaranty Trust Company of New York ; *The Amex Bank Review*, American Express Bank.

Si l'on soustrait de ces encours bruts d'emprunts les réserves de change — stock d'or inclus ⁽⁷⁾ — mais en ignorant les créances à moyen et long terme détenues par les résidents de ces pays sur l'étranger, on obtient une mesure intermédiaire entre endettement brut et net. Elle ne tient pas compte des créances sur l'étranger, mais des seuls avoirs dont on peut penser a priori qu'ils peuvent être mobilisés. Une telle mesure favorise relativement les pays qui, appartenant à des systèmes de changes fixes, doivent de ce fait maintenir des réserves conséquentes. En proportion du PIB les encours nets ainsi mesurés étaient à la fin de 1983 très inférieurs aux ratios observés pour la plupart des PVD emprunteurs et même pour la majorité des petits pays européens, à l'exception de l'Autriche et des Pays-Bas, dont la position nette était légèrement créditrice.

L'endettement extérieur de la France : stabilisation difficile

Faute de données précises la position extérieure nette de la France, selon une définition patrimoniale, n'est pas directement mesurable. Cependant il est possible d'en construire un indicateur en soustrayant du montant d'emprunts publics et autorisés le stock de créances à plus d'un an sur les non-résidents et les avoirs en devises des autorités monétaires. Au 31 décembre 1983 on est ainsi amené à diminuer les 451 milliards de francs d'emprunts de la valeur des créances, soit 252 milliards, et des réserves en devises, équivalant à 167 milliards. L'endettement net ainsi obtenu est de 32 milliards de francs ⁽⁸⁾. Pour obtenir un indicateur qui tienne compte de l'ensemble des avoirs et engagements, y compris les investissements directs et en portefeuille, on peut suivre l'évolution de la ligne de « revenus du capital » dans la balance des paiements. Ce poste enregistre un solde négatif depuis 1983. Ces deux indicateurs concluent donc à une position débitrice nette de la France dès 1983. Mais d'autre part la balance des opérations courantes était pratiquement équilibrée en 1984 (– 0,3 milliard de francs), ce qui indique que la position extérieure nette ne s'est dégradée au cours de l'année passée que par l'incidence du flottement des monnaies.

La mesure de l'endettement brut retenue par les autorités correspond à l'encours des emprunts publics et autorisés à plus d'un an d'échéance. Bien que non dépourvue d'arbitraire dans ce qu'elle exclut, et peu révélatrice des évolutions de la position extérieure nette de la nation, cette définition a l'avantage de mettre en lumière les aspects de financement des déséquilibres externes. En effet le flux annuel d'emprunts publics et autorisés est la somme du déficit des transactions courantes, des sorties nettes de capitaux « spontanés » ⁽⁹⁾ et des amortissements des emprunts autorisés passés. En termes bruts ce flux est donc un indicateur du recours de la nation à un financement

(7) Evalué ici au prix arbitraire de 300 dollars l'once.

(8) Ce montant très faible devrait être révisé pour prendre en compte le caractère douteux de certaines créances françaises.

(9) Les sorties nettes de capitaux « spontanés » sont égales à la balance des capitaux hors emprunts autorisés.

extérieur auprès des banques et des marchés financiers internationaux, qu'il résulte d'un déficit courant, de sorties nettes de capitaux ou d'un accroissement des amortissements dû aux variations de change. Parce que ce mode de financement externe est relativement coûteux, qu'il met en jeu la signature de la France et qu'il est soumis à remboursement, son évolution fournit des indications sur la charge de la dette extérieure. En outre, et par opposition aux investissements directs et en portefeuille, il fait supporter au débiteur le risque de change. D'autre part, contrairement aux investissements directs, il comporte une charge spécifiée à l'avance et indépendante des revenus éventuellement engendrés par les projets qu'il finance, mais il est plus aisément contrôlable et permet aux agents nationaux de conserver la propriété des projets financés.

Après une croissance modérée de 1974 à 1979 l'encours d'emprunts publics et autorisés a fortement augmenté à partir du début de la décennie quatre-vingt, pour atteindre l'équivalent de 451 milliards de francs ⁽¹⁰⁾ au 31 décembre 1983. Cette augmentation correspond avant tout à la dégradation du solde courant à la suite du second choc pétrolier, alliée à des sorties nettes de capitaux « spontanés » entre 1981 et 1983. Depuis lors la réduction du déficit de la balance commerciale et de celle des capitaux a permis un net ralentissement du recours à de nouveaux emprunts. Mais l'encours d'emprunts publics et autorisés a poursuivi sa croissance, dont un peu moins de la moitié était, pour l'année 1984, due à la revalorisation des emprunts existants libellés en dollars (environ 60 % du stock brut). Au 31 décembre 1984 son montant atteignait 525 milliards de francs. Au premier semestre 1985 le recours des agents résidents aux marchés financiers internationaux a encore été supérieur à celui de la période correspondante de l'année précédente, à cause à la fois de l'impact de la hausse du dollar sur les amortissements et d'opérations de refinancement mettant à profit la baisse des taux d'intérêt et la nette restauration du crédit de la signature française ⁽¹¹⁾. Au 30 juin 1985 la dette est évaluée à 532 milliards.

L'évaluation des perspectives de l'endettement brut de la France exige la formulation d'hypothèses chiffrées sur deux catégories d'évolutions. D'une part la variation de l'encours brut dépend des soldes futurs de la balance des paiements : le solde courant, hors intérêts de la dette, des mouvements de capitaux « spontanés », c'est-à-dire hors emprunts autorisés ; additionnés aux amortissements du capital des emprunts existants, ils indiquent le montant d'emprunts bruts nécessaires au financement de la balance de base. D'autre part le calcul des charges futures de la dette nécessite des hypothèses sur l'évolution des taux de change, pour la part de l'endettement en devises, et des taux

(10) Dont 63 milliards d'engagements du Trésor.

(11) Ces opérations de refinancement sont effectuées dans des conditions fort différentes des rééchelonnements de dettes de certains PVD très engagés et connaissant des problèmes de liquidité. Dans le cas des refinancements français, au contraire, il s'agit d'opérations librement décidées qui réaménagent l'encours en profitant des conditions meilleures. Même si elles aboutissent souvent à allonger les échéances, elles conduisent aussi généralement à une réduction de la charge future.

2. Scénarios d'évolution des charges de la dette extérieure de la France ; printemps 1984

En milliards de francs courants

	Scénario gouvernemental * ⁽¹⁾			Scénarios du Sénat * ⁽²⁾						
	Amortissements	Intérêts	Total	Amortissements I, II, III	I		II		III	
					Intérêts	Total	Intérêts	Total	Intérêts	Total
1984	22,2	43	65,2	25	41,1	66,1	43,2	68,2	43,6	68,6
1985	32	45	77	30	46,7	76,7	51,7	81,7	53	83
1986	42	46	88	40	49,3	89,3	57	97	58,4	98,4
1987	52	47	99	64,5	50,3	114,8	60,2	124,7	60,1	124,6
1988	64	47	111	91,6	51,6	143,2	63,9	155,5	61,9	153,5

* L'évolution de référence du solde des opérations courantes hors intérêts de la dette et du solde de la balance des capitaux spontanés est la même que dans le tableau 3.

- Le scénario gouvernemental et le premier scénario du Sénat supposent l'équilibre de la balance courante en 1984 et des excédents croissants ultérieurement.
- Le deuxième scénario du Sénat suppose qu'après de faibles déficits en 1984 et 1985 l'équilibre de la balance courante est atteint en 1986 et suivi d'excédents.
- Enfin le troisième scénario est le même que le second à partir de 1986 mais il suppose que les déficits de 1984 et 1985 sont beaucoup plus élevés.

Source : (1) *Les Notes Bleues*, n° 178, juin 1984.

(2) *Rapport de la Commission d'enquête du Sénat sur la dette extérieure française*, n° 30, mai 1984.

d'intérêt, que les prêts soient assortis de taux variables ou que l'on prenne en compte les possibilités de refinancement en cas de baisse des taux.

3. Scénarios d'évolution de la dette extérieure de la France selon le cours du dollar et le niveau des taux d'intérêt

Milliards de francs courants

		1984 (p. m.)	1985	1986	1987	1988
(A) Solde courant hors intérêts de la dette		+ 45	+ 68	+ 75	+ 82	+ 89
(B) Solde des capitaux spontanés		- 44	- 57	- 51	- 43	- 37
SCÉNARIO I	(1) Intérêts de la dette	- 45	- 50	- 54	- 57	- 59
	(2) Solde courant = (A) + (1)	0	+ 18	+ 21	+ 25	+ 30
	(3) Amortissements	- 25	- 36	- 47	- 58	- 89
	(4) Charge totale de la dette = (1) + (3)	- 70	- 86	- 101	- 115	- 148
	(5) Encours brut en fin d'année = Encours précédent + [- (B)] - (2)	525	564	594	612	619
SCÉNARIO II	(1) Intérêts de la dette	- 45	- 50	- 53	- 54	- 54
	(2) Solde courant = (A) + (1)	0	+ 18	+ 22	+ 28	+ 35
	(3) Amortissements	- 25	- 36	- 45	- 55	- 84
	(4) Charge totale de la dette = (1) + (3)	- 70	- 86	- 98	- 109	- 138
	(5) Encours brut en fin d'année = Encours précédent + [- (B)] - (2) - dépréciation du stock	525	564	579	580	568
SCÉNARIO III	(1) Intérêts de la dette	- 45	- 50	- 49	- 52	- 53
	(2) Solde courant = (A) + (1)	0	+ 18	+ 26	+ 30	+ 36
	(3) Amortissements	- 25	- 36	- 40	- 49	- 74
	(4) Charge totale de la dette = (1) + (3)	- 70	- 86	- 89	- 101	- 127
	(5) Encours brut en fin d'année = Encours précédent + [- (B)] - (2) - dépréciation du stock	525	511	541	554	555
SCÉNARIO IV	(1) Intérêts de la dette	- 45	- 50	- 45	- 47	- 47
	(2) Solde courant = (A) + (1)	0	+ 18	+ 30	+ 35	+ 42
	(3) Amortissements	- 25	- 36	- 47	- 58	- 89
	(4) Charge totale de la dette = (1) + (3)	- 70	- 86	- 92	- 105	- 136
	(5) Encours brut en fin d'année = Encours précédent + [- (B)] - (2)	525	564	585	593	588

Notes : (I) 1 dollar = 9 francs, taux d'intérêt = 9,6 %

(II) Dépréciation du dollar au rythme de 4 % l'an à partir de 1986, taux d'int. = 9,6 %

(III) A partir de la fin de 1985 ; taux d'intérêt = 9,6 % ; avec un dollar = 7,50 F

(IV) Taux d'intérêt moyen réduit de 9,6 % à 8 % à partir de 1986, 1 dollar = 9 F.

La composition en devises est supposée constante (60 % en dollars, 40 % autres), de même que le cours des autres devises.

Source : Calculs des auteurs à partir du scénario officiel publié en juin 1984 : *Les Notes Bleues*, N° 178.

L'impact de retards possibles dans le rétablissement du solde courant sur l'évolution des coûts futurs de l'endettement est mis en lumière par la comparaison des différents scénarios présentés dans le tableau 2. Etablis en 1984 à partir des données officielles d'endettement brut au 31 décembre 1983, sur la base d'une durée moyenne des prêts de huit ans, avec trois ans de différé d'amortissement, ces scénarios faisaient l'hypothèse d'un dollar à 8 F en 1984 et 7,60 F par la suite, de taux d'intérêt constants à leur niveau de décembre 1983, et différent dans l'évolution anticipée du solde des opérations courantes hors intérêts de la dette. De façon évidente tout retard dans le retour à l'excédent de ce solde, en conduisant à une accumulation de dettes additionnelles, alourdit fortement les charges d'intérêt, rendant ainsi la stabilisation plus coûteuse. S'il est vrai que le solde courant a bien été pratiquement nul en 1984, la tendance au surplus demeure incertaine, ce qui confère à ces simulations un caractère illustratif de ce qui pourrait advenir.

Le premier scénario, qui suppose un dollar constant, valant en moyenne 9 F sur toute la période, est caractérisé par une charge de la dette systématiquement plus élevée que dans les projections gouvernementales. En dépit de l'amélioration continue des soldes, tant les intérêts que les amortissements augmentent pendant toute la période considérée ; la croissance de l'encours brut demeure rapide et ne s'inverse qu'après 1988. Ainsi, avec un dollar cher et des taux d'intérêt élevés, ce sont des surplus courants beaucoup plus importants qu'il faudrait dégager pour stabiliser rapidement la dette extérieure.

Comme l'indiquent les scénarios II et III, une baisse du cours en francs de la monnaie américaine faciliterait grandement une telle stabilisation, à supposer même que les taux d'intérêt demeurent à un haut niveau et que la parité du franc par rapport aux autres devises soit maintenue. Dans le scénario II, l'effet d'une dépréciation continue du dollar à partir de 1986 est d'alléger progressivement la charge de la dette, tout en freinant la croissance de l'encours brut ; celui-ci diminuerait même à partir de 1988. Une chute brutale du dollar, de 9 F à 7,50 F, à la fin de 1985 (scénario III) aurait des conséquences similaires sur la charge et l'encours en fin de période. Mais les évolutions en seraient différentes, puisqu'une telle baisse réduirait immédiatement l'encours brut ; celui-ci reprendrait toutefois sa croissance dès l'année suivante en raison de la persistance des sorties de capitaux spontanés.

Enfin un abaissement des taux d'intérêt en 1986 (scénario IV) aurait des effets tout aussi favorables sur la charge de la dette. Il n'affecterait qu'indirectement et plus modérément l'évolution de l'encours brut, dont l'accroissement serait plus substantiel, mais s'inverserait, là aussi, dès 1987 grâce à l'amélioration rapide du solde courant qui permettrait des paiements d'intérêt moindres que dans les scénarios précédents.

On voit donc à quel point le succès d'une politique de réduction volontaire de l'endettement extérieur brut français est conditionné par les paramètres de l'environnement international, dont les évolutions futures sont difficilement prévisibles. Etant donné la part prépondérante du dollar dans la structure de la dette française, l'impact des variations de change et de taux d'intérêt américains est évidemment considérable. Dès lors, si la baisse de la monnaie américaine récemment amorcée

devait se poursuivre, les coûts d'une stabilisation de la dette extérieure française s'en trouveraient très allégés et les délais raccourcis.

L'endettement extérieur américain et le cours du dollar

Contrairement à ce qu'il en est des données françaises, la définition de l'endettement retenue par les statistiques officielles américaines est assez proche de la logique patrimoniale, puisqu'elle inclut la plupart des investissements directs et en portefeuille, évalué toutefois à leur valeur faciale. L'évolution récente de l'endettement extérieur net des Etats-Unis résulte de la forte dégradation du solde des opérations courantes depuis le fin de 1982, selon une tendance qui semble devoir se poursuivre dans le futur proche. Elle correspond à des variations complexes des différents postes de leur balance des capitaux. Le financement de ce déficit accru s'est opéré en 1984 à la fois par augmentation de l'endettement brut et par réduction des créances sur l'étranger, principalement la position extérieure nette des banques et les investissements à l'étranger⁽¹²⁾. Les données publiées font apparaître une position créditrice nette à l'égard du reste du monde de 35 milliards de dollars au 31 décembre 1984, ce qui, compte tenu de l'ampleur récente du déficit extérieur courant — supérieur à 100 milliards de dollars pour la seule année 1984 — implique que les Etats-Unis soient devenus débiteurs nets au premier semestre 1985⁽¹³⁾.

La dégradation du solde commercial est très corrélée au mouvement ascendant du dollar de 1980 à février 1985. On peut penser que son cours actuel⁽¹⁴⁾ est encore surévalué, par rapport du moins au niveau qui assurerait l'équilibre de la balance commerciale. Etant donné l'écart positif entre taux d'intérêt réel — quelle qu'en soit la mesure précise — et taux de croissance tendanciel de l'économie, le maintien d'une surévaluation et du déficit commercial correspondant entraînerait une croissance de la dette extérieure en pour cent du PIB et impliquerait que l'ensemble des non-résidents acceptent de détenir une part indéfiniment croissante de leur richesse financière en dollars.

Si l'on admet que la substituabilité des actifs libellés dans les différentes devises est quasi parfaite, l'écart positif entre taux d'intérêt américains et taux rémunérant les autres actifs correspond à une prime pour le risque de dépréciation du dollar. Le différentiel prévalant actuellement impliquerait alors l'anticipation d'une dépréciation lente de la monnaie américaine, qui, toutes choses égales par ailleurs, ne se traduirait qu'à terme par une réduction du déficit des opérations courantes, comme le montrent les simulations du tableau 4⁽¹⁵⁾.

(12) Pour une analyse détaillée, voir : Isard et Stekler, 1985.

(13) Le poste « erreurs et omissions » de la balance des capitaux américains est régulièrement très élevé — quelque 30 milliards de dollars pour la seule année 1984 et 150 milliards en cumulé depuis 1970 — il est donc probable qu'il y ait eu endettement extérieur net dès 1984.

(14) Au 4 octobre 1985, le dollar vaut 2,60 DM, 2,12 yens et 7,95 francs.

(15) Ces évaluations prospectives sont empruntées à l'analyse de Isard et Stekler (1985). Sur les liens entre dette extérieure et cours du dollar, voir aussi : Krugman, 1985. On peut noter, à ce propos, que le dollar a perdu depuis le printemps plus de 10 % de sa valeur, mais connaît des fluctuations fort éloignées de la baisse continue que ces analyses envisagent, ou de la chute brutale parfois prédite (Marris, 1985 ; Frankel, 1985).

**4. Scénarios d'évolution du déficit courant américain
selon une dépréciation annuelle du dollar de 3 et 4 % (*)**

Dépréciation effective	3 % annuel	4 % annuel
1984	102	102
1988	157	144
1991	186	150
1994	201	119
1997	184	...

(*) Les hypothèses sont : inflation = 4 % ; taux de croissance réelle = 3 % ; taux d'intérêt = 7,5 %.

Le déficit commercial disparaît au bout de 13 ans dans le premier scénario, au bout de 10 ans dans le second. L'encours de la dette est alors respectivement de 2 300 milliards, et de 1 500 milliards de dollars.

Source : Isard et Stekler, 1985.

Dans l'hypothèse d'une baisse de 3 % par an du cours du dollar par rapport aux autres monnaies, le solde courant continuerait à se creuser jusqu'en 1997, et n'aurait tendance à s'améliorer qu'après cette date. La dette extérieure nette des Etats-Unis atteindrait alors environ 2 300 milliards de dollars et son accumulation se poursuivrait ensuite, mais à un rythme plus faible que la croissance prévue du PNB. En supposant que le PNB et la richesse financière du reste du monde, exprimés en dollars, s'accroissent au même taux que les agrégats américains, cette évolution impliquerait qu'à la date du retournement du solde courant, la part des actifs en dollars dans les portefeuilles de non-résidents atteindrait environ 10 %. Une dépréciation annuelle du dollar de 4 % aurait pour effet de raccourcir le délai nécessaire, toutes choses égales par ailleurs, au renversement de la dégradation du solde courant. Une dépréciation plus rapide, comme celle survenue entre mars et octobre 1985 (environ 25 %) pourrait arrêter beaucoup plus tôt l'accumulation de la dette extérieure américaine.

De telles projections illustrent les effets d'un écart positif du taux d'intérêt par rapport au taux de croissance. Elles indiquent les conséquences sur la dette extérieure d'une évolution postulée des dépenses, du PIB, et donc du solde commercial. Cependant elles ne permettent pas d'analyser les bénéfices que l'économie peut retirer de cette accumulation d'endettement, ni d'en apprécier la cohérence macroéconomique.

Endettement extérieur et allocation des ressources

La conception étroite de l'endettement extérieur utilisée dans les analyses du cas de la France, en conduisant à privilégier les aspects de flux que sont l'amortissement du capital et les charges d'intérêt, tend à lui conférer un caractère nécessairement transitoire et fait apparaître sa réduction comme un objectif souhaitable en soi. Dans une logique patrimoniale la persistance d'un endettement extérieur, en deçà des seuils qui mettraient en péril la solvabilité du pays ou la confiance des investisseurs étrangers dans la monnaie, est au contraire tout à fait concevable. En apprécier la logique implique que l'on puisse juger de la viabilité et l'optimalité sur une longue période des comportements de consommation et d'investissement de la nation. C'est ce que permet, au niveau le plus général, l'analyse de l'allocation des ressources dans le cadre de modèles d'équilibre intertemporel. L'endettement extérieur apparaît alors comme un instrument dans la réalisation d'une utilisation optimale — dans le temps et dans l'espace — des ressources.

Pour étudier les relations macroéconomiques entre la dette et les principaux agrégats nationaux, il est commode de ne raisonner, pour l'instant, que sur des grandeurs réelles et de faire abstraction des considérations financières décrites plus haut pour ne retenir qu'une dette homogène. Selon la conception patrimoniale l'évolution de la dette nette résulte du solde de la balance des transactions courantes. Celui-ci est lié aux agrégats réels par des identités comptables simples, qui font apparaître clairement les aspects macroéconomiques de la détermination de l'endettement.

Au cours d'une période donnée le solde commercial du pays est un flux défini par l'écart entre produit intérieur brut (PIB) et la dépense intérieure totale des agents nationaux (A) :

$$X - M = \text{PIB} - A$$

X étant le volume des exportations et M celui des importations. La dépense intérieure est égale à la somme de la consommation privée C; de l'investissement total I et des dépenses publiques finales G :

$$A = C + I + G$$

D étant le stock de dette extérieure en début de période⁽¹⁶⁾ et r le taux d'intérêt réel, supposé fixé par le reste du monde, le solde courant est défini par :

$$CA = (X - M) - r.D = (\text{PIB} - r.D) - A = \text{PNB} - A$$

soit le produit national brut PNB moins la dépense extérieure. Le premier est aussi défini par l'identité : $\text{PNB} = C + S_p + T$, où S_p et T représentent l'épargne privée et les impôts nets de transferts.

(16) Cette expression est simplifiée en faisant l'hypothèse que D est constituée uniquement de dette à court terme (une période), ce qui n'altère pas sa généralité puisque cette dette est renouvelable.

Aussi peut-on écrire :

$$CA = (C + S_p + T) - (C + I + G)$$

En regroupant les termes, on obtient :

$$CA = (S_p - I) + (T - G) = (S_p + S_g) - I$$

Le solde de la balance des opérations courantes est égal à la somme des excédents des secteurs privé et public. Ce dernier est qualifié d'épargne publique, S_g ⁽¹⁷⁾. Ainsi de façon équivalente, ce solde est égal à l'excès d'épargne nationale sur l'investissement.

Enfin, par définition, la dynamique de la dette extérieure est gouvernée par :

$$D_t - D_{t-1} = -CA_t$$

En autarcie l'équilibre impose l'égalité de l'épargne totale et de l'investissement. Dans une économie ouverte, au contraire, leurs évolutions peuvent ne pas coïncider ; le solde courant, et donc la dynamique de l'endettement extérieur, apparaissent bien ainsi comme résultant des comportements nationaux d'épargne et d'investissement.

Une référence à long terme : l'optimum national

Dans la longue période, la stratégie d'endettement extérieur d'un petit pays, dans un monde où les marchés des biens et les marchés financiers sont parfaitement intégrés, devrait se conformer à celle d'une économie composée d'un grand nombre d'agents ayant un horizon de planification infini et des anticipations parfaites des conséquences futures des faits économiques passés et présents ⁽¹⁸⁾. Les comportements de consommation et d'épargne d'un agent représentatif intègrent toutes les données futures et obéissent donc à une contrainte budgétaire intertemporelle, qui impose l'égalité de la valeur actualisée des revenus disponibles futurs, nets des paiements et versements d'intérêts. Les marchés financiers, supposés parfaits, imposent en outre une limite supérieure à l'endettement, interdisant le recours perpétuel à ce moyen pour assurer le service des dettes existantes.

Quelle que soit l'irrégularité des évolutions présentes et anticipées de son revenu, l'optimisation, par un tel agent, de l'utilisation de ses ressources consiste pour lui à lisser son programme de consommation sur l'ensemble des périodes futures (voir annexe). La consommation présente est donc essentiellement déterminée par la richesse nette. Dans le cas le plus simple, en l'absence de croissance, le flux de

(17) Cette mesure exclut les transferts. Si l'investissement public est supposé productif, il convient de l'inclure dans l'investissement total ; dans le cas contraire, il équivaut à une consommation publique finale. Selon l'hypothèse retenue, le concept de déficit public diffère : dans le premier cas, il s'agit d'une épargne publique nette, dans le second d'un besoin de financement plus proche de la définition habituelle du déficit public.

(18) L'hypothèse d'horizon infini est équivalente à celles de l'existence de générations successives d'agents — ou d'un planificateur omniscient — qui tiennent, dans les décisions économiques, le même compte du bien-être — ici de la consommation — des générations futures que du leur. Son utilisation comme représentation du comportement optimal d'une nation semble ainsi justifié, dans une perspective de long terme du moins. Pour une présentation peu technique, voir : Salop et Spittäler, 1981. Voir aussi une utilisation dans : Sachs, 1982.

consommation est, à l'équilibre stationnaire, égal au flux de revenu ; l'épargne nette est alors nulle et la richesse nette constante. Cet équilibre de long terme dépend des conditions initiales et n'est pas nécessairement caractérisé par un solde commercial nul : en effet si le pays est initialement débiteur net, et en l'absence de toute perturbation, la consommation s'établit à un niveau qui maintient le stock d'endettement extérieur constant et la balance commerciale dégage un surplus permanent, égal au service de cette dette perpétuelle. Rien dans ce modèle n'incite les agents à un ajustement visant à la résorber, la balance des opérations courantes étant équilibrée ; en l'absence de chocs, il est donc optimal de maintenir un endettement hérité à son niveau initial.

En cas de croissance démographique⁽¹⁹⁾ l'équilibre stationnaire se caractérise, de la même façon, par la constance du stock de richesse par tête. L'épargne totale est alors déterminée de façon que la richesse totale de la nation s'accroisse au même rythme que la population. En cas d'endettement initial la stationnarité impose, dans ce cas, que le stock de dette par tête soit lui aussi constant, c'est-à-dire que l'endettement extérieur croisse au même taux (n) que la population. L'économie connaît alors un déficit permanent du solde courant (voir annexe).

Puisque l'on suppose, dans cette analyse de long terme, qu'il y a plein-emploi, le produit intérieur brut courant est fonction du stock de capital productif par tête. A l'équilibre celui-ci est tel que la rentabilité marginale du capital égale le taux d'intérêt mondial. C'est donc la confrontation du taux de rendement anticipé du capital avec le taux d'intérêt mondial qui détermine le volume de l'investissement. Ce taux de rendement dépendant généralement de l'ensemble des techniques et des conditions de production, il y a là une première cause importante soit d'endettement permanent, soit de position créancière permanente. En effet, dans l'hypothèse d'un marché financier mondial intégré, la confrontation de l'offre et de la demande mondiales de capital détermine le taux d'intérêt d'équilibre égal au taux de rendement anticipé. Lorsque la rentabilité varie selon la localisation géographique des investissements une partie de l'épargne des pays où cette rentabilité est relativement faible sera investie dans les pays où elle est plus élevée. A l'équilibre stationnaire ceux-ci seront donc débiteurs nets à l'égard de ceux-là, puisqu'une partie des revenus produits dans les pays où le capital est plus productif rémunérera alors des capitaux appartenant à des non-résidents. La dette ainsi déterminée est perpétuelle et efficace⁽²⁰⁾.

En l'absence même de telles différences nationales de rentabilité du capital productif, un endettement permanent peut, dans une économie où les agents lissent leur consommation, naître d'une réponse optimale à des chocs exogènes. La consommation est en effet fonction de la richesse, donc du revenu disponible permanent ; toute déviation transi-

(19) La croissance démographique correspond ici strictement à celle de l'offre de travail. Elle peut être interprétée comme incluant la croissance de la productivité du travail.

(20) Certaines interprétations des entrées massives de capitaux étrangers aux Etats-Unis depuis trois ans se fondent sur cette argumentation. Voir, par exemple : Blanchard et Summers, 1984.

toire du revenu se reflétera de ce fait dans l'épargne et se traduira par une variation de dette, comme permet de le comprendre une illustration simple à l'aide des identités comptables précédemment écrites.

Dénotant par X^P le niveau permanent de la variable X , c'est-à-dire la valeur présente actualisée au taux d'intérêt mondial r des flux futurs X , et supposant que la consommation est maintenue à son niveau permanent :

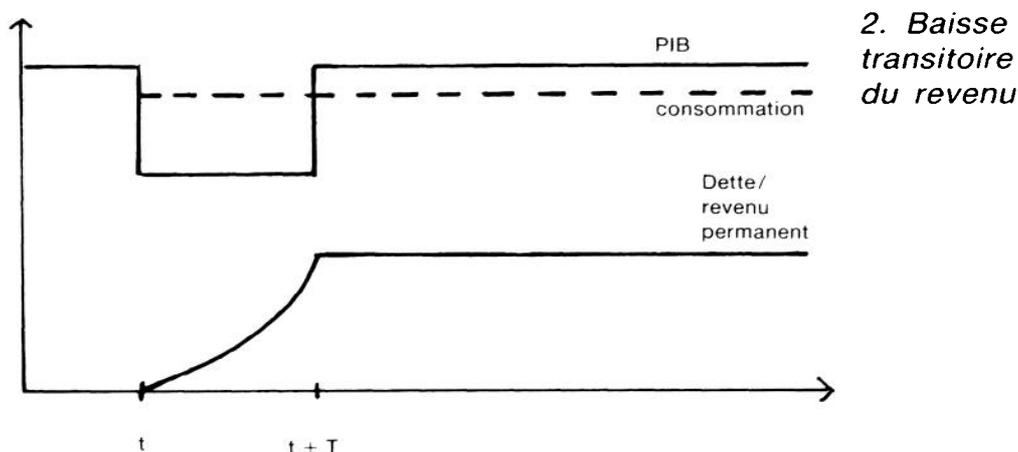
$$C_t = C_t^P = r \cdot W_t, \quad W_t \text{ étant la richesse totale au temps } t.$$

La contrainte budgétaire intertemporelle de l'économie implique que la dette extérieure d'équilibre soit constante : d'où, en abandonnant la notion temporelle :

$CA^P = 0$, ce qui implique que $(X - M)^P = r \cdot D$ à chaque période. Il en découle immédiatement :

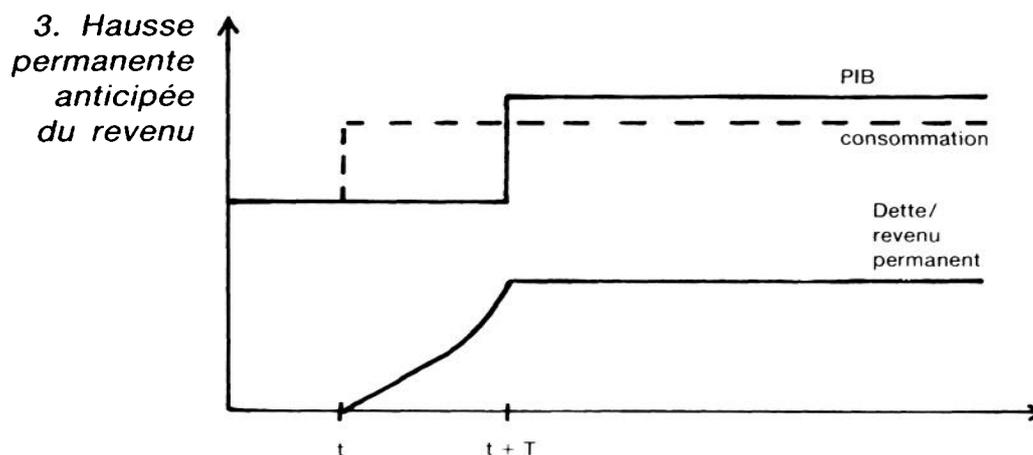
$$\begin{aligned} CA &= (X - M) - r \cdot D = (X - M) - (X - M)^P \\ CA &= (PIB - PIB^P) - (I - I^P) - (G - G^P) \end{aligned}$$

Ainsi quand les agents lissent parfaitement leur consommation le solde courant ne dépend que des écarts temporaires entre les niveaux courants de la production, de l'investissement et des dépenses publiques et leurs niveaux permanents. De ce fait les chocs permanents, d'offre ou de demande, n'ont aucun effet sur le solde courant, si leurs conséquences sont parfaitement anticipées : la consommation s'ajuste alors immédiatement à son nouveau niveau d'équilibre. Au contraire toute déviation temporaire affectera le solde courant, et donc l'endettement extérieur du pays. Ainsi une baisse transitoire du revenu national ($PIB < PIB^P$) entraînera-t-elle un processus de désépargne temporaire, c'est-à-dire une accumulation de dette ($CA < 0$). Le nouvel équilibre se caractérise alors par une dette extérieure permanente, le solde commercial étant positif, si l'on suppose que la position extérieure nette était nulle au moment du choc. Le graphique 2 décrit les évolutions de la consommation et de l'endettement en réponse à une telle baisse transitoire du revenu



De même une augmentation temporaire des dépenses publiques finales détériore le solde courant et conduit à une dette extérieure permanente.

Par un mécanisme identique des chocs anticipés dans le futur peuvent conduire à une accumulation de dette extérieure dans le présent. C'est, par exemple, le cas d'une hausse permanente anticipée du revenu futur, qui pourrait résulter d'une amélioration de la productivité du capital, à investissement donné. Cette anticipation élève immédiatement le revenu permanent au-dessus de son niveau courant et la consommation s'ajuste sans délai à son nouvel équilibre. Ceci se traduit par une détérioration du solde courant et, ici encore, par un endettement permanent (graphique 3).



Optimum individuel et optimum national

S'il permet d'identifier les causes majeures d'un endettement d'équilibre, le modèle à horizon infini conduit à une conception exagérément restrictive du rôle des politiques gouvernementales, parce qu'elles n'influent pas sur le niveau de l'activité. En effet les dépenses publiques évincent un montant équivalent de consommation privée à terme et seule une déviation temporaire par rapport à leur niveau permanent peut influencer sur le solde courant. Leur mode de financement — taxation ou déficit — est indifférent, dès lors qu'il satisfait à une contrainte budgétaire intertemporelle. Il est toutefois possible — probable même — que les agents privés, dont la vie est limitée, ne possèdent ni la clairvoyance ni le degré d'altruisme à l'égard des générations futures que supposent ces modèles.

Les modèles à générations font l'hypothèse que les agents optimisent leur programme de consommation sur une période finie (voir annexe). Parce qu'il a un horizon de planification plus long que celui des agents privés et une contrainte budgétaire intertemporelle qui couvre l'ensemble du futur, le gouvernement — où plutôt l'Etat — a un rôle potentiel de redistribution entre générations. Par un maniement adéquat du déficit public, il peut en cas de chocs transitoires opérer un lissage de la consommation des générations, que l'initiative privée ne réaliserait pas spontanément. En effet le mode de financement des dépenses publiques n'est pas neutre dans ces modèles ; il existe une liaison étroite entre déficit public et déficit extérieur, et donc entre dette publique et dette extérieure.

Le profil temporel de la consommation et de l'épargne individuelles — et des agrégats correspondants, à structure démographique donnée de l'économie — est déterminé par le taux de préférence pour le présent et le taux d'intérêt, égal au taux du marché financier mondial. Le stock de capital par tête dans l'économie est fixé par ce taux étranger. Un pays dont le taux de préférence pour le présent est supérieur au taux d'intérêt mondial aura, à l'équilibre stationnaire, une dette extérieure par tête constante et une balance commerciale excédentaire, une partie de son capital productif étant la propriété des étrangers (Buiter, 1981). Si le taux de rendement des investissements est partout identique, les différences de taux de préférence pour le présent — donc de comportements d'épargne — déterminent la répartition mondiale des dettes extérieures et créances sur l'étranger à l'équilibre stationnaire.

Alors que seule la politique de dépenses publiques peut influencer les comportements d'agents ayant un horizon infini, dans le cas présent le choix entre taxation et déficit public est déterminant pour l'allocation intertemporelle des ressources. Tandis qu'en économie fermée le niveau de la dette publique détermine, par son influence sur le taux d'intérêt, le stock de capital d'équilibre par tête, dans une petite économie ouverte ce stock est fixé par le taux d'intérêt étranger. Mais la politique d'endettement public détermine alors la fraction des actifs nationaux détenue par les résidents, autrement dit le niveau d'équilibre de l'endettement extérieur net. A dépenses publiques constantes un accroissement du déficit public équivaut à une réduction de l'imposition dans le présent, ce qui augmente le revenu disponible des générations présentes. Celles-ci sont donc amenées à accroître leur consommation. La hausse de la consommation présente engendre un déficit commercial financé par endettement extérieur. L'augmentation de l'épargne étant inférieure à celle de la consommation, les générations futures devront donc payer davantage d'impôts pour assurer le service de la dette publique, ce qui dégage les excédents commerciaux nécessaires au paiement des intérêts de la dette extérieure additionnelle. Dans tous les cas la dette extérieure est permanente si la dette publique l'est aussi.

Si le pays considéré n'est pas de taille négligeable dans le monde, l'augmentation de sa dette publique entraînera une hausse des taux d'intérêt, national et mondial. Une telle stimulation budgétaire réduit alors la valeur des actifs détenus par les non-résidents. Le déficit public opère ainsi un prélèvement à la fois sur les générations futures dans le pays et sur les générations présentes et futures à l'étranger. La réduction de l'imposition conduit toutefois à une augmentation de la consommation présente moindre que dans le cas du petit pays et de ce fait à un niveau de l'endettement extérieur plus faible.

Les conséquences sur l'évolution de l'endettement extérieur d'un horizon de planification fini sont plus apparentes encore dans le cas où l'on suppose que les comportements d'épargne des agents sont de type conventionnel. Dans de nombreuses analyses, en effet, la fraction du revenu courant qui est épargnée à chaque période est constante. Le comportement des agents ne prend en compte ni la richesse future, ni

la contrainte de solvabilité de long terme ⁽²¹⁾. L'endettement n'a alors d'incidence sur la dépense qu'à travers la ponction opérée sur le revenu courant par les paiements d'intérêt. Si le taux de croissance de l'économie est supérieur au taux d'intérêt réel, le recours à l'endettement extérieur ne pose jamais de problème d'insolvabilité du pays. Dans le cas inverse, à la suite d'un déficit commercial transitoire, l'endettement extérieur tend à s'accumuler, sans qu'une rétroaction suffisante sur les comportements privés d'épargne et de consommation tende spontanément à le stabiliser. Dès lors l'ajustement, qui dans la réalité est inéluctable, ne pourra se faire que brutalement. A terme les agents privés, prenant conscience de l'érosion de leur richesse financière nette, prendront eux-mêmes l'initiative de maîtriser ce processus en réduisant fortement leur consommation. Il est toutefois probable que le gouvernement décidera de cet ajustement brutal avant que le secteur privé ne le juge inévitable. Quoi qu'il en soit le profil de consommation qui en résultera sera d'autant plus heurté, et donc plus éloigné d'un comportement optimal, que l'ajustement aura été retardé.

Déséquilibres macroéconomiques et endettement extérieur

Les développements qui précèdent ont montré que l'endettement extérieur pouvait être l'instrument d'une répartition géographique efficiente de l'investissement et d'une allocation optimale de la consommation dans le temps. A ces fonctions s'ajoutent, en situation de déséquilibre, celle de la stabilisation de l'activité économique. En situation de sous-emploi notamment, lorsque la demande effective mondiale est insuffisante, et que les exportations ne peuvent résorber un excès d'offre nationale, le niveau de production est fixé par la fraction de la demande mondiale qui s'adresse aux producteurs domestiques. La balance commerciale résulte alors de la conjugaison de trois facteurs : la demande effective du reste du monde, la demande intérieure et la compétitivité dont un indicateur est le taux de change réel.

Trois objectifs caractérisent la politique économique en situation de déséquilibre : outre une répartition équitable des ressources entre générations, la stabilité des prix et le plein-emploi. Pour les atteindre le gouvernement dispose de deux instruments, les politiques budgétaire et monétaire. Or le dilemme politique que constitue le choix entre inflation et chômage peut être, si ce n'est résolu, du moins atténué par la croissance de l'endettement extérieur. Celle-ci peut être motivée par des raisons d'équité. L'importance d'un choc externe peut en effet justifier que ses conséquences en termes d'emploi ou de niveau de vie

(21) La complexité du problème d'optimisation suffirait à expliquer que les ménages maintiennent une relation stable entre revenu courant et consommation. Parmi les autres justifications de cette hypothèse couramment employée, on peut citer, d'une part l'existence d'anticipations statiques ou d'une incertitude sur le futur irréductible à un calcul probabiliste, d'autre part les contraintes de liquidité et d'accès à l'endettement que peuvent rencontrer les agents si les marchés financiers ne sont pas parfaits.

Le modèle de référence

Equations du modèle de courte période

- | | | |
|---------|--|---|
| (1) | $y_t = g_t + \delta e_t - \gamma r_t + \psi y_t$ | marché des biens |
| (2) | $m_t = p_t + \alpha y_t - \beta i_t$ | marché de la monnaie |
| (3) | $r_t = r_t^*$ | parfaite mobilité des capitaux |
| (3 bis) | $r_t = i_t - \dot{p}_t$ | lien entre taux d'intérêt nominal et réel |
| (4) | $e_t = p_t^* + s_t - p_t$ | définition du taux de change réel |

Equations dynamiques

- | | | |
|-----|---|--|
| { | (5a) $\dot{w}_t = \dot{p}_t^c - 1 + \phi y_{t-1}$
(5b) $\dot{p}_t = \dot{w}_t$
(5c) $p_t^c = \lambda p_t + (1 - \lambda)(p_t^* + s_t)$
(5) $\dot{p}_t^c = \dot{p}_t^c - 1 + \phi y_{t-1} + \Theta(e_t - e_{t-1})$
avec $\Theta = 1 - \lambda$ | } Courbe de Phillips |
| (6) | $D_t - D_{t-1} = b_t + (r - n) D_{t-1}$ | déficit de la balance des opérations courantes |
| (7) | $b_t = + \mu y_t - \Theta \sigma e_t$ | déficit de la balance commerciale |

Les équations sont écrites et linéarisées en écart à la trajectoire équilibrée initiale. Les significations des variables sont les suivantes :

- | | | |
|------------------------------------|---|--|
| Variables exprimées en logarithmes | { y_t niveau de production
{ g_t dépenses publiques
{ e_t taux de change réel
{ m_t masse monétaire
{ p_t prix de production
{ p_t^c prix de consommation
{ p_t^* prix de production étranger
{ s_t taux de change nominal (quantité de monnaie nationale nécessaire à l'acquisition d'une unité de monnaie étrangère)
{ r_t taux d'intérêt réel domestique | { i_t taux d'intérêt nominal domestique
{ r_t^* taux d'intérêt réel étranger
{ \dot{p}_t^c taux de croissance du prix de la consommation (inflation)
{ \dot{w}_t taux de croissance du salaire nominal
{ \dot{p}_t taux de croissance du prix de production
{ b_t déficit commercial en ratio sur le PIB
{ D_t dette extérieure en ratio sur le PIB
{ n taux de croissance tendanciel de l'économie |
|------------------------------------|---|--|

soient réparties sur plusieurs générations. De même le recours à l'endettement est légitime s'il permet d'améliorer les perspectives de la croissance future. Dans les autres cas la politique économique, en arbitrant au profit des générations présentes, sacrifie l'un de ses objectifs.

C'est cette relation entre inflation, chômage et endettement extérieur que nous nous proposons d'analyser à l'aide d'un modèle simple présenté en encadré. Celui-ci décrit les fluctuations conjoncturelles d'une économie ouverte en change flexible autour d'un sentier de croissance équilibré, caractérisé par un taux de chômage dit naturel.

Politiques monétaire et budgétaire

Le modèle décrit une séquence d'équilibres temporaires, dont l'enchaînement est spécifié par des équations dynamiques. L'économie converge à long terme vers une situation d'équilibre général, mais peut être confrontée à des déséquilibres à court terme, car prix et salaires ne s'ajustent pas instantanément à leur niveau d'équilibre. Il est alors commode de les considérer comme rigides à chaque période, la dynamique prix/salaires permettant de passer d'une période à la suivante.

L'équilibre de court terme est décrit par les équations (1) et (4). La production est déterminée par la demande (équation 1), fonction croissante de la dépense publique g_t , du taux de change réel e_t ⁽²²⁾, du revenu y_t , et décroissante du taux d'intérêt réel r_t . Le marché de la monnaie est équilibré (équation 2) : l'offre exogène m_t égale à la demande de monnaie qui dépend positivement du niveau de prix p_t , du revenu y_t , et négativement du taux d'intérêt nominal i_t . L'hypothèse de parfaite mobilité des capitaux implique que toute divergence entre la rentabilité des actifs nationaux et étrangers susciterait des mouvements de capitaux qui rétabliraient leur égalité. Si le taux de change réel est anticipé de façon statique⁽²³⁾, le taux d'intérêt réel est exogène et égal au taux étranger (équation 3). Les équations (3 bis) et (4) définissent le taux d'intérêt réel pour une anticipation statique de l'inflation, et le taux de change réel.

Les politiques budgétaire et monétaire permettent le contrôle du niveau des dépenses publiques g_t et de la masse monétaire m_t . Parce que prix et taux d'intérêt sont supposés fixés dans la courte période, il apparaît immédiatement que la quantité de monnaie détermine le niveau de production (équation 2) et que la politique budgétaire détermine le taux de change réel pour un niveau donné de masse monétaire (équation 1).

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire peut être décrit comme suit : une augmentation de la quantité de monnaie se

(22) Une hausse du taux de change réel correspond à une dépréciation réelle de la monnaie et suscite un gain de compétitivité.

(23) Le différentiel de taux d'intérêt réel avec l'étranger est égal à la dépréciation anticipée de la monnaie en termes réels. L'anticipation statique de taux de change réel signifie que les opérateurs prévoient une dépréciation ou une appréciation du taux de change nominal égale au différentiel d'inflation avec l'étranger.

traduit dans l'immédiat par une baisse du taux de l'intérêt (nominal ou réel) qui provoque des sorties de capitaux et une dépréciation de la monnaie (hausse de e_t). Mais en définitive seul le taux de change est affecté, puisque les mouvements de capitaux rétablissent la parité entre taux d'intérêt réels. Le surcroît de compétitivité suscite une augmentation des exportations, donc de la demande et de la production.

Un accroissement de la dépense publique financé par émission de titres se traduit par une augmentation du taux de l'intérêt et suscite donc des entrées de capitaux qui ont le double effet de rétablir le taux d'intérêt à son niveau initial et d'apprécier la monnaie. Cette hausse du taux de change réel, parce qu'elle entraîne une diminution de la demande d'exportation, compense l'effet expansionniste initial de la politique budgétaire. L'éviction des exportations par la dépense publique est totale, et une expansion budgétaire a pour seule conséquence de court terme d'apprécier le taux de change réel.

Il apparaît ainsi que la combinaison des politiques budgétaire et monétaire permet d'atteindre simultanément à court terme un objectif de production et un objectif de taux de change réel⁽²⁴⁾. Apprécier la monnaie et relancer l'activité ne sont donc pas incompatibles dans ce modèle.

La dynamique prix/salaires décrite par les trois équations (5a) à (5c) est de type tout à fait standard (courbe de Phillips). (5a) exprime que l'évolution des salaires nominaux résulte d'une indexation parfaite, avec une période de retard, sur les prix à la consommation, et de l'écart du niveau de production à son niveau « naturel ». Les chocs de coûts salariaux sont intégralement répercutés dans les prix de production (5b). Enfin le prix de la consommation est défini dans (5c) comme la somme pondérée du prix de production national et du prix des importations, λ représentant la part du marché intérieur couverte par la production nationale. La dynamique conjointe de ces trois équations est résumée dans (5) : l'accélération ($\dot{p}_t^c - \dot{p}_{t-1}^c$) de l'inflation est due soit à un niveau de production supérieur au niveau naturel, soit à une dépréciation de la monnaie en termes réels ($e_t - e_{t-1}$). Il est donc possible d'opérer un arbitrage entre inflation et chômage à court terme, mais à long terme le niveau de production retrouve son niveau naturel. Une hausse du taux de croissance de la masse monétaire induit, nous l'avons vu, une relance de l'activité par la dépréciation réelle de la monnaie. Ces deux effets contribuent à accélérer le rythme d'inflation, ce qui accroît la demande de monnaie. La production retourne progressivement vers son niveau naturel et le taux d'inflation converge vers le rythme d'accroissement de la masse monétaire.

(24) L'hypothèse d'anticipations rationnelles sur les marchés des changes ne remettrait pas en cause cette conclusion. Les mécanismes de transmission de la politique économique seraient toutefois différents car le taux d'intérêt réel pourrait s'écarter du taux étranger. Les effets de la politique monétaire seraient qualitativement maintenus, mais la politique budgétaire expansionniste entraînerait une hausse de la production en même temps qu'une appréciation de la monnaie.

Endettement et objectifs finals de la politique économique

Pour analyser la place de l'endettement externe dans la stratégie macroéconomique des Pouvoirs publics, il faut encore spécifier l'évolution du solde de la balance commerciale et du stock de dette. L'équilibre initial correspond à un ratio $\frac{\text{Endettement}}{\text{PIB}}$ stationnaire. L'équation

(6) traduit dans les termes de ce ratio que la dette extérieure varie comme la somme du déficit commercial et des paiements d'intérêts nets acquittés auprès des non-résidents⁽²⁵⁾. L'augmentation de la production ou la diminution de la compétitivité contribuent à la dégradation du solde commercial (équation 7).

La dette extérieure ne pouvant s'accumuler indéfiniment à un rythme plus rapide que la croissance économique, les autorités stabilisent à long terme le ratio d'endettement en fixant par leur politique économique le taux de change réel au niveau requis. Lorsque le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance, la réalisation de cet objectif implique l'équilibre des échanges commerciaux. La dette — en valeur absolue — croît alors au même rythme que l'économie, les charges d'intérêt en proportion du revenu national restent constantes, et le taux de change réel retrouve son niveau initial. Lorsque le taux d'intérêt excède celui de la croissance économique, la stabilisation relative de la dette exige une balance commerciale excédentaire et donc une monnaie dépréciée en termes réels par rapport au niveau initial. Dans le cas inverse la réalisation de l'objectif de stabilisation est compatible avec un déficit commercial et une monnaie plus forte que son niveau initial.

Stratégies d'endettement et stratégies d'équilibre extérieur en changes flexibles

Le cadre ainsi défini permet de mieux comprendre comment les stratégies d'endettement participent à la réalisation des objectifs finals de la politique économique. Deux stratégies d'endettement peuvent être distinguées. La première a pour dessein de minimiser le coût en termes d'emploi d'une désinflation. La combinaison d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire expansionniste conduit alors à une appréciation réelle de la monnaie à un niveau de production inchangé. L'acceptation d'un déficit commercial, et l'endettement qui s'ensuit, permet d'éviter à court terme les conséquences sur l'emploi de la désinflation. Une seconde stratégie a pour dessein de réduire les effets inflationnistes d'une relance de l'activité économique. Elle implique que politiques monétaire et budgétaire aient l'une et l'autre une orientation expansionniste : la première pour accroître la production ; la deuxième pour empêcher une baisse du taux d'intérêt nominal et contrecarrer ainsi l'effet de la politique monétaire sur le taux de change. Mais dans tous les cas les stratégies d'endettement n'ont de chances de succès que si elles sont crédibles. Ou sinon les anticipations des

(25) La dette est ici contractée en monnaie nationale et son poids n'est donc pas affecté par les variations du taux de change. On verra plus loin ce qu'implique le fait de s'endetter en devises étrangères.

agents peuvent plus que compenser leurs effets sur le taux de change. Cela serait le cas notamment si les politiques budgétaires expansionnistes qui les caractérisent étaient interprétées comme devant conduire inéluctablement à une expansion monétaire excessive. La probabilité qu'il en soit ainsi est d'autant plus élevée que le déficit budgétaire persiste.

Les stratégies alternatives à l'endettement consistent évidemment à équilibrer la balance des opérations courantes. Si l'objectif prioritaire de la politique économique est l'emploi, la politique monétaire est expansionniste. Elle a alors pour conséquences une augmentation de la production, une dépréciation réelle de la monnaie et une accélération de l'inflation. Si l'objectif prioritaire est la désinflation, il conduirait essentiellement à mener une politique monétaire restrictive. Les stratégies d'endettement se caractérisent donc par des politiques budgétaires plus expansionnistes que les stratégies d'équilibre extérieur.

Les deux stratégies d'endettement se traduisent par une dette extérieure durablement plus élevée que dans les scénarios alternatifs. Elles procurent un gain transitoire en termes d'emplois pour la première et d'inflation pour la seconde. Mais, lorsque le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance, le surcroît permanent d'inflation associé à une relance, tout comme le coût total en emplois d'une désinflation, est le même qu'il y ait ou non recours à l'endettement. Car il faudra bien à terme rééquilibrer les échanges extérieurs en ramenant à leurs valeurs initiales le niveau de production et le taux de change réel⁽²⁶⁾. L'intérêt de la première stratégie est de ralentir plus rapidement l'inflation pour un même coût en emplois⁽²⁷⁾. C'est alors l'urgence de la désinflation et la volonté d'étaler dans le temps son coût social qui déterminent le recours à l'endettement externe. La seconde stratégie présente elle l'avantage de repousser dans le futur les conséquences inflationnistes d'une stimulation de l'activité.

Le recours à l'endettement apparaît d'autant plus justifié que le commerce extérieur est moins sensible à la compétitivité, c'est-à-dire que σ est faible⁽²⁸⁾, et que les autorités privilégient la réduction des déséquilibres au détriment des revenus des générations futures. On conçoit l'attrait politique de ces stratégies. Mais lorsque le taux d'intérêt réel excède le taux de croissance de l'économie, la part des revenus futurs consacrés au service de la dette s'accroît. La stabilisation à terme du ratio d'endettement implique de plus que le taux de change réel se déprécie par rapport au niveau initial, de façon à dégager un excédent commercial nécessaire à financer les paiements d'intérêts à l'étranger. Le gain transitoire en inflation, associé à la stratégie de relance avec endettement, est alors moindre et le coût permanent de la dette s'alourdit ; les stratégies d'endettement sont donc d'autant plus

(26) Le coût cumulé en production y d'une désinflation π est donné par $y = \frac{\pi}{\phi}$. Le surcroît permanent d'inflation π associé à une relance cumulée y de la production $\pi = \phi y$.

(27) Voir Sachs (1985) pour une analyse de ce type de politiques en termes d'optimalité.

(28) Lorsque le commerce extérieur est peu sensible aux prix relatifs, une désinflation obtenue par appréciation réelle ne suscite qu'une modeste accumulation de dette extérieure.

opportunes que le taux d'intérêt réel est faible et que la croissance est forte.

La stratégie de désinflation avec endettement apparaît comme une réponse appropriée à un choc inflationniste n'affectant ni le taux de chômage, ni l'équilibre extérieur. La stratégie de relance avec endettement peut être suscitée par le désir d'amener transitoirement le taux de chômage au dessous de son niveau naturel, mais elle s'analyse mieux encore comme une réaction face à une diminution de la demande mondiale ⁽²⁹⁾ qui réduit la demande adressée aux producteurs nationaux et dégrade la balance commerciale. Le maintien du plein emploi exige dans ce cas une stimulation de l'activité ; l'équilibre extérieur nécessiterait, quant à lui, une dépréciation réelle qui peut être évitée à court terme par recours à l'endettement extérieur. Si le choc est transitoire, le taux de change réel retrouve à terme sa valeur initiale. Par rapport à la stratégie alternative le scénario d'endettement fait alors l'économie d'une accélération transitoire du rythme d'inflation en laissant inchangé le taux de change réel.

Stratégies d'endettement en changes fixes

La flexibilité du change a joué un rôle déterminant dans l'analyse qui précède. Pour un pays inséré dans un système de changes fixes, du type SME, les conclusions précédentes restent pour l'essentiel applicables, si les autorités de ce pays n'excluent pas les changements de parité de l'éventail des mesures de politique économique. Dans le cas inverse, ou lorsque les changements de parité sont amples et peu fréquents — comme dans la situation qui prévalait avant le premier choc pétrolier — la politique monétaire perd son autonomie. La politique budgétaire reste alors le seul instrument qui permette d'infléchir l'évolution de l'économie. A court terme elle contrôle le niveau de production, tandis que l'évolution des termes de l'échange résulte du différentiel d'inflation. Une politique budgétaire expansionniste suscite un accroissement du niveau de production, inexorablement lié à une accélération de l'inflation et un déficit commercial. Mais à long terme le rythme de hausse des prix doit converger vers celui de l'inflation mondiale. Au soutien temporaire de l'activité, financé par recours à l'endettement externe, doit succéder alors une politique restrictive susceptible de rétablir les termes de l'échange à un niveau compatible avec la stabilisation du ratio d'endettement. Cette politique (« go-stop ») conduit, lorsque taux d'intérêt réel et taux de croissance sont égaux, à des fluctuations des niveaux d'emploi et d'inflation autour de leur valeur initiale. L'endettement constitue, en changes fixes, un moyen de modifier le profil temporel de la dépense interne. S'il n'est d'aucune utilité dans une optique de désinflation, il est le seul moyen de maintenir le plein-emploi en présence de chocs transitoires de demande mondiale. Il permet en outre d'étaler dans le temps le coût en emplois associé à une réduction permanente de la demande mondiale ⁽³⁰⁾.

(29) Un choc de demande interne peut dans ce modèle être contré par une stimulation de l'activité sans surcroît d'inflation ni déficit commercial.

(30) Une telle réduction nécessite à terme une dépréciation réelle de la monnaie qui ne peut ici être obtenue que par un ralentissement transitoire du rythme d'inflation. Le coût en emplois est donc inéluctable.

France et Etats-Unis : de l'endettement à l'ajustement

La coexistence de larges déficits publics et commerciaux, d'une politique monétaire plutôt restrictive et d'une appréciation de la monnaie font des Etats-Unis depuis 1982 une illustration majeure du lien entre politique de change et endettement extérieur. L'absence de redressement du solde commercial en 1985 rend peu probable que la position débitrice nette américaine ait pour origine essentielle une rentabilité plus élevée des capitaux aux Etats-Unis et soit le fruit d'une allocation optimale de l'investissement. L'accumulation de la dette extérieure a donc permis au gouvernement d'éviter jusqu'ici le coût en emplois de la désinflation. Mais la persistance de cette accumulation, alors que l'inflation a atteint un niveau faible incite à penser que l'endettement s'est poursuivi au-delà de ce qu'aurait nécessité une politique optimale. On ne peut donc éliminer l'hypothèse d'une fuite en avant des autorités, réfractaires à la réduction du déficit fédéral, ni d'ailleurs la perspective d'un ajustement brutal de l'économie américaine.

Au contraire la croissance de l'endettement français au début des années quatre-vingt s'est déroulée dans un contexte de lente dépréciation de la monnaie en termes réels, alors que les politiques budgétaire et monétaire prenaient une orientation expansionniste. Le souci de maîtriser l'inflation explique sans doute pour partie la relative modération des dévaluations du franc durant cette période. Mais l'endettement français apparaît avoir obéi à une logique différente de celle de l'endettement américain. D'une part en effet la mobilité internationale des capitaux, très forte entre les Etats-Unis et le reste du monde, est beaucoup plus limitée entre la France et l'étranger. D'autre part l'appartenance de la France au Système Monétaire Européen situe le franc dans un régime intermédiaire entre changes fixes et flexibles, alors que le dollar « flotte » librement. Ces deux éléments peuvent conduire à une inversion du lien entre politique budgétaire et taux de change réel. Ils permettent de justifier l'opinion selon laquelle toute politique expansionniste, monétaire ou budgétaire, accélère l'inflation en France et conduit au déficit extérieur. La politique suivie en 1981/1982 s'analyse donc en définitive comme une tentative de limiter les conséquences sur l'emploi d'un ralentissement de la croissance mondiale perçu comme transitoire, et non pas comme une atténuation du dilemme inflation/chômage par recours à l'endettement extérieur.

La réalisation d'une stratégie d'endettement suppose pour un pays de taille importante que les autres pays acceptent sans réagir une amélioration de leur position extérieure et une dégradation de l'arbitrage de court terme entre inflation et chômage. Les conclusions du modèle indiquent que la spécialisation accrue des systèmes productifs, qui amoindrit le rôle du taux de change réel dans la détermination de la structure des échanges, a pu inciter chaque pays à tenter de résorber ses déséquilibres internes par l'endettement. La montée parallèle de l'inflation et du chômage à la fin des années soixante-dix a certainement joué dans le même sens, en obligeant les gouvernements à porter une attention accrue à la courte période. Mais si tous les pays indus-

trialisés tentent simultanément de recourir à la stratégie de désinflation par l'endettement, l'impact sur les taux de change réels et les stocks de dette sera en fait minime. La configuration devient celle d'un jeu non-coopératif, où chaque acteur tente vainement de réduire son inflation en accroissant celle des autres, et dont les conséquences sont une récession brutale, une faible désinflation et des taux d'intérêt réels élevés.

Les Etats-Unis ne peuvent poursuivre leur politique d'endettement massif qu'en raison de leur position dominante, de la forte mobilité des capitaux vers et en provenance de leur économie et de leur grande faculté de s'endetter dans leur propre monnaie. Dans les autres pays industrialisés, le recours à l'endettement est limité, au contraire, par une mobilité plus faible des capitaux, l'existence d'unions monétaires et par la nécessité, pour la plupart, de s'endetter en devises étrangères.

La composition de la dette par monnaie est en effet un autre déterminant fondamental de l'attitude des autorités vis-à-vis de l'endettement extérieur. Une dette contractée en devises et une dette contractée en monnaie nationale présentent des coûts d'une nature différente, car une dépréciation élève proportionnellement la valeur en monnaie nationale de la première et n'affecte pas la seconde. Cela conduit d'abord à réviser les jugements que l'on peut porter sur les stratégies d'endettement lorsque celui-ci est réalisé en devises. Alors une appréciation réelle de la monnaie nationale, combinée à une séquence de déficits extérieurs est en effet plus coûteuse à terme car l'accumulation de dette est suivie d'une phase d'ajustement, où la monnaie se déprécie. La dette, contractée dans une période de surévaluation, s'alourdit lorsque la monnaie se déprécie : à terme l'endettement exprimé en monnaie nationale excède le cumul des déficits courants. Qu'elle soit menée en réponse à un ralentissement de la croissance mondiale ou dans une optique de désinflation, une même stratégie d'endettement conduit généralement à une dette permanente plus lourde si cette dette est libellée en devises que si elle est libellée en monnaie nationale. Dans l'hypothèse où plusieurs pays pratiquent simultanément une politique d'endettement, cette conclusion doit être nuancée. Il se peut en effet qu'alors le pays endetté en devises voie sa monnaie s'apprécier relativement, ce qui allégerait d'autant sa dette permanente.

Les modalités d'une stabilisation de la dette extérieure divergent également selon sa structure par monnaies. Rééquilibrer des échanges extérieurs déficitaires passe certes à long-terme par une réduction de la consommation intérieure et une détérioration des termes de l'échange. Mais dans le court-terme un pays endetté a le choix entre deux types d'ajustements pour redresser sa balance commerciale. Le premier consiste à restreindre la demande interne à taux de change réel inchangé, ce qui accroît fortement le taux de chômage et modère l'inflation. Il peut avoir des conséquences perverses s'il conduit à une baisse de l'investissement : en affaiblissant les capacités de production et la compétitivité futures, l'ajustement en cours peut alors être à l'origine de nouveaux déficits commerciaux dans l'avenir. On fera néanmoins l'hypothèse que les restrictions de demande interne concernent la consommation finale. Le second consiste en une dépréciation de la monnaie, inflationniste, mais bénéfique pour l'emploi.

Les préférences des autorités en matière de chômage et d'inflation ne constituent pas le seul facteur à prendre en compte dans le choix entre les deux types d'ajustement, car il est extrêmement difficile de stabiliser une dette extérieure libellée en devises par une dépréciation de la monnaie. On conçoit donc qu'à ratios d'endettement identiques, l'éventail des stratégies d'ajustement soit plus large pour les Etats-Unis : à moyen terme, la dépréciation et l'inflation suffisent à définir un scénario de désendettement viable outre-atlantique, mais pas en France. Ceci explique sans doute pour partie l'adoption de la politique d'austérité, la tendance à l'appréciation réelle du franc depuis 1983⁽³¹⁾ et un rééquilibrage des échanges par la dépression interne. La position dominante du dollar sur les marchés financiers internationaux astreint ainsi à une certaine discipline de change les pays débiteurs, à l'exception des Etats-Unis.

Les facilités offertes par un financement extérieur réalisé en monnaie nationale ne vont cependant pas sans contraintes spécifiques. Elles impliquent essentiellement un report du risque de change du débiteur vers le créancier, au contraire d'un endettement réalisé en devises étrangères qui laisse le débiteur assumer l'intégralité de ce risque. La perpétuation du déficit extérieur et la croissance du stock de créances sur les Etats-Unis détenu par des non-résidents rend de jour en jour plus probable une dépréciation brutale du dollar et entraîne une élévation du taux d'intérêt réel américain destinée à compenser pour les créanciers le risque de dévalorisation de leurs actifs. Un brusque accès de pessimisme des marchés des changes pourrait ainsi porter les taux américains à des niveaux records. Etant donnée l'amplitude des fluctuations du dollar depuis l'abandon du système de changes fixes, on ne peut exclure du champ des possibles un scénario où l'intensité des présomptions de dépréciation pousserait les opérateurs à se débarrasser de leurs actifs en dollars, induisant une baisse cumulative de la monnaie américaine, une forte hausse des taux d'intérêt et, en définitive, une rechute de l'économie américaine et mondiale dans la dépression⁽³²⁾. La faculté de s'endetter dans sa propre monnaie permet certes de poursuivre plus loin le recours à l'endettement en multipliant les scénarios d'ajustement envisageables, et de reporter sur les prêteurs le risque de change. Mais elle exige en contrepartie que les politiques suivies aient une crédibilité suffisante pour maintenir la confiance des investisseurs étrangers.

L'existence d'une dette extérieure permanente entraîne donc des inconvénients de plusieurs sortes. Outre le prélèvement qu'elle opère sur les revenus présents et futurs, elle place l'économie dans une situation de plus grande vulnérabilité vis-à-vis du futur. En effet, en obligeant les pouvoirs publics à porter une attention accrue à l'évolution des soldes extérieurs, elle retreint la gamme des politiques économiques qui peuvent être menées en réponse à des événements affectant la demande mondiale ou le rythme d'inflation. Mais de par leur endette-

(31) Voir Le Cacheux et Vasseur, 1985.

(32) Pour une discussion de la viabilité de l'endettement américain et de l'éventualité de restructurations brutales des portefeuilles au détriment des actifs en dollars, voir Krugman (1985).

ment la France et les Etats-Unis sont exposés différemment : la dette extérieure française et les charges afférentes sont à la merci des fluctuations du dollar, tandis que la viabilité de l'endettement américain dépend de la volonté des détenteurs d'actifs financiers de conserver une fraction importante de leur richesse en dollars. On voit donc que les coûts qu'il convient de confronter aux bénéfices attendus d'une accumulation d'endettement ne se réduisent pas au poids des charges d'intérêt futures : le recours aux stratégies d'endettement face à un choc est d'autant moins indiqué que de nouveaux chocs sont à craindre dans l'avenir.

La nature de la contrainte extérieure

Au début des années quatre-vingt la hausse du dollar et du différentiel taux d'intérêt-taux de croissance a exacerbé la contrainte extérieure pesant sur les débiteurs en alourdissant les intérêts et en rendant plus difficile toute résorption d'un déficit de balance courante. En faisant jouer à court terme la contrainte extérieure, elle incite un pays débiteur à rechercher rapidement un excédent commercial de nature à réduire le montant de ses engagements externes. Dans un tel contexte inflation et chômage pèsent moins dans la définition de la politique économique que la rapidité de l'ajustement.

Les délais d'action de la compétitivité sur le volume des exportations font qu'à court terme une dévaluation, par son effet direct sur le prix des importations, creuse le déficit commercial. C'est seulement ensuite que la production nationale gagne des parts de marché jusqu'à établir un excédent, selon le phénomène dit de « courbe en J ». Pour satisfaire à une contrainte extérieure devenue plus immédiate il faut donc restreindre la demande interne, éventuellement en menant une politique d'appréciation réelle de la monnaie. Méthode coûteuse en emplois mais qui a le mérite d'être vite efficace. Le pays débiteur peut ainsi être conduit à adopter un objectif d'excédent commercial aux dépens des préoccupations de plein-emploi. Il en résulte une asymétrie dans les réactions de politique économique, l'apparition de déficits externes appelant rapidement la mise en œuvre de mesures restrictives, alors que les excédents ne conduisent à aucune expansion.

La priorité absolue accordée à l'équilibre extérieur n'est pas sans conséquences sur les règles du jeu économique international. La hiérarchie des objectifs de politique économique détermine largement la nature plus ou moins coopérative des relations internationales. En effet dans un monde où la priorité est accordée à la satisfaction de la contrainte extérieure, le jeu des politiques de régulation de la demande globale est pervers : les mesures restrictives prises par les pays déficitaires exacerbent la contrainte pesant sur leurs voisins en restreignant leurs débouchés. Au plan international les politiques économiques sont alors affectées d'un biais dépressif, et ce quel que soit le degré de coordination entre partenaires. Il en résulte une dynamique de concurrence par la dépression⁽³³⁾ renforcée hors des Etats-Unis jusqu'au début de 1985 par la hausse du dollar.

(33) Fitoussi et Le Cacheux : « De la stagflation à la dépression », Observations et Diagnostics Economiques, n° 12, juillet 1985.

Le scénario le plus favorable à la croissance mondiale s'appuie sur une décade progressive du dollar et des taux d'intérêt réels, allégeant la contrainte extérieure pesant sur les débiteurs. Une telle dépréciation lente de la monnaie américaine implique que les Etats-Unis mettent en œuvre une réduction de leur déficit fédéral et pratiquent une politique monétaire modérément restrictive. Elle serait plus aisée si elle devait faire l'objet d'une gestion concertée des grandes banques centrales, passant par une coordination accrue de leurs interventions sur les marchés des changes, et par des politiques de taux d'intérêt susceptibles de contrecarrer une éventuelle chute brutale du dollar. On pourrait, à terme, assister à une baisse des taux d'intérêt et à une inversion du différentiel de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe. Ce scénario entraînerait vraisemblablement des mouvements de capitaux qui pousseraient à l'appréciation du mark vis-à-vis du franc dans le Système Monétaire Européen, en même temps qu'à l'appréciation du franc par rapport au dollar. Ainsi les conséquences favorables sur la balance commerciale ne seraient pas annihilées par une revalorisation de la dette extérieure.

Références bibliographiques

- Amex Bank Review*, Vol. 11, n° 7, septembre 1984, et Vol. 12, n° 4, avril 1985 ; Londres : American Express Bank.
- BLANCHARD Olivier J., 1985, « Debt, Deficits, and Finite Horizons », *Journal of Political Economy*, Vol. 93, n° 2, avril.
- BLANCHARD Olivier et SUMMERS Laurence H., 1984, « Perspectives on High World Real Interest Rates », *Brooking Papers on Economic Activity, (BPEA)*, n° 2.
- BOURGUINAT Henri, 1985, *L'économie mondiale à découvert* ; Paris : Calman-Lévy.
- BUITER Willem H., 1981, « Time Preference and International Lending and Borrowing in an Overlapping-Generations Model », *Journal of Political Economy*, Vol. 89, n° 4, août.
- DORNBUSCH Rudiger, 1983, « Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowing », *Journal of Political Economy*, Vol. 91, n° 1, février.
- FITOUSSI Jean-Paul et LE CACHEUX Jacques, 1985, « De la stagflation à la dépression », *Observations et diagnostics économiques*, n° 12, juillet.
- FRANKEL Jeffrey A., 1985, « The Dazzling Dollar », *BPEA*, n° 1.
- FRENKEL Jacob A. et RAZIN Assaf, 1984, « The International Transmission of Fiscal Expenditures and Budget Deficits in the World Economy », *NBER Working Paper*, n° 1 527, décembre.
- ISARD Peter et STEKLER Lois, 1985, « US International Capital Flows and the Dollar », *BPEA*, n° 1.
- KRUGMAN Paul R., 1985, « Is the Strong Dollar Sustainable ? » ; *NBER Working Paper*, n° 1 644, juin.
- LE CACHEUX Jacques et VASSEUR Christian, 1985, « La logique de l'appréciation réelle du franc », *Observations et diagnostics économiques*, Lettre de l'OFCE, n° 27, septembre.

- MARRIS Stephen N., 1985, « The Decline and Fall of the Dollar : Some Policy Issues », *BPEA*, n° 1.
- Ministère de l'Economie, des finances et du budget, 1984 et 1985, « Situation de l'endettement extérieur de la France », *Les Notes Bleues*, n° 178, juin, n° 248, octobre.
- OBSTFELD Maurice, 1981, « Macroeconomic Policy, Exchange Rate Dynamics and Optimal Assets », *Journal of Political Economy*, Vol. 89, n° 6, décembre.
- PERSSON Torsten, 1985, « Deficits and Intergenerational Welfare in Open Economies », *Journal of International Economics*, Vol. 19, n° 1/2, août.
- SACHS Jeffrey D., 1981, « The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's », *BPEA*, n° 1.
- SACHS Jeffrey D., 1982, « The Current Account and Macroeconomic Adjustment Process », *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 84, n° 2.
- SACHS Jeffrey D., 1985, « The Dollar and the Policy Mix : 1985 », *BPEA*, n° 1.
- SALOP Joanne et SPITÄLLER Erich, 1981, « Why does the Current Account Matter ? », *IMF Staff Papers*.
- Sénat, 1984, Rapport de la Commission d'enquête sur la dette extérieure française, Sénat, n° 30, mai.
- UZAWA H., 1968, « Time Preference, the Consumption Function, and Optimum Asset Holdings », in J.N. Wolfe, ed., *Value, Capital and Growth : Essays in Honor of Sir Hohn Hicks*, Chicago : Aldine.
- World Financial Markets*, Morgan Guaranty Trust Company of New York.

ANNEXE

Modèles simples d'équilibre intertemporel

Plutôt qu'une analyse détaillée du fonctionnement des modèles à horizon infini et à générations d'agents, cet appendice ne présente que les caractéristiques essentielles et les principales différences des comportements d'épargne dans ces deux types de modèles. Le secteur de production, identique dans les deux approches, est fondé sur une fonction de production néoclassique à rendements décroissants. L'investissement, déterminé par l'égalisation du taux de rendement marginal du capital et du taux d'intérêt réel mondial, est fixé.

Agents à horizon infini dans une petite économie ouverte ⁽³⁴⁾

Consommation

Supposons le temps divisé en périodes unitaires et l'utilité de l'agent représentatif séparable dans le temps et stationnaire. Le niveau d'utilité de la période t est alors fonction du volume de consommation des biens :

$$U(C_t)$$

A chaque période l'agent résout le problème de maximisation intertemporelle suivant, avec des anticipations parfaites des grandeurs futures

$$\text{Max } V = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \cdot U(C_t) \quad (1)$$

sous la contrainte budgétaire intertemporelle

$$\sum_{t=0}^{\infty} (C_t - Y_t) R^{-t} + E_0 = 0 \quad (2)$$

où Y_t est le revenu ; E_0 est l'endettement initial net de l'agent représentatif ; E_t , son endettement à tout instant t , satisfait la contrainte :

$$\lim_{t \rightarrow \infty} E_t \cdot R^{-t} = 0 \quad (3)$$

β est le taux subjectif d'actualisation

$$\beta \equiv \frac{1}{1 + \delta}$$

où δ est le taux de préférence pour le présent.

(34) Pour des analyses plus exhaustives de cette classe de modèles, voir, par exemple, Sachs, 1982 ; Dornbusch, 1983.

R_t est le taux d'actualisation du marché

$$R_t = 1 + r_t^*$$

où r_t^* est le taux d'intérêt réel étranger.

Pour obtenir les fonctions de comportement simples il est commode de postuler une fonction d'utilité de la forme :

$$U(C_t) = \frac{1}{1-\theta} C_t^{(1-\theta)}, \quad \theta > 0 \quad (4)$$

Ici $\theta \equiv -U''C/U'$, est le coefficient (constant) qui mesure la concavité de l'utilité instantanée. $1/\theta$ est alors l'élasticité de substitution intertemporelle de la consommation. Lorsque $\theta \rightarrow 0$ ($1/\theta \rightarrow \infty$), la fonction d'utilité est pratiquement linéaire et la substituabilité intertemporelle quasi parfaite ; inversement $\theta \rightarrow \infty$ ($1/\theta \rightarrow 0$) représente une situation de substituabilité intertemporelle quasi nulle.

Avec une fonction d'utilité de ce type on a en effet :

$$\frac{C_t}{C_{t+1}} = \left(\frac{R_t}{\beta}\right)^{-1/\theta} \quad (5)$$

La consommation de chaque période est aussi proportionnelle à la richesse totale nette de l'agent, définie par :

$$W_t = -E_t + \sum_{s=t}^{\infty} Y_s R_s^{-s} \quad (6)$$

où $-E_t$ est le patrimoine financier net en t et le deuxième terme est la richesse humaine, égale à la somme actualisée des revenus futurs, hors paiements et versements d'intérêts.

Dans le cas d'une utilité logarithmique, qui appartient à la famille des fonctions d'utilité définies précédemment,

$$U(C_t) = \log C_t,$$

la consommation est une fraction constante de la richesse à chaque période :

$$C_t = \delta W_t$$

On a alors un lissage parfait de la consommation.

L'Etat

L'Etat a le choix pour financer les dépenses publiques entre des taxes forfaitaires (nettes des transferts) et l'endettement public. Il doit respecter une contrainte budgétaire intertemporelle de la forme :

$$-B_0 + \sum_{t=0}^{\infty} (T_t - G_t) R_t^{-t} = 0 \quad (7)$$

c'est-à-dire que la dette publique doit toujours correspondre à des surplus budgétaires futurs égaux en valeur actualisée. De ce fait une augmentation de dette publique, à dépenses publiques constantes, est exactement compensée par des taxes additionnelles dans le futur. La dette publique n'est donc pas une composante de la richesse nette des agents, définie par l'équation (6).

L'équilibre

La variation de l'endettement extérieur est égale au déficit courant. La balance commerciale est la différence entre d'une part la production moins l'investissement et les dépenses publiques — tous trois exogènes — et d'autre part la consommation.

L'équation (5) montre que l'égalité de r_t^* et δ est une condition nécessaire d'existence d'un équilibre stationnaire de ce modèle ⁽³⁵⁾.

Une divergence transitoire entre r^* et δ est toutefois possible. En cas de baisse temporaire de r^* la consommation s'accroît instantanément, et la dette s'accumule tant que cette divergence persiste.

Agents à horizon fini ⁽³⁶⁾

On suppose cette fois que l'économie est composée d'agents ayant une durée de vie finie. Le plus simple est alors de postuler que chaque agent vit deux périodes : il travaille pendant la première et répartit son revenu disponible net des taxes entre sa consommation présente et une épargne qui financera intégralement sa consommation future. Si une nouvelle cohorte d'agents naît à chaque période, l'économie se compose en permanence de deux catégories d'agents : une génération jeune et une génération âgée.

Consommation

L'agent décide du profil de sa consommation quand il est jeune, en résolvant le problème suivant :

$$\text{Max}_{C_1, C_2} V = U(C_1) + \beta U(C_2)$$

sous la contrainte budgétaire intertemporelle :

$$C_1 + C_2/R = Y_D$$

où $Y_D = Y - T$

en faisant l'hypothèse que seuls les revenus du travail sont taxés. Si l'utilité est logarithmique on obtient $C_1 = \delta \cdot Y_D$. Lorsqu'il est âgé l'agent se contente de consommer son patrimoine financier P_t . La consommation agrégée est donc la somme des consommations des deux générations présentes à chaque période :

$$C_t = \delta \cdot Y_{Dt} + P_t$$

où P_t est le patrimoine financier en début de période (patrimoine de la génération âgée).

(35) Si la population s'accroît au taux n , la condition devient $r^* = n + \delta$. En cas d'inégalité le modèle ne converge pas, ce qu'on peut considérer comme une faiblesse de l'instrument et un cas pathologique. Cette difficulté disparaît si l'on suppose que le taux de préférence pour le présent est variable en fonction du niveau d'utilité instantanée, donc de la consommation présente (voir : Uzawa, 1968 ; Obstfeld, 1981).

(36) Pour des analyses plus détaillées de cette classe de modèle, voir notamment : Blanchard (1985), Buiter (1981) et Persson (1985).

L'Etat

L'Etat a les mêmes fonctions et le même horizon temporel (infini) que dans le modèle précédent. Sa contrainte budgétaire est donc toujours donnée par l'expression (7).

Le mode de financement des dépenses publiques a ici un effet sur les comportements privés. En effet, à dépenses constantes, une réduction d'impôts accroît le revenu disponible de la génération jeune, sans affecter le patrimoine de la génération âgée, hérité de la période précédente. La consommation agrégée augmente alors : la dette publique constitue donc une richesse nette pour les jeunes qui l'acquièrent, dans la mesure où le surcroît de taxation future ne concerne aucune des deux générations présentes.

L'équilibre

Quelles que soient les valeurs de r^* et de δ le modèle converge vers un équilibre stationnaire. En l'absence de dette publique l'écart entre ces deux paramètres détermine le niveau de l'endettement extérieur d'équilibre.