

# DÉSÉQUILIBRE DES BALANCES COURANTES ET MÉCANISMES D'AJUSTEMENT

Andrew Dean et Val Koromzay

## TABLE DES MATIÈRES

Introduction . . . . .	8
I. Le déséquilibre des balances courantes . . . . .	<b>9</b>
II. Les mécanismes d'ajustement : considérations générales . . . . .	11
III. Evaluation chiffrée des mécanismes d'ajustement . . . . .	15
Nature des simulations . . . . .	15
Les écarts de taux de croissance . . . . .	17
Modifications des taux de change . . . . .	23
Réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis . . . . .	29
Conclusions . . . . .	32
Annexe . . . . .	35
Bibliographie . . . . .	37

---

Les auteurs sont membres de la Division de la balance des paiements du Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE. Ils ont été aidés dans leurs recherches par Marie-Christine Bonnefous. Ils remercient également David Coe, Michael Feiner, Richard Herd, Stephen Potter, Peter Richardson et Jeffrey Shafer pour les intéressantes observations qu'ils leur ont communiquées à divers stades de leur travail.

---

## INTRODUCTION

Les déséquilibres enregistrés au cours des dernières années par la balance courante des grands pays de l'OCDE sont sans précédent au cours de l'après-guerre, tant par leur importance que par leur durée. On s'est demandé s'ils pouvaient se maintenir, vu l'importance des besoins de financement qu'engendre le cumul de déficits courants aussi massifs, ainsi que la constitution rapide d'importantes positions débitrices et créditrices. Sans aborder ce problème, le présent article part de l'idée qu'à un moment ou un autre, un certain rééquilibrage des balances courantes devra intervenir. On fait souvent valoir que le plus tôt sera le mieux, un ajustement tardif risquant davantage de conduire à des solutions extrêmes – telles que des variations excessives des taux de change ou un protectionnisme défensif – qu'il serait préférable d'éviter du point de vue de l'économie mondiale. On s'attachera ici au problème plus strictement technique des mécanismes permettant de rétablir l'équilibre des balances courantes. Néanmoins, la question du calendrier reste importante, car plus se prolongent des déséquilibres notables et plus est grande, de ce fait, l'accumulation nette d'avoirs et d'engagements internationaux, plus le redressement sera difficile.

Si les auteurs s'attachent aux mécanismes d'ajustement comme tels, il est évident que ce qui les pousse à le faire, c'est l'importance des déséquilibres actuels qui leur apparaissent comme insupportables et donc éventuellement dangereux. La section ci-après présente donc une brève description de la situation actuelle, caractérisée par un déséquilibre considérable des paiements internationaux, qui sert de cadre à l'analyse et à l'évaluation chiffrée des mécanismes d'ajustement. La section II porte sur des considérations générales ayant trait au processus en cause, tandis que la section III s'efforce de chiffrer les divers mécanismes d'ajustement en simulant les répercussions de certaines modifications de la situation économique au cours de la période allant de 1984 à 1988, prise comme banc d'essai. A cette fin, on a utilisé le modèle INTERLINK de l'OCDE pour saisir les principales relations entre les divers pays Membres ainsi qu'avec le monde extérieur'. Si la période de référence retenue affecte de manière notable l'examen des mécanismes d'ajustement, les cinq années choisies ont l'avantage de correspondre à la situation mondiale actuelle, caractérisée par des déséquilibres considérables, une faible inflation et une

croissance modeste. Il ne s'agit pas, toutefois, d'une tentative de prévision, mais d'un examen des voies qui pourraient conduire à un ajustement.

## I. LE DÉSÉQUILIBRE DES BALANCES COURANTES

Au cours de l'après-guerre, si de petits pays ont souvent vu leurs comptes extérieurs enregistrer un déséquilibre systématique et relativement important, aucun des grands pays n'en a habituellement fait autant<sup>2</sup>. Jusqu'en **1986**, aucun d'eux n'avait accumulé des déficits atteignant au minimum **2½** pour cent de son PNB durant trois années consécutives, la situation normale étant plutôt une alternance de déficits et d'excédents. Les déficits et les excédents, effectifs ou prévus, de plus de **2½** pour cent du PNB qui caractérisent respectivement les Etats-Unis et le Japon durant la période **1984-88** sont donc tout à fait exceptionnels.

Ce déséquilibre considérable et persistant des deux plus grands pays de l'OCDE – qui au total représentent plus de la moitié de la production de cette zone – se solde par une accumulation nette d'avoirs et d'engagements internationaux, accompagnée d'un bouleversement des situations créditrices et débitrices. Tandis que les Etats-Unis liquidaient depuis **1981** une importante situation créditrice nette, constituée au fil des décennies, pour devenir aujourd'hui le plus grand débiteur mondial, le Japon, auparavant créancier mineur, devenait le premier du monde, avec plus de **100** milliards de dollars en **1985**. Si la situation nette de ces pays n'est pas particulièrement importante par rapport à leur PNB, elle s'est constituée avec une extrême rapidité et continue de progresser très vite. Vers le milieu de **1988**, l'endettement extérieur net des Etats-Unis pourrait approcher **400** milliards de dollars et les avoirs extérieurs nets du Japon se situer aux environs de **350** milliards (tableau 1). Qui plus est, ce mouvement se nourrit de lui-même, les nouveaux flux de revenus d'investissement ainsi engendrés venant s'ajouter au déséquilibre des balances courantes. Ces flux constituent un élément crucial du problème posé par le déséquilibre, ainsi qu'un aspect essentiel de la dynamique de l'ajustement. S'ils rendent ce dernier plus difficile, ils donnent également à penser que plus tôt il aura lieu, plus il sera facile à réaliser.

La balance courante des pays non membres de l'OCDE a elle aussi connu d'amples variations. Au cours des années **80**, la balance courante de l'ensemble des pays de l'OPEP est passée d'un excédent considérable à un déficit appréciable, qui traduit le fléchissement du prix du pétrole, ainsi qu'une forte demande d'importations. En même temps, les pays en développement non pétroliers répondaient à la

**Tableau 1. Evolution du déséquilibre des balances courantes**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Balance courante</b> (en milliards de dollars)									
Etats-Unis	1.9	6.3	-9.1	-46.6	-106.5	-117.1	-138.1	-136.4	-133.4
Japon	-10.7	4.8	6.8	20.8	35.0	49.2	81.6	77.4	12.3
Allemagne	-15.1	-5.5	4.1	4.1	7.0	13.2	32.4	26.3	20.7
OCDE	-68.7	-24.1	-28.8	-28.0	-65.8	-57.5	-19.7	-34.0	-41.3
OPEP	103.4	47.6	-22.1	-11.5	-9.6	-4.7	-51.5	-42.4	-28.7
PVD non pétroliers	-67.4	-84.9	-59.5	-23.1	-9.4	-16.3	-7.1	-1.9	-3.7
Disparité mondiale	-32.8	-62.0	-110.5	-63.2	-84.8	-78.5	-18.2	-18.2	-19.1
<b>Balance courante</b> (en pourcentage du PIB)									
Etats-Unis	0.0	0.2	-0.3	-1.4	-2.8	-2.9	-3.3	-3.1	-2.9
Japon	-1.1	0.4	0.6	1.8	2.8	3.1	4.1	3.7	3.3
Allemagne	-1.9	-0.8	0.6	0.6	1.2	2.0	3.6	2.6	2.0
<b>Balance commerciale</b> (en milliards de dollars)									
Etats-Unis	-25.5	-28.0	-36.5	-67.1	-112.5	-124.4	-144.1	-141.3	-136.8
Japon	2.1	20.0	18.1	31.5	44.3	56.0	86.2	82.3	16.1
Allemagne	10.4	18.0	26.4	22.4	22.9	28.9	53.5	48.9	44.8
<b>Revenu net d'investissements</b> (en milliards de dollars)									
Etats-Unis	30.4	34.1	29.9	23.1	18.8	25.2	21.9	11.7	14.8
Japon	0.9	-0.8	1.7	3.1	4.2	6.8	10.8	16.5	20.2
Allemagne	2.3	0.2	-1.6	1.3	2.0	1.8	0.7	2.5	3.8
<b>Avoirs extérieurs nets</b> (en milliards de dollars)									
Etats-Unis	199.9	173.7	158.9	121.2	19.1	-100.4	-163.9	-290.6	-391.8
Japon	22.2	21.8	21.9	36.8	63.1	104.6	208.6	294.8	350.7
Allemagne	40.1	29.1	30.1	35.6	41.4	51.9	69.6	99.1	116.1

10

Source : *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 40, décembre 1986.

crise de l'endettement qui avait marqué le début de la décennie, ainsi qu'aux difficultés de financement qui s'ensuivaient, en ramenant au total leur balance courante, qui affichait un déficit maximum en **1981**, au voisinage de l'équilibre. Comme le montre le tableau 1, l'aspect curieux de la situation actuelle est que toutes les grandes zones de l'économie mondiale semblent être en déficit. Ce phénomène s'explique par la sous-estimation globale des exportations, qui engendre au niveau mondial une disparité de la balance courante, atteignant actuellement quelque **80** milliards de dollars par an. On reconnaît assez largement qu'il existe un risque de voir tous les pays réagir à ce déficit en partie fictif par des mesures de redressement qui seraient forcément inopérantes. Il convient certes d'avoir cette disparité présente à l'esprit : il serait ridicule, par exemple, de s'assigner comme objectif des soldes statistiques nuls. Toutefois, la présente étude s'attache essentiellement au déséquilibre enregistré entre pays de l'OCDE et suppose en fait, en ce qui concerne les principales simulations dont il sera rendu compte ci-après, que la balance courante des pays non membres de l'OCDE reste inchangée. hypothèse fondée sur des contraintes de financement sur lesquelles on reviendra par la suite.

Le déséquilibre qui s'est si rapidement creusé au sein de l'OCDE depuis **1981** devait beaucoup à la hausse du cours du dollar et à la croissance, beaucoup plus forte que celle des autres pays, que connaissait l'économie américaine. Ces facteurs tenaient à la différence d'articulation de la politique économique entre les Etats-Unis et les autres pays, ce qui souligne l'importance du rôle que joue l'action des pouvoirs publics dans la naissance des déséquilibres, et aussi dans leur correction, sujet sur lequel on reviendra ci-après à l'occasion de tentatives d'évaluation chiffrée. Avant, toutefois, d'en venir à l'estimation des ordres de grandeur dont il s'agit, nous examinerons dans la section qui suit quelques problèmes généraux posés par les mécanismes d'ajustement.

## II. LES MÉCANISMES D'AJUSTEMENT : CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

Pour analyser le processus d'ajustement des déséquilibres des balances courantes, il existe deux approches possibles. La première se fonde sur les déterminants les plus immédiats des opérations courantes, c'est-à-dire essentiellement les revenus et les prix relatifs. On est ainsi amené à considérer principalement les taux de croissance de la demande intérieure dans le pays en cause et à l'étranger du point de vue de leurs répercussions respectives sur les importations et les exportations, ainsi que les positions concurrentielles relatives, dans la mesure où

elles influencent la répartition des gains et des pertes de parts sur les marchés national et étranger. C'est cette approche qui est presque partout utilisée pour l'analyse à court terme ; même dans une perspective à moyen terme, elle correspond à la façon dont la plupart des analyses sont au bout du compte menées à bien de manière empirique. L'autre approche part de la constatation que la balance courante est identique à la différence entre l'épargne et l'investissement au plan national ou, ce qui revient au même, à la différence entre la demande intérieure totale et la production. Cette façon d'envisager le problème donne à penser qu'à moyen terme, du moins, l'ajustement de la balance courante peut être analysé par référence aux déterminants de l'épargne et de l'investissement<sup>3</sup>.

Il importe de reconnaître que, d'un point de vue formel, il ne s'agit pas ici de deux interprétations contradictoires des mécanismes de l'ajustement, mais de deux descriptions distinctes d'un seul et même processus. Ainsi, une accélération de la croissance à l'étranger, dans la mesure où elle entraîne un accroissement des exportations, irait de pair avec une augmentation de la production et du revenu intérieurs. Si un accroissement du revenu tend à faire monter également la demande intérieure (et donc les importations), celle-ci augmente en général moins que celui-là, ce qui implique un accroissement de l'épargne intérieure, contrepartie du raffermissement de la balance commerciale. Si, comme il peut se faire, la demande intérieure augmente exactement autant que le revenu, il n'y a pas de modification de l'épargne, ni par conséquent de la balance courante. Mais en se plaçant « sous l'angle des échanges », on considérerait alors qu'en stimulant les importations, l'augmentation de la demande intérieure a neutralisé l'amélioration de la balance commerciale qui aurait pu résulter d'un renforcement des exportations.

On peut de même analyser le rôle joué par les variations des taux de change dans le cadre de l'ajustement en se plaçant, soit sous l'angle des ((échanges)), soit sous celui de l'« épargne et de l'investissement », encore que dans ce cas les mécanismes en cause soient passablement plus complexes. Sous l'angle des échanges, on dit en général que la dépréciation réelle d'une monnaie entraîne une hausse moins que proportionnelle des prix à l'exportation mesurés en monnaie nationale, de sorte que ces prix baissent lorsqu'on les mesure en devises. Il s'ensuit que les entreprises nationales voient s'élever la rentabilité de leurs exportations (les prix qu'elles perçoivent ayant monté en monnaie nationale), tandis que la demande extérieure s'accroît de son côté (les marchandises exportées étant désormais relativement moins chères en devises étrangères). Le résultat net est un accroissement du volume des exportations.

De même, une dépréciation réelle fait monter le prix des importations exprimé en monnaie nationale, ce qui réduit la demande correspondante et le volume importé. Dans la mesure où la réaction des volumes exportés et importés à la modification des

prix relatifs est suffisante pour compenser la modification défavorable des termes de l'échange qui en résulte (les prix à l'exportation montant moins que les prix à l'importation), la balance commerciale s'améliore. Cependant, cette conclusion suppose également qu'une dépréciation réelle peut effectivement se produire, ou en d'autres termes que l'inflation déclenchée par la baisse du cours du change ne parvient pas à compenser entièrement la variation initiale des prix relatifs.

Dans le cadre ((épargne et investissement)), la variation des taux de change joue dans les mécanismes d'ajustement un rôle qui tient davantage à l'«équilibre général». En supposant que l'économie dispose de capacités de production inutilisées, une dépréciation améliore la rentabilité des entreprises travaillant pour l'exportation ou concurrencées par l'importation, ce qui conduit à un accroissement de la production. Si la politique macro-économique vise à maintenir approximativement inchangé le cours de la demande globale, cet accroissement de la production par rapport à la demande implique une augmentation correspondante de l'épargne par rapport à l'investissement. En revanche, si la production se heurte à des goulets d'étranglement, la dépréciation ne favorise l'ajustement que si la demande intérieure réelle se trouve réduite, ce qui peut se produire de diverses manières. La politique macro-économique peut freiner la demande, soit directement, soit en provoquant une hausse des taux d'intérêt en présence de l'accélération de l'inflation induite par la dépréciation. Des répercussions réelles sur les patrimoines, résultant de la dégradation des termes de l'échange, pourraient elles aussi contribuer à faire baisser la demande réelle par rapport à la production. D'un autre côté, la prise en considération des conséquences d'une dépréciation du change sur l'équilibre général fait également apparaître des mécanismes pouvant agir en sens contraire. Ainsi, dans le cas où les salaires augmentent lors d'une dépréciation de manière à maintenir le pouvoir d'achat, la demande des consommateurs risque de se maintenir alors que la hausse des salaires mesurés en termes de produit réel freine la production. La dépréciation peut dès lors se traduire au fil du temps par une dégradation de la balance courante, et non par l'amélioration escomptée. Si ces répercussions se révélaient importantes, on s'attendrait à voir les échanges réagir faiblement aux variations de prix ; dès lors, sous « l'angle des échanges », l'économie ne satisferait pas aux conditions définies par Marshall et Lerner.

Si l'on envisage le problème de manière plus globale, l'investissement, la demande, la production, les taux de change et les courants d'échanges sont autant de variables endogènes, déterminées simultanément dans un cadre macro-économique plus vaste. Ces variables s'ajustent toutes les unes aux autres en fonction de certaines relations de comportement et de certaines contraintes de cohérence, mais il n'existe pas de façon simple d'établir entre elles des relations de cause à effet. En fait, les relations entre des variables endogènes sont souvent très

instables et tributaires de ce qui se passe ailleurs, et en fin de compte de la nature des pressions extérieures ou exogènes qui agissent sur l'économie.

Considéré dans cette optique « systémique », le processus d'ajustement reviendrait en fin de compte aux répercussions que la modification des conditions exogènes – et notamment celle des grandes orientations de la politique économique – exerce sur les balances extérieures, par le jeu simultané des diverses relations économiques qui caractérisent le système. Le problème qui se pose à cet égard est que ces résultats systémiques sont parfois difficile à comprendre – en raison de leur caractère apparemment aléatoire – et manquent souvent de crédibilité pour les responsables de la politique économique. Et lorsque les avis divergent sur les effets probables des mesures qui pourraient être prises, ces résultats systémiques n'offrent pas – précisément en raison de leur complexité – un cadre très pratique pour analyser ou aplanir ces divergences. Les simulations chiffrées présentées ci-après constituent une tentative de décomposer certains de ces résultats systémiques en un petit nombre de mécanismes essentiels, permettant de mieux saisir le processus d'ajustement.

D'un point de vue pratique, il n'est pas indifférent d'envisager l'ajustement sous l'angle de l'épargne et de l'investissement, ou sous celui des échanges. Si formellement ces deux approches doivent aboutir à des résultats compatibles, elles s'attachent à des aspects différents du problème et tendent à suggérer des orientations différentes pour la conduite de la politique économique. Si l'on s'attache essentiellement au rapport entre l'épargne et l'investissement, il faut envisager en priorité les déficits budgétaires – emprunt net du secteur public – et les mesures structurelles propres à influencer l'épargne du secteur privé ; une approche centrée sur les échanges permet à première vue de prendre en compte un plus large éventail de considérations.

Plus fondamentalement peut-être, et au-delà du choix d'un cadre d'analyse, il s'agit d'apprécier le fonctionnement à moyen terme de l'économie et certains de ses principaux paramètres. Deux questions sont importantes à cet égard. La première est dans quelle mesure l'économie possède des propriétés de « rééquilibrage », et quelle est la durée de la période d'ajustement avant que le point d'équilibre soit atteint.

Les expériences qui figurent ci-après indiquent implicitement qu'au cours de périodes pouvant atteindre cinq ans, les interactions à « court terme » entre la demande et la production conservent de l'importance, encore que certains mécanismes de retour à l'équilibre commencent à exercer des répercussions significatives. Mais il n'est pas facile d'apprécier l'importance des répercussions à long terme que les variations des prix relatifs pourraient éventuellement exercer sur

la production globale, et que ne saisiraient pas les méthodes traditionnelles de mesure des ((élasticités)).

Si, de manière générale, il s'est révélé difficile de mettre en évidence empiriquement d'importantes répercussions «fortement retardées» des variations de prix relatifs sur les courants d'échanges, cela peut s'expliquer dans une certaine mesure du fait que l'histoire récente ne fournit guère d'«épisodes» permettant de vérifier clairement cette hypothèse. De fait, si les prix relatifs des produits manufacturés originaires de divers pays ont connu à court terme d'importantes fluctuations, ces mouvements (tout au moins au cours des 25 dernières années) n'ont pas été durables, de sorte qu'il est difficile d'en déduire comment les courants d'échanges auraient pu répondre à plus long terme à des fluctuations de ce genre. Il n'en reste pas moins que des observations superficielles donnent à penser que tant la localisation (internationale) des activités économiques que les préférences des consommateurs seraient susceptibles d'influencer à long terme les résultats des échanges, encore que les élasticités traditionnelles ne tiennent pas compte de ces phénomènes. Il convient cependant de conclure que si l'on ne peut exclure que les variations des taux de change aient dans la réalité d'importantes répercussions à long terme, même si cela n'apparaît pas dans les modèles empiriques, cette proposition n'a rien d'évident et demeure une hypothèse entourée d'incertitude.

L'analyse présentée ci-après s'attache aux échanges et non à l'épargne et à l'investissement ; bien qu'on puisse y voir un certain optimisme en matière d'élasticités, dans la mesure où elle admet que les conditions définies par Marshall et Lerner sont satisfaites et que par suite les variations des taux de change sont «efficaces», elle ne tient aucune compte de leurs répercussions éventuelles à long terme. Elle étudie des réactions intervenant sur une période de cinq ans, les résultats obtenus indiquant qu'au bout de ce temps les interactions internes incorporées au modèle entraînent encore des variations significatives, bien qu'en général amorties. En d'autres termes, on ne parvient pas vite à l'équilibre, bien que la plupart des incidences interviennent à bref délai.

### III. ÉVALUATION CHIFFRÉE DES MÉCANISMES D'AJUSTEMENT

#### *Nature des simulations*

Si notre analyse s'attache essentiellement aux mécanismes d'ajustement, on ne tarde pas à constater que les résultats obtenus sont fortement tributaires de la période de référence retenue, par suite de l'interaction des flux nets de revenus

d'investissement, de la balance courante et des stocks d'avoirs et d'engagements. Il importe donc de tenir compte des déséquilibres évoqués ci-avant. A cet égard, il est naturel de s'attacher avant tout à la situation des grands pays, encore que certains autres, tels que l'Australie, le Danemark, les Pays-Bas, la Nouvelle-Zélande et la Suisse, aient dernièrement enregistré une suite d'excédents ou de déficits de leur balance courante qui, proportionnellement à leur PNB, ne le cèdent en rien à ceux des Etats-Unis, du Japon ou de l'Allemagne.

Les simulations présentées ci-après, qui s'efforcent de chiffrer l'ordre de grandeur relatif de divers mécanismes d'ajustement, portent donc avant tout sur le déficit extérieur des Etats-Unis et l'excédent du Japon, ainsi que sur la manière de les réduire. Mais il est tout aussi important de s'attacher aux contreparties que comporterait toute réduction du déficit américain, car il serait fâcheux qu'elle aggrave le déséquilibre d'autres pays. Peu de ces derniers, à l'exception du Japon et, dans une moindre mesure, de l'Allemagne, verraient d'un bon œil leur balance courante devenir fortement déficitaire, et nombre de pays, parmi ceux qui font partie de l'OCDE et surtout parmi ceux qui n'en sont pas membres, devraient affronter de graves difficultés économiques si leurs comptes extérieurs continuaient à se dégrader. On est ainsi conduit à se poser de difficiles questions au sujet des types d'ajustement qui seraient compatibles, à la fois avec la réalisation d'objectifs nationaux raisonnables et avec un « ciblage » des contreparties de l'ajustement américain, de nature à créer une configuration globale plus supportable des balances courantes. Si le présent article s'attache avant tout au problème technique des mécanismes d'ajustement, notre analyse a bel et bien des conséquences pour la question de savoir quels sont les pays qui doivent procéder à un ajustement et si ce dernier peut être ciblé.

Dans la suite de cet article, on s'attachera à l'examen chiffré de divers mécanismes d'ajustement. A cet égard, les trois questions qui ont le plus retenu l'attention sont les suivantes :

- i)* Le rôle des taux de croissance relatifs de la demande intérieure et du PNB dans le processus d'ajustement (l'« écart de croissance ») ;
- ii)* L'efficacité des modifications de taux de change pour favoriser l'ajustement ;
- iii)* Le lien entre le déficit budgétaire des Etats-Unis et leur déficit extérieur (ou – dans une optique un peu plus large – le lien entre l'épargne nationale et la balance courante).

Pour chiffrer l'influence respective des ((écarts de croissance», de l'ajustement des taux de change et de la réduction du déficit budgétaire sur l'ajustement extérieur, on a procédé à diverses simulations à l'aide du modèle INTERLINK de l'économie mondiale. Prenant comme référence l'évolution effective et prévue de

l'économie des pays de l'OCDE de **1984** à la fin de **1988**, on a fait l'hypothèse qu'un ou plusieurs aspects de la situation globale ainsi définie auraient été différents à partir de **1984**<sup>4</sup>. Le modèle INTERLINK a dès lors servi à déterminer comment les résultats d'ensemble, et plus particulièrement les balances courantes, auraient changé d'ici **1988** du fait de ces modifications supposées.

Bien qu'elle soit à certains égards moins satisfaisante qu'un exercice rigoureux de prévision, cette méthode présente plusieurs avantages. En premier lieu, la période retenue est suffisamment longue pour permettre de se faire une idée des effets à moyen terme des divers mécanismes. En second lieu, les « conditions initiales » sur lesquelles se fondent ces expériences sont analogues, sur le plan qualitatif, à celles que l'on peut observer aujourd'hui : en **1984**, les déséquilibres étaient déjà importants, les taux d'utilisation des capacités n'étaient pas énormément différents de leur niveau actuel et l'inflation – bien que plus forte qu'aujourd'hui – avait déjà nettement reculé. Si ces considérations sont pertinentes, c'est parce qu'il ne s'agit pas simplement de réaliser une étude dont la validité se limite à la période envisagée, mais de fournir des éléments empiriques ayant leur intérêt dans les actuels débats sur la politique économique, au moins en tant qu'ordres de grandeur.

Des observations de caractère général paraissent cependant s'imposer. En premier lieu, les résultats présentés ci-après se fondent sur la réaction moyenne de diverses variables observée dans le passé. Une prévision exigerait que l'on se prononce sur l'incidence que des facteurs particuliers, y compris les mutations structurelles, pourraient exercer sur ces réactions dans le présent et à l'avenir. En second lieu, la simulation des variations de la balance courante, sinon celle de la production et de l'inflation, reste fortement tributaire de la période de référence retenue, du fait que tant le déséquilibre initial que les courants d'échanges bruts sont d'autant plus importants que la période de simulation est plus récente. Ainsi, des simulations effectuées sur une période de cinq ans débutant en **1987** aboutissent systématiquement à des variations des balances courantes, qui sont plus fortes d'un cinquième environ que celles qui sont indiquées ci-après pour la période débutant en **1984**. Enfin, les divers mécanismes d'ajustement analysés ci-après sont des scénarios ((purs», dont certains n'ont guère de chances de se concrétiser, mais sont néanmoins utilisés à titre d'« exercices théoriques » pour présenter une évaluation des ordres de grandeur des répercussions qu'exercerait chacun de ces mécanismes « types ».

### ***Les écarts de taux de croissance***

Pour étudier les effets exercés sur les déséquilibres de balance courante par une modification de l'écart entre le taux de croissance des Etats-Unis et celui des autres

pays de l'OCDE, on peut considérer deux cas extrêmes : celui d'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, et celui d'une accélération dans les autres pays. Pour bien apprécier chacun de ces deux cas, on ne peut naturellement pas Considérer uniquement leurs conséquences pour l'ajustement extérieur ; il faut aussi tenir compte de leur impact sur la croissance à l'échelle mondiale puisque, dans l'un des cas, on observe un ralentissement global, et dans l'autre une accélération.

Baisse de la demande aux Etats-Unis. On estime que, dans l'hypothèse de taux de change inchangés, une baisse d'un point du taux de croissance de la demande intérieure totale aux Etats-Unis traduirait par une amélioration régulière de la balance courante de ce pays, d'environ 30 milliards de dollars (à peu près  $\frac{2}{3}$  de point du PNB) la cinquième année et, sur l'ensemble de la période, de quelque 75 milliards de dollars (tableau 2). Le PNB des Etats-Unis fléchirait moins que la demande intérieure, grâce à l'amélioration de la balance extérieure (tableau 2). L'ampleur exacte de l'amélioration dépend notamment de la manière dont est obtenue la réduction de la demande. Les résultats présentés ici sont fondés sur l'hypothèse de taux d'intérêt fixes et d'un ajustement en baisse de la consommation privée, mais ils auraient pu être plus ou moins élevés si la réduction de la demande avait été due à d'autres composantes dont le contenu d'importations est respectivement plus fort ou plus faible.

Tableau 2. Demande intérieure plus faible aux Etats-Unis  
Différences par rapport à la position de référence

		1984	1985	1986	1987	1988	1984-88
Balance courante (milliards de dollars)	Etats-Unis	3	8	14	22	30	17
	Canada	0	-1	-1	-2	-2	-6
	Japon	-1	-3	-6	-9	-12	-31
	Allemagne	0	-1	-3	-4	-6	-14
	Autres pays de l'OCDE	-2	-3	-5	-8	-12	-30
PNB réel (% de variation)	Etats-Unis	-0.6	-0.9	-0.8	-0.8	-0.7	-3.8
	Autres pays de l'OCDE	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-1.0
	Total OCDE	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-2.2
Demande intérieure réelle (% de variation)	Etats-Unis	-0.7	-1.0	-1.0	-1.0	-0.9	-4.5
	Autres pays de l'OCDE	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5
	Total OCDE	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-2.2
Indice implicite des prix du PNB (% de variation)	Etats-Unis	0.0	-0.2	-0.4	-0.7	-0.9	-2.2
	Autres pays de l'OCDE	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.6
	Total OCDE	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-1.2

Notes : Le taux de croissance de la demande intérieure totale en termes réels aux Etats-Unis est réduit de 1 point chaque année. Les taux de change restent fixes. On suppose que les taux d'intérêt restent fixes à leur niveau de référence tandis que les agrégats monétaires s'ajustent. Pour réduire la demande, on modifie les dépenses de consommation du secteur privé.

Le principal mécanisme permettant l'amélioration de la balance courante est un recul des importations des Etats-Unis, reflétant une élasticité relativement forte de la demande d'importation par rapport à la demande intérieure totale. A cela s'ajouterait aussi l'effet de l'amélioration de la compétitivité des Etats-Unis due au ralentissement de l'inflation. La contrepartie de l'amélioration de la balance courante des Etats-Unis serait un affaiblissement de la balance courante du Japon (de l'ordre de 12 milliards de dollars la cinquième année), de l'Allemagne (6 milliards de dollars), et du reste de la zone de l'OCDE (environ 14 milliards de dollars, à peu près également répartis en fonction de l'importance économique de chaque pays). Etant donné leurs liens commerciaux avec les Etats-Unis, les autres pays de l'OCDE verraient leur production fléchir quelque peu (d'environ 1 point par rapport à la situation de référence au bout de la cinquième année), ce qui implique aussi une légère réduction compensatoire des exportations américaines. Ce type d'ajustement se traduit donc par un coût élevé (le ralentissement de la croissance mondiale), mais rend possible une certaine correction des déséquilibres.

**Hausse de la demande en dehors des Etats-Unis.** Dans le cas d'une accélération d'un point du taux de croissance de la demande intérieure totale dans les pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis, si les mécanismes de l'ajustement sont

Tableau 3. Demande intérieure plus forte dans les pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis  
Différences par rapport à la position de référence

		1984	1985	1986	1987	1988	1984-88
Balance courante (milliards de dollars)	Etats-Unis	2	5	8	13	21	49
	Canada	0	-1	-2	-4	-5	-12
	Japon	0	0	2	3	4	9
	Allemagne	0	1	4	4	4	13
	Autres pays de l'OCDE	-2	-4	-10	-14	-22	-52
PNB réel (% de variation)	Etats-Unis	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	1.1
	Autres pays de l'OCDE	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	4.3
	Total OCDE	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	2.9
Demande intérieure réelle (% de variation)	Etats-Unis	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
	Autres pays de l'OCDE	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	4.7
	Total OCDE	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	2.9
Indice implicite des prix du PNB (% de variation)	Etats-Unis	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.6
	Autres pays de l'OCDE	0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	2.7
	Total OCDE	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	1.8

Notes : Le taux de croissance de la demande intérieure totale en termes réels est relevé de 1 point chaque année dans tous les pays de l'OCDE à l'exception des Etats-Unis. Les autres hypothèses sont les mêmes que pour le tableau 2.

qualitativement les mêmes que dans la première hypothèse, leur incidence est quantitativement très différente à deux égards. En premier lieu, l'amélioration globale de la balance courante des Etats-Unis est nettement plus faible – de l'ordre de 20 milliards de dollars seulement la cinquième année, ou de 50 milliards de dollars si l'on considère l'amélioration cumulée sur les cinq années (tableau 3). En second lieu, en contrepartie de cette amélioration, les excédents de l'Allemagne et du Japon pourraient en fait légèrement augmenter, l'accroissement des exportations à destination des pays autres que les Etats-Unis compensant et au-delà l'augmentation des importations de ces deux pays. Les pays non membres de l'OCDE bénéficieraient de l'accélération de la croissance de la zone et de l'expansion du commerce mondial, de sorte que leurs exportations aussi bien que leurs importations pourraient augmenter.

Une accélération uniforme de la croissance dans les pays autres que les Etats-Unis ne parviendrait donc pas à réduire les excédents de l'Allemagne et du Japon. Une importante question se pose alors. Si l'on comptait sur une accélération de la croissance en dehors des Etats-Unis pour contribuer largement à l'ajustement, le ((scénario» voudrait que l'accélération de la croissance de la demande intérieure soit différenciée selon les pays, l'augmentation la plus forte étant celle des pays largement excédentaires. Mais il faudrait alors que le taux de croissance de l'Allemagne et du Japon augmente de nettement plus d'un point pour que l'ajustement global du déficit des Etats-Unis corresponde à l'estimation donnée plus haut, puisque l'accélération serait moins prononcée dans les autres pays. Ou bien, dans l'hypothèse où la croissance de la demande intérieure ne s'accélérait de 1 pour cent de manière « autonome» qu'au Japon et en Allemagne, celle des autres pays n'étant stimulée que par le biais des « effets de retombée», les excédents du Japon et de l'Allemagne seraient alors réduits (la stimulation de la demande dans les autres pays ne les améliorant guère), mais l'impact sur le déficit des Etats-Unis serait relativement faible. A la fin de la cinquième année, ce dernier pourrait avoir diminué de quelque 5 milliards de dollars, tandis que les excédents de l'Allemagne et du Japon pourraient s'être réduits d'environ 9 et 6 milliards de dollars respectivement, la contrepartie des 10 autres milliards de dollars étant une amélioration dans les autres pays de l'OCDE.

Un aspect important de ces exercices est « l'asymétrie» de l'ajustement selon qu'il est obtenu par un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis ou par une accélération dans les autres pays. Les éléments qui en sont responsables sont essentiellement au nombre de trois, dont au moins deux paraissent relativement solides sur le plan technique :

*Premièrement*, de l'avis général, l'élasticité des importations des Etats-Unis par rapport à la demande intérieure est légèrement plus forte que partout

ailleurs et, en tout état de cause, plus forte que l'élasticité-revenu de la demande d'exportations en provenance des Etats-Unis<sup>5</sup> ; la baisse des importations américaines en cas de réduction de la demande aux Etats-Unis est donc plus marquée que l'augmentation de leurs exportations en cas d'accroissement de la demande dans les autres pays. Si l'élasticité-revenu de la demande américaine de produits manufacturés importés était ramenée à son niveau moyen dans les autres pays, l'amélioration qu'enregistrerait la cinquième année la balance courante des Etats-Unis du fait de la réduction de la demande américaine serait inférieure d'environ 5 milliards de dollars aux 30 milliards prévus. De même, si l'élasticité du reste du monde s'alignait sur celle des Etats-Unis, l'amélioration observée au bout de cinq ans dans la balance courante des Etats-Unis, du fait du renforcement de la demande des pays de l'OCDE, pourrait être plus forte d'environ 5 milliards de dollars.

**Deuxièmement**, même si les importations et les exportations des Etats-Unis avaient la même élasticité-revenu, le fait que les importations de biens et de services non factoriels dépassent d'environ 50 pour cent les exportations signifie que, dans un premier temps, l'effet exercé sur la balance courante des Etats-Unis par un ralentissement de la croissance de ce pays serait plus important que celui d'une accélération de même ampleur de la croissance extérieure. Cet effet s'atténuerait naturellement avec le temps, le déficit se réduisant et les exportations se rapprochant du niveau des importations, ce qui affaiblirait l'impact du déséquilibre initial.

**Enfin**, les deux hypothèses ne sont pas en fait symétriques parce qu'une large part des exportations des Etats-Unis va à des pays non membres de l'OCDE. Pour que ces exercices théoriques soient parfaitement symétriques, il faudrait supposer que le taux de croissance de la demande augmente de 1 pour cent dans tous les pays autres que les Etats-Unis, y compris les pays non membres de l'OCDE.

**Le comportement des pays non membres de l'OCDE.** En effectuant ces exercices, il est nécessaire de faire intervenir, implicitement ou explicitement, une hypothèse concernant le comportement des pays non membres de l'OCDE. L'hypothèse retenue pour les simulations décrites dans la présente note est que les pays en question réagissent rapidement aux modifications de leurs recettes d'exportation induites par tel ou tel « choc », de sorte que leur balance courante reste proche de la position de référence. Dans le cas d'un ralentissement de la croissance de la demande aux Etats-Unis, cela signifie que les pays non membres de l'OCDE perdent des recettes d'exportation et révisent en baisse leurs importations. Cette réaction aggrave l'effet déflationniste initial aux Etats-Unis. Dans le cas d'un

redressement de la demande dans les pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis, on suppose que les pays Membres de la zone réagissent rapidement à l'accroissement de leurs recettes d'exportation, renforçant ainsi l'impulsion initiale.

La raison d'être de cette hypothèse est que les pays non membres de l'OCDE se heurtent habituellement à des contraintes financières ; s'ils ne peuvent compenser la réduction de leurs recettes d'exportation par des moyens de financement supplémentaires, il leur faut alors réduire en proportion leurs importations ; à l'inverse, un accroissement de leurs recettes d'exportation se traduirait par des importations supplémentaires, étant donné la forte propension à importer de ces pays<sup>6</sup>. Il se pourrait cependant aussi que l'ajustement s'opère beaucoup plus lentement qu'on ne le suppose ici. Si les importations réagissent avec un certain décalage aux modifications des recettes d'exportation, le déficit de la balance courante des pays non membres de l'OCDE risque alors globalement de s'élargir, ce qui constituerait une contrepartie partielle à la réduction du déficit des Etats-Unis. A l'inverse, une accélération de la croissance dans les pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis, impliquant une augmentation des recettes d'exportation des pays non membres, pourrait également entraîner une augmentation retardée de leurs importations et une amélioration nette de leur balance courante. Les pays non membres de l'OCDE joueraient ainsi un rôle « d'amortisseur », généralement conforme à celui qui a été le leur dans le passé, avant que le financement extérieur ne devienne une contrainte généralisée. En retenant cette hypothèse « d'amortisseur », plutôt que celle d'une réaction rapide sur laquelle sont fondés les chiffres présentés plus haut, on rendrait encore plus évidente l'asymétrie globale des écarts de croissance, illustrée aux tableaux 2 et 3, qui pourrait se trouver accrue de quelque 5 milliards de dollars. Il existe cependant une troisième possibilité. Si la « stratégie » des pays non membres de l'OCDE est de maintenir leur ratio dette/exportations sur une trajectoire donnée, toute augmentation des recettes d'exportation rendrait possible une augmentation plus que proportionnelle des importations ; inversement, une réduction de leurs recettes d'exportation permettrait une diminution accélérée de leurs importations. Cette hypothèse « d'accélérateur » tendrait à réduire, voire à inverser, l'asymétrie des résultats des tableaux 2 et 3.

Les conclusions pratiques que l'on peut tirer de l'exercice théorique qui précède sont naturellement limitées, et il est plus encore permis de s'interroger sur les conséquences que cet exercice pourrait avoir pour la politique économique. Deux points méritent d'être soulignés :

Premièrement, l'exercice ne prend en compte qu'une partie du processus d'ajustement. Il ne vise qu'à déterminer comment les balances courantes pourraient réagir à une modification de l'un de leurs déterminants les plus immédiats – la croissance de la demande – sans chercher l'origine de cet écart.

De l'avis des auteurs, la relation partielle entre la courbe de la demande intérieure et l'évolution de la balance courante est raisonnablement solide ; mais les mesures prises pour obtenir les écarts supposés de croissance de la demande pourraient influencer dans une certaine mesure les résultats, et pourraient aussi avoir d'importants effets indirects sur d'autres aspects de la situation économique – l'inflation par exemple – qui pourraient en fait être extrêmement préoccupants.

*Deuxièmement*, un ralentissement de la croissance de la demande aux Etats-Unis – même s'il contribuait relativement davantage à l'ajustement qu'une accélération dans les autres pays – aurait d'indéniables inconvénients : ralentissement de la croissance en termes réels, aggravation du chômage à l'échelle mondiale, et très fortes tensions exercées sur les pays non membres de l'OCDE, les incitant à réduire le volume de leurs importations.

### **Modifications des taux de change**

Le deuxième mécanisme d'ajustement considéré est celui des modifications de taux de change. Dans le contexte des déséquilibres présents et prévus, on envisagera naturellement surtout les conséquences d'une nouvelle dépréciation du dollar et celles d'une appréciation du yen. Il est certes peu probable que les mouvements effectifs des taux de change reflètent aussi nettement les positions relatives des balances courantes, mais la présente étude tente d'examiner les mécanismes d'ajustement eux-mêmes plutôt que les mesures qui permettraient de les faire jouer.

*Un dollar plus faible.* Selon nos calculs, une dépréciation durable du dollar de 20 pour cent vis-à-vis de toutes les autres monnaies de l'OCDE entraînerait une amélioration de la balance courante des Etats-Unis de 35 à 75 milliards de dollars (soit à peu près entre  $\frac{3}{4}$  de point et  $1\frac{1}{2}$  point du PNB) au bout de la cinquième année. Cette fourchette correspond aux effets que pourraient avoir différentes mesures qui pourraient logiquement être prises pour faire face à cette dépréciation, tant aux Etats-Unis que dans les autres pays. Des réactions extrêmes pourraient avoir des effets nettement plus forts ou nettement plus faibles sur les balances courantes.

Dans le cas central résumé au tableau 4, en admettant l'absence de réaction aux modifications du taux de croissance des agrégats monétaires, les effets négatifs de courbe en J se produisant la première année pourraient aboutir à une détérioration de la balance courante des Etats-Unis de l'ordre de 20 milliards de dollars, mais ce mouvement s'inverserait la deuxième année, la variation cumulée de la balance

Tableau 4. Baisse de 20 pour cent du dollar  
Différences par rapport à la position de référence

		1984	1985	1986	1987	1988	1984-88
Balance courante (\$ billion)	Etats-Unis	-21	20	33	<b>48</b>	56	136
	Canada	3	-5	-5	-5	-4	-16
	Japon	13	-1	-6	-17	-24	-35
	Allemagne	9	2	-4	-6	-9	-8
	Autres pays de l'OCDE	6	-9	-15	-21	-23	-62
PNB réel (% de variation)	Etats-Unis	<b>0.8</b>	0.1	-0.1	-0.3	-0.6	-0.1
	Autres pays de l'OCDE	0.2	-0.4	-0.2	<b>-0.3</b>	0.1	-0.6
	Total OCDE	0.5	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4
Demande intérieure réelle (% de variation)	Etats-Unis	-0.3	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-2.7
	Autres pays de l'OCDE	0.6	0.3	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	0.1	0.6
	Total OCDE	0.2	-0.1	-0.4	<b>-0.4</b>	-0.1	<b>-0.8</b>
Indice implicite des prix du PNB (% change)	Etats-Unis	-0.4	1.9	1.3	1.6	1.7	6.1
	Autres pays de l'OCDE	-0.5	-1.2	-0.5	0.0	<b>-0.2</b>	-2.4
	Total OCDE	-0.5	0.1	0.2	0.5	0.5	<b>0.8</b>

*Notes :* Le dollar des Etats-Unis est réduit de manière exogène de 20 pour cent vis-à-vis de toutes les autres monnaies au premier semestre de 1984, cette réduction persistant tout au long de la période. Cette modification mise à part, qui représente une appréciation de 25 pour cent des taux bilatéraux des autres monnaies vis-à-vis du dollar, les taux de change restent fixes. On suppose que l'expansion des agrégats monétaires ne varie pas par rapport au scénario de référence tandis que les taux d'intérêt s'ajustent.

courante devenant positive à partir de la troisième année et atteignant environ 135 milliards de dollars au bout de cinq ans. Cette évolution aurait pour contrepartie une amélioration initiale (la première année) dans les autres pays, puis une détérioration des balances courantes – surtout marquée au Japon (24 milliards de dollars la cinquième année), mais également sensible en Allemagne (9 milliards de dollars) ; le PNB, tant aux Etats-Unis qu'à l'étranger, reviendrait à peu près à son niveau de référence à la fin de la période, celui des Etats-Unis s'élevant dans un premier temps au-dessus de ce niveau avant de se replier. A la fin de la période de cinq ans, le niveau des prix aurait monté d'environ 6 pour cent aux Etats-Unis, ce qui implique une forte hausse des taux d'intérêt nominaux sur la base de l'hypothèse retenue pour la politique monétaire, tandis que l'on constaterait une baisse de l'ordre de 2½ pour cent dans les autres pays, toujours par rapport au niveau de référence.

**Un yen plus fort.** Une appréciation durable du yen de 20 pour cent en termes effectifs se traduirait, sur la base des mêmes hypothèses de politique économique, par une détérioration de la balance courante japonaise d'environ 45 milliards de

Tableau 5. **Hausse de 20 pour cent du yen**  
Différences par rapport à la position de référence

		1984	1985	1986	1987	1988	1984-88
Balance courante (milliards de dollars)	Japon	6	-15	-28	-37	-43	-117
	Etats-Unis	-4	3	6	10	14	29
	Canada	1	2	3	4	5	15
	Allemagne	1	2	5	5	4	17
	Autres pays de l'OCDE	5	8	14	17	20	64
PNB réel (% de variation)	Japon	-0.4	-0.9	-0.1	0.5	1.0	0.1
	Autres pays de l'OCDE	0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4
	Total OCDE	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.3
Demande intérieure réelle (% de variation)	Japon	0.9	0.7	0.3	0.7	1.2	3.8
	Autres pays de l'OCDE	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.5	-1.0
	Total OCDE	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.3
Indice implicite des prix du PNB (% de variation)	Japon	-0.6	-1.6	-1.4	-1.2	-1.4	-6.2
	Autres pays de l'OCDE	0.1	0.6	0.6	0.5	0.5	2.3
	Total OCDE	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2	1.1

Notes : Le yen japonais est relevé de manière exogène de 20 pour cent vis-à-vis de toutes les autres monnaies au premier semestre de 1984, cette appréciation persistant tout au long de la période. Les autres conditions sont les mêmes qu'au tableau 4.

dollars la cinquième année, le montant cumulé sur les cinq années atteignant quelque 115 milliards de dollars (tableau 5). Les autres pays de l'OCDE pourraient être les principaux bénéficiaires de cette évolution – les Etats-Unis de **14** milliards de dollars la cinquième année, le Canada d'environ 5 milliards de dollars, l'Allemagne de quelque 4 milliards de dollars et les autres pays de l'OCDE d'environ 20 milliards de dollars au total. Au Japon, l'inflation tendrait à se ralentir nettement et la demande intérieure à s'accroître fortement, mais du fait de la détérioration de la balance extérieure réelle, la production se réduirait les deux premières années avant de retrouver, la cinquième année, un niveau à peu près identique à celui du scénario de référence. Dans les autres pays, l'inflation pourrait être légèrement plus rapide, mais la production ne varierait guère, même en cas de contraction de la demande intérieure, du fait de l'amélioration de la balance extérieure.

La difficulté d'apprécier l'incidence des modifications des taux de change tient à l'extrême complexité des mécanismes, tant sur le plan théorique que du point de vue des forces économiques à l'œuvre. L'essentiel, pour notre propos, est que les modifications des taux de change influencent la balance courante à la fois directement – par les effets de substitution résultant des modifications des prix

relatifs – et indirectement, en agissant sur l'inflation, la rentabilité, la production et la demande tant intérieure qu'étrangère. La nature de ces effets indirects sur la balance courante – qui peuvent être importants – dépend à son tour des hypothèses retenues concernant les mesures prises, et peut soit neutraliser, soit renforcer, les effets directs de la dépréciation. Ce qui ressort fondamentalement de tout cela, c'est que l'efficacité des modifications des taux de change en tant qu'instrument de l'ajustement à moyen terme dépend essentiellement de la façon dont réagit la politique économique.

Afin d'apprécier l'importance relative des effets directs et indirects, il peut être bon de considérer deux résultats « repères » assez artificiels, obtenus en éliminant certains des effets indirects qui influencent les résultats présentés ci-dessus. On reprend à cet effet le cas d'une dépréciation de 20 pour cent du dollar (des expériences du même type menées avec d'autres monnaies donneraient des résultats qualitativement similaires, les principales différences tenant au degré d'ouverture du pays considéré). Ainsi :

- i)* Si la demande intérieure totale tant aux Etats-Unis qu'à l'étranger est supposée constante en termes réels, la hausse des prix à l'importation et la compétitivité accrue des produits américains à l'étranger aboutissent à une augmentation de la production aux Etats-Unis (ainsi qu'à une accélération de l'inflation) et à une baisse correspondante dans les autres pays. Au bout de cinq ans, le **PNB** des Etats-Unis aurait augmenté d'environ 2 points, le niveau des prix intérieurs serait plus élevé d'environ 7 pour cent, et le déficit de la balance courante aurait diminué d'environ 35 milliards de dollars. Les effets exercés à l'étranger seraient symétriques, bien que plus faibles en pourcentage : le **PNB** serait inférieur d'environ 1 pour cent et le niveau des prix intérieurs d'environ 2 pour cent. Si l'on considère que ces calculs prennent en compte les effets de ((substitution) résultant d'une variation du taux de change, ceux-ci paraissent relativement faibles. Il importe cependant de noter que, dans cet exemple, la variation de la balance commerciale « réelle » est de l'ordre de 2 pour cent du **PNB** ; mais l'effet exercé par cette amélioration en termes réels sur la valeur des flux commerciaux est annulé pour environ les deux-tiers par les mouvements défavorables des termes de l'échange. L'ample déséquilibre initial de la balance courante des Etats-Unis tend à renforcer l'effet de cette détérioration des termes de l'échange en réduisant l'importance de l'amélioration de la balance courante.
- ii)* On pourrait également tenter de mesurer l'impact d'une modification du taux de change sur la substitution entre la production destinée au marché

intérieur et la production destinée aux marchés étrangers dans le cas où le PNB et non plus la demande intérieure demeurerait inchangé. Cela impliquerait que la croissance de la demande intérieure aux Etats-Unis soit réduite d'un montant égal à l'amélioration des exportations nettes en termes réels, et que l'inverse soit vrai en dehors des Etats-Unis. Dans ce cas, l'amélioration de la balance courante des Etats-Unis serait, la cinquième année, de l'ordre de 75 milliards de dollars ; à la fin de la période, la demande intérieure aux Etats-Unis serait inférieure d'environ 3 pour cent au niveau de référence et le niveau des prix intérieurs lui serait supérieur d'environ 5 pour cent.

Dans l'hypothèse de différentes orientations plausibles de la politique économique, l'incidence estimée des variations des taux de change sur la balance courante reste dans la fourchette délimitée par ces deux « repères ». Des résultats différents sont cependant également possibles. Si, par exemple, l'objectif des Etats-Unis était de neutraliser à peu près d'ici la fin de la période l'accélération de l'inflation engendrée par la dépréciation du dollar (pour ramener le taux d'inflation, mais non le niveau des prix, à peu près à ce qu'il aurait été en l'absence de la dépréciation), une amélioration de la balance courante de l'ordre de 110 milliards de dollars pourrait se produire d'ici la cinquième année – avec toutefois une baisse du PNB d'environ 3 pour cent du fait de l'orientation restrictive obligatoirement donnée à la politique économique. Si, en revanche, l'objectif des Etats-Unis était de maintenir les taux d'intérêt nominaux plus ou moins inchangés, tant l'inflation que le PNB seraient plus élevés au bout de cinq ans, et la balance courante ne s'améliorerait que d'environ 40 milliards de dollars la cinquième année.

Plusieurs considérations générales se dégagent de cet exercice et de quelques autres, fondés sur des hypothèses également plausibles, que l'on a examinées mais ne décrit pas ici :

**Premièrement**, l'ampleur de l'ajustement de la balance courante résultant d'une modification du taux de change dépend de l'ampleur de la réaction des politiques internes, résultat déjà montré par Mundell et Fleming. Dans le cas d'une dépréciation du dollar, la réaction des pays autres que les Etats-Unis a l'affaiblissement de leurs exportations nettes a d'importants effets sur leurs résultats en matière de croissance et d'inflation. Néanmoins, et il y a peut être lieu de s'en étonner, l'ampleur de l'ajustement de la balance courante des Etats-Unis ne paraît pas dépendre dans une très large mesure de l'orientation donnée à la politique économique à l'étranger. On notera néanmoins que les simulations ne cherchent pas à déterminer les conséquences cumulatives

potentielles de l'orientation restrictive que d'autres pays pourraient donner à leur politique économique face à la détérioration de leur balance courante.

**Deuxièmement**, les variations des taux de change ne font pleinement sentir leurs effets qu'**après** un long laps de temps. La raison en est en partie l'ajustement **retardé** des courants d'échanges aux prix relatifs, mais aussi, et peut-être surtout, les effets de rétroaction émanant de l'ensemble de l'économie. Prenons l'exemple d'une dépréciation accompagnée d'une politique monétaire visant à stabiliser les taux d'intérêt nominaux. Dans une perspective à long terme, on pourrait s'attendre à ce que cette attitude aille dans une large mesure à l'encontre de l'ajustement – les pressions inflationnistes induites par la dépréciation ne se heurtant à aucune résistance monétaire, on pourrait s'attendre à une accélération ininterrompue de l'inflation annulant progressivement les effets positifs exercés par la dépréciation sur la compétitivité. Pourtant, même au bout de cinq ans, la balance courante continue de s'améliorer sensiblement – en partie parce que **l'accélération** de l'inflation engendre des effets « positifs » à court terme sur la valeur des exportations pendant cette période tout en reportant les effets ((négatifs) sur l'avenir.

**Troisièmement**, les effets des variations des taux de change sur les positions des balances courantes, bien que très importants dans la plupart des cas, sont nettement plus modérés que les très larges effets exercés en termes **réels** sur le volume des exportations nettes, et que les variations correspondantes de la production et de la demande en termes réels. Autrement dit : si le point essentiel, en ce qui concerne l'ajustement dans le cas d'un pays déficitaire, est de faire en sorte que la croissance de la demande intérieure soit inférieure à celle de la production (et inversement pour un pays excédentaire), il n'en reste pas moins que lorsque ce résultat est obtenu par le biais de modifications du taux de change, le degré d'ajustement effectif de la balance courante en termes nominaux est très nettement réduit par les effets négatifs de prix. Cette proposition est tout aussi valable dans le cas des Etats-Unis que dans celui du Japon.

Il faut **enfin** noter que ces exercices sont dans une certaine mesure faussés. Bien que l'on ne connaisse pas parfaitement les déterminants des mouvements des taux de change, de sorte que l'on pourrait concevoir une dépréciation hypothétique de 20 pour cent du dollar imputable à quelque « modification exogène du sentiment du marché »), le fait est que les taux de change sont également influencés par la politique économique. Il se pourrait ainsi que certains des scénarios ((extrêmes) d'ajustement manquent de réalisme. Par

exemple, on pourrait se demander si une dépréciation de 20 pour cent du dollar pourrait bien être durable dans le contexte de la mise en œuvre, aux Etats-Unis, de méthodes visant à neutraliser l'impact inflationniste de la dépréciation et, à l'étranger, de mesures visant à compenser ses effets négatifs. Dans ces conditions, les résultats des simulations donnent peut-être moins une idée de ce que les mesures prises pourraient parvenir à réaliser qu'une indication de la façon dont l'ajustement s'opérerait, en l'absence de mesures correctrices explicites, si les marchés ((s'accrochaient) à l'idée que les déséquilibres extérieurs sont insoutenables.

### ***Réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis***

L'une des questions fondamentales, qui peut susciter de nombreuses controverses, est celle de savoir si une telle action aboutirait à une baisse du dollar – et, dans l'affirmative, à une baisse de quelle ampleur. L'existence d'un tel lien semble corroborée par le fait qu'au cours de la période **1981-1985** la hausse du dollar est allée de pair avec la dégradation du solde budgétaire ; mais le dollar a depuis fortement baissé sans que l'on observe encore la moindre modification du déficit budgétaire effectif des Etats-Unis, et l'on pourrait faire valoir que les effets de « confiance » exercés par une réduction de ce déficit l'emporteraient sur les effets qu'une baisse induite des taux d'intérêt réels aurait sur le dollar. Bien des choses pourraient dépendre du comportement des taux d'intérêt à l'étranger (selon qu'ils accompagneraient ou non une baisse induite des taux aux Etats-Unis). Compte tenu des incertitudes existant dans ce domaine, et par souci de clarté, l'exercice décrit ici suppose les taux de change inchangés.

Faisant alors abstraction des modifications induites des taux de change et dans l'hypothèse d'une croissance inchangée des agrégats monétaires à moyen terme, permettant donc une baisse des taux d'intérêt, *une réduction ex post du déficit budgétaire des Etats-Unis de 1/2 pour cent du PNB par an* (soit quelque 20 milliards de dollars) pendant cinq ans pourrait réduire le déficit courant d'environ **55** milliards de dollars, soit environ 1/4 pour cent du PNB, la cinquième année (tableau 6). La contrepartie de cette amélioration de la balance courante se retrouverait à peu près pour moitié dans une détérioration de la balance courante des pays européens, et dans une détérioration légèrement moindre de la balance du Japon. Si elle n'était pas annulée par des mesures prises ailleurs, la réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis aurait une incidence globalement déflationniste – la production serait réduite, non seulement aux Etats-Unis mais aussi dans d'autres pays, entraînant un recul de l'inflation. La baisse des taux d'intérêt à l'extérieur des Etats-Unis pourrait

Tableau 6. Réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis  
Différences par rapport à la position de référence

		1984	1985	1986	1987	1988	1984-88
Balance courante (milliards de dollars)	Etats-Unis	5	14	27	40	53	139
	Canada	-1	-2	-2	-3	-4	-12
	Japon	-2	-5	-10	-15	-21	-53
	Allemagne	-1	-2	-5	-8	-9	-25
	Autres pays de l'OCDE	-1	-5	-12	-15	-18	-51
PNB réel (% de variation)	Etats-Unis	-0.5	-0.9	-0.6	-0.3	-0.1	-2.4
	Autres pays de l'OCDE	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	-0.7
	Total OCDE	-0.3	-0.6	-0.3	-0.2	0.0	-1.4
Demande intérieure réelle (% de variation)	Etats-Unis	-0.7	-1.2	-0.9	-0.6	-0.4	-3.8
	Autres pays de l'OCDE	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1
	Total OCDE	-0.3	-0.6	-0.4	-0.3	0.0	-1.5
Indice implicite des prix du PNB (% de variation)	Etats-Unis	0.0	-0.2	-0.5	-0.7	-0.9	-2.3
	Autres pays de l'OCDE	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.7
	Total OCDE	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-1.4

Notes: Le déficit budgétaire des Etats-Unis est réduit *ex post* de ½ pour cent du PNB chaque année (soit de 2 ½ pour cent sur les cinq années). Ce résultat est obtenu en modifiant les dépenses de consommation des administrations publiques autres que les salaires pour agir sur la capacité de financement des administrations publiques. Les taux de change restent fixes. Le taux de progression des agrégats monétaires reste celui du scénario de référence et les taux d'intérêt s'ajustent.

pendant neutraliser largement la diminution de la production qui résulterait sans cela de l'affaiblissement des exportations nettes.

Si les taux de change ne se modifient pas tandis que s'opère la réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis, le mécanisme de l'ajustement peut être décrit comme suit :

- Réduction de la demande intérieure sous l'effet de la réduction du déficit ;
- Réduction consécutive de l'inflation intérieure et amélioration de la compétitivité ;
- Amélioration de la balance extérieure réelle sous l'effet des deux facteurs ci-dessus ;
- D'où baisse de la croissance de la production moindre que celle de la demande intérieure, et déplacement de ressources permettant la correction du déficit extérieur.

Avec la baisse des taux d'intérêt et le retournement du solde extérieur réel, le fléchissement initial de la production finit par s'inverser. Ce résultat n'est peut-être

pas évident lorsqu'on simule une réduction échelonnée sur cinq ans, mais il apparaît plus nettement dans le cas d'une réduction immédiate et définitive du déficit, où le choc initial est plus sévère et la récession beaucoup plus accusée les deux premières années, mais où le taux de croissance du PNB dépasse le taux de référence la troisième année, le PNB retrouvant rapidement son niveau de référence. Avec ce ((traitement de choc)), l'amélioration de la balance courante se produit plus rapidement, les gains à ce titre se cumulent très vite et même si l'effet exerce la cinquième année sur la balance courante est largement le même (de l'ordre de 50 milliards de dollars ou de 1 pour cent du PNB), il intervient à un niveau d'activité plus élevé que dans le cas d'une réduction progressive du déficit. L'accroissement du niveau des importations qui en résulte est neutralisé par une amélioration un peu plus importante de la compétitivité (du fait de la baisse des prix et des coûts intérieurs) et par un niveau plus favorable du revenu des investissements, reflétant le redressement plus rapide de la balance courante. Néanmoins, même dans le cas d'une réduction progressive, les effets d'une baisse momentanée de la demande et d'un renforcement de la compétitivité freinent l'accumulation du passif extérieur net et l'augmentation consécutive du déficit au titre du revenu net des investissements.

Les pays autres que les Etats-Unis seraient affectés par la baisse momentanée de la demande dans ce pays et la réduction concomitante de l'inflation et des taux d'intérêt : la croissance et l'inflation se ralentiraient dans le reste de la zone et, selon l'orientation de la politique monétaire interne, les taux d'intérêt pourraient également s'inscrire en baisse. Le mouvement de repli de toutes ces variables dans le reste du monde serait cependant généralement plus limité qu'aux Etats-Unis, le caractère relativement plus discret de l'ajustement allant généralement de pair avec une détérioration de la balance courante du reste du monde d'ampleur à peu près équivalente à l'amélioration de celle des Etats-Unis. Bien que l'orientation de la politique économique de ces pays puisse largement déterminer la façon dont *ils* s'ajustent sur le plan interne à l'évolution intervenant aux Etats-Unis, les répercussions exercées sur ces derniers seraient sans doute assez faibles comparativement aux ajustements d'origine interne liés aux réductions initiales du budget des Etats-Unis.

***L'effet conjugué d'une réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis et d'une dépréciation du dollar*** dépendrait des ordres de grandeur en cause. En règle générale, l'effet déflationniste des réductions budgétaires serait partiellement neutralisé par les améliorations de la production qui pourraient résulter de l'affaiblissement du dollar, tandis que l'impulsion inflationniste exercée par le repli de la devise américaine tendrait à neutraliser la baisse de l'inflation résultant de l'affaiblissement de la

demande qu'impliqueraient les compressions budgétaires. L'effet exercé sur la balance courante serait plus important que celui qu'aurait isolément une dépréciation ou une réduction du déficit, d'où un plus large écart entre la croissance de la production intérieure et celle de la demande, et une plus forte augmentation nette de l'épargne intérieure. Ceci n'est pas sans rappeler la stratégie traditionnelle de dévaluation, où la modification du taux de change s'accompagne d'une politique déflationniste pour réduire l'absorption intérieure et permettre le transfert de ressources vers le secteur exportateur – la réduction des dépenses allant de pair avec une modification des emplois des ressources. Une telle combinaison pourrait sans doute se révéler **très** efficace pour réduire le déficit courant des Etats-Unis mais elle présente l'inconvénient – comme tous les mécanismes de correction centrés sur ce pays – que la détérioration de la balance courante du reste du monde qui en serait la contrepartie, et qui s'opère par le biais du ralentissement, induit par les Etats-Unis, de la croissance et des échanges mondiaux, ne serait pas uniquement concentrée sur les pays excédentaires **où** l'ajustement serait le plus indiqué. Au bout de la cinquième année, quoi qu'il en soit, les effets exercés sur les balances courantes se retrouveraient probablement, pour les deux tiers, dans une réduction des excédents du Japon et de l'Allemagne.

## CONCLUSIONS

En étudiant les différents mécanismes qui pourraient permettre de corriger les déséquilibres actuels des balances courantes et en s'interrogeant sur les ajustements qu'il conviendrait d'opérer, **il** devient rapidement évident qu'il existe d'étroites relations entre les diverses mesures ou les diverses orientations qui pourraient être prises. **Il** importe en particulier de bien préciser quelle doit être la cible de l'ajustement. Si l'on vise le déficit extérieur des Etats-Unis, la méthode la plus efficace de corriger ce déséquilibre est de prendre des mesures axées sur ce pays. Ces mesures auraient également pour effet bénéfique de réduire l'excédent du Japon, mais ce dernier serait plus efficacement réduit par des mesures spécifiquement axées sur ce pays.

D'autres considérations doivent cependant aussi être prises en compte. Si la plupart des estimations du redressement de la balance courante des Etats-Unis résultant d'un ralentissement de la croissance dans ce pays sont supérieures aux estimations du redressement résultant d'une accélération de même ampleur de la croissance dans les pays autres que les Etats-Unis, **il** ne faut cependant pas oublier que :

Un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis aurait des effets pernicieux, non seulement aux Etats-Unis, mais aussi dans le reste du monde ;

La contrepartie de la correction du déséquilibre extérieur des Etats-Unis s'opérerait sans discrimination, les pays en développement et les pays déficitaires de l'OCDE voyant leur position extérieure s'aggraver au même titre que les pays excédentaires où une certaine réduction de l'excédent serait souhaitable, ou du moins acceptable ; les pays en développement auraient eux aussi du mal à s'ajuster à la baisse de leurs exportations qui en résulterait.

Il est donc nécessaire de se placer dans une optique plus générale et de se demander comment l'on pourrait mieux répartir l'action ou l'ajustement, et s'il est possible de cibler l'action dans certains cas. Après tout, le mieux serait – on peut difficilement le nier – que la correction des déséquilibres s'opère au taux le plus élevé possible de croissance mondiale non inflationniste. Un ajustement obtenu au prix d'une croissance des Etats-Unis très inférieure au potentiel ne pourrait être que regrettable s'il était possible d'accélérer la croissance de certains pays excédentaires sans risque inflationniste. Etant donné cependant l'ampleur du déficit des Etats-Unis et l'inefficacité relative d'une accélération de la croissance dans les autres pays pour réduire ce déficit, il est probablement nécessaire d'examiner tout un éventail de mécanismes possibles afin d'atténuer les déséquilibres sans pousser les pays à des positions exagérément déflationnistes ou inflationnistes. Une formule combinant un certain ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, induit par de nouvelles réductions du déficit budgétaire, une certaine accélération de la croissance dans les pays excédentaires et un nouvel ajustement des taux de change pourrait permettre de corriger les déséquilibres avec moins de perturbation que d'autres méthodes qui pourraient sembler préférables pour remédier plus rapidement à certains déséquilibres mais qui pourraient avoir des effets secondaires malheureux.

## NOTES

1. Le modèle INTERLINK a été décrit par Llewellyn et Richardson(1985), ainsi que par Holtham (1984). Ces deux études indiquent des références supplémentaires aux recherches effectuées antérieurement dans ce domaine.
2. Le caractère exceptionnel des déséquilibres récents et la question de leur financement sont analysés dans la section consacrée à « l'évolution monétaire internationale » dans le numéro 40 des Perspectives *économiques* de l'OCDE (décembre 1986). Les déséquilibres futurs dont il est question dans les phrases suivantes sont empruntés à cette même source.
3. C'est cette approche qu'adopte Turner (1986) dans son analyse détaillée de l'équilibre entre épargne et investissement dans les sept grands pays de l'OCDE au cours de la période allant de 1965 à 1984.
4. Le scénario de référence retenu est constitué par un ensemble de séries historiques et de prévisions élaboré par le Secrétariat de l'OCDE à l'automne de 1986 et ultérieurement publié avec quelques modifications dans le numéro 40 des Perspectives économiques de l'OCDE, en décembre 1986.
5. De nombreuses études constatent que tel est bien le cas. Voir, par exemple, Stern et al. (1976), ainsi que Kenen et Pack (1980), qui examinent et analysent les élasticités pertinentes.
6. Les liens unissant les pays de l'OCDE à certains groupes de pays non membres sont analysés par Saunders et Dean (1986), qui établissent un modèle de l'endettement pour douze des pays en développement les plus lourdement endettés et définissent le rapport entre les principaux ratios financiers de ces pays et les performances de ceux de l'OCDE.

## ANNEXE

### Note sur les simulations

Les simulations figurant aux tableaux 2 à 6 du texte ont été effectuées à l'aide du modèle mondial INTERLINK de l'OCDE. La période retenue dans chaque cas va de 1984 à 1988, les prévisions à court terme établies par l'OCDE à l'automne 1986 étant utilisées jusqu'au premier semestre de 1988, tandis que les chiffres du second semestre sont des extrapolations. Dans chaque cas, ces données de référence ont été soumises à des « chocs », par la modification de certaines conditions à partir du premier semestre de 1984. On admet que les dépenses salariales des administrations publiques sont une variable endogène, leurs autres dépenses étant supposées inchangées en termes nominaux par rapport au scénario de référence, sauf aux Etats-Unis dans la cinquième simulation, où elles sont utilisées comme instrument. Les résultats indiqués pour les grands pays sont centrés sur les variations simulées du PNB, considéré comme un indicateur du revenu national. L'évolution du PIB peut être légèrement différente, du fait des variations du revenu net d'investissements. Les détails techniques relatifs à chacune des simulations figurent dans les notes à la suite des tableaux.

Dans toutes les simulations, on admet que la balance courante des *pays non membres de l'OCDE* reste inchangée, ce qui conduit sur le plan technique à rendre leurs importations exogènes et à les utiliser comme instrument permettant d'atteindre un objectif de balance courante. En d'autres termes, on admet que toute variation des exportations se répercute immédiatement sur les importations, hypothèse qui se justifie par la contrainte financière qui pèse en général sur ces pays. Ce problème est examiné dans la section III du corps du texte à propos des écarts de taux de croissance; à cette occasion, on donne des informations sur les conséquences de diverses évolutions possibles des importations.

La *disparité de la balance courante au niveau mondial*, qui représente à l'heure actuelle quelque 80 milliards de dollars, se modifie en cours de simulation. Dans la plupart des cas, ces variations, qui résultent logiquement de données globalement incompatibles, ne sont pas importantes par rapport aux modifications que subit la balance courante des grands pays. Toutefois, lors des simulations qui font varier les taux de change et d'intérêt (comme aux tableaux 4 et 5), la variation de la disparité mondiale peut devenir très importante : dans le cas de la simulation d'un cours plus faible du dollar, elle représente environ la moitié de la variation de la balance courante des Etats-Unis, ce qui s'explique du fait qu'elle provient en grande partie des revenus d'investissement et des services non factoriels, qui sont particulièrement sensibles aux modifications des taux de changes et d'intérêt. Dans les deux cas où ce facteur est important, à



## BIBLIOGRAPHIE

- Holtham, G. (1984), ((Modélisation des liaisons financières internationales et des taux de change», *Revue économique de l'OCDE*, N° 2 (Printemps).
- Kennen, P. et C. Pack (1980), «Exchange rates, domestic prices and the adjustment process», Occasional Paper No. 1, Group of Thirty, New York.
- Llewellyn, J. et P. Richardson (1985), « La représentation des préoccupations récentes de la politique économique dans le modèle macro-économique de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, N° 5 (Automne).
- Saunders, P. et A. Dean (1986), « Endettement international et liaisons économiques entre les pays en développement et la zone de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, N° 7 (Automne).
- Stern, R.M., J. Francis et B. Schumacher (1976), *Price Elasticities in International Trade*, Macmillan, London.
- Turner, P.P. (1986). « Saving, investment and the current account; an empirical study of seven major countries 1965-84 », *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol. 4, N° 2 (Octobre).