NATIXIS

Flash
Économie

18 septembre 2008 - N° 408

Quels facteurs pourraient empêcher la résorption du déficit extérieur des États-Unis ?

Une résorption du déficit extérieur des États-Unis :

- ***est souhaitable dans une optique de moyen terme, puisqu'elle réduirait les déséquilibres globaux et l'excès de liquidité mondiale ;***
- ***paraît réalisable aujourd'hui, avec la contraction du crédit aux ménages, les pertes de richesse ;***
- ***aggraverait à court terme la situation économique, puisqu'elle correspondrait d'une part à une réduction de la demande intérieure aux États-Unis, d'autre part à une moindre création de liquidités.***

Mais cette résorption n'aura peut-être pas lieu :

- ***si les ménages américains n'épargnent pas davantage ;***
- ***si l'industrie n'accroît pas, à terme, sa capacité de production ;***
- ***si le déficit budgétaire des États-Unis s'accroît durablement ;***
- ***si le dollar se réapprécie excessivement.***

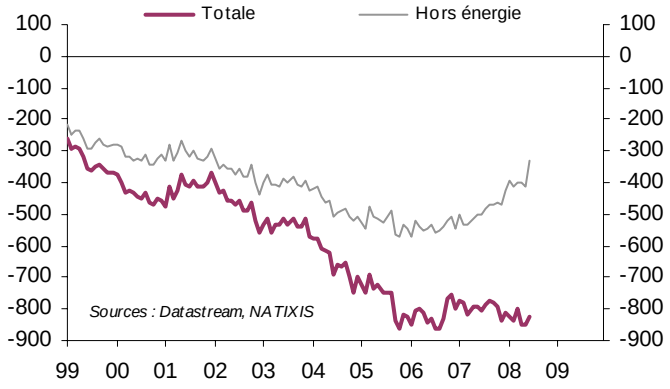
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Quels effets d'une réduction du déficit extérieur des Etats-Unis ?

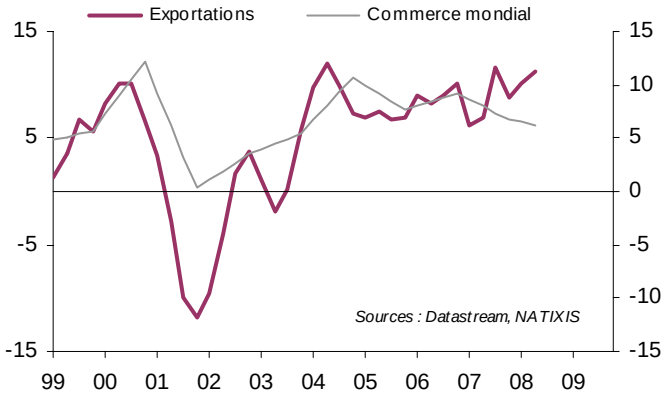
On observe dans la période récente un début de réduction du déficit extérieur des États-Unis, une réduction importante du déficit extérieur hors énergie (graphique 1).

Cette évolution est due, malgré la hausse du prix du pétrole, à la forte progression des exportations des États-Unis **(graphique 2 a)** et à la faiblesse des importations due à celle de la demande intérieure **(graphique 2 b).**

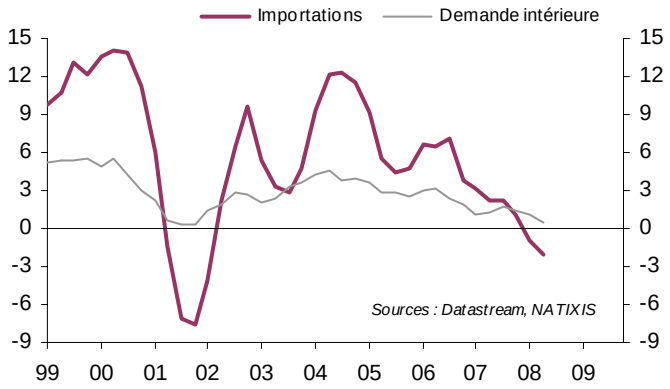
Graphique 1
Etats-Unis : balance commerciale
(Mds de dollars par an)



Graphique 2 a
Etats-Unis : exportations et commerce mondial
(volume, GA en %)

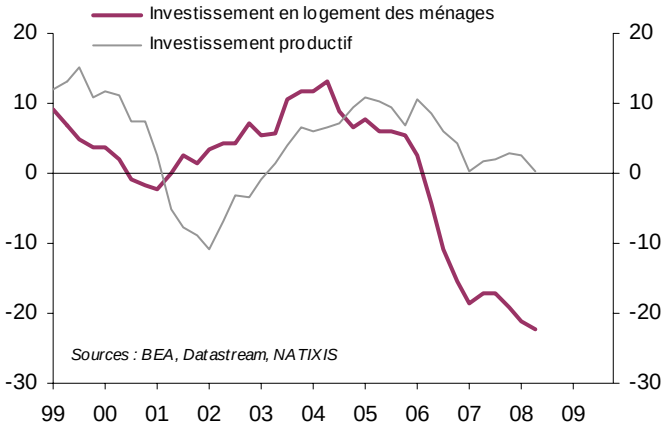


Graphique 2 b
Etats-Unis : importations et demande intérieure
en volume (GA en %)

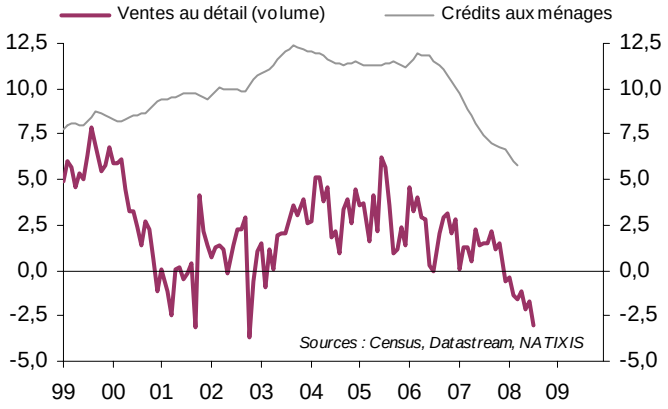


La faiblesse de la demande intérieure est due aux causes connues : chute de l'investissement logement **(graphique 3 a),** freinage violent du crédit aux ménages **(graphique 3 b)** donc de la consommation, retournement induit de l'investissement productif (graphique 3 a).

Graphique 3 a
Etats-Unis : investissement (volume, GA en %)

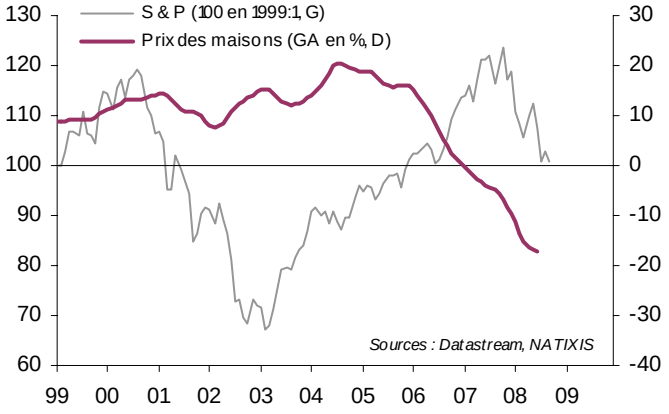


Graphique 3 b
Etats-Unis : ventes au détail et crédits aux ménages (GA en %)

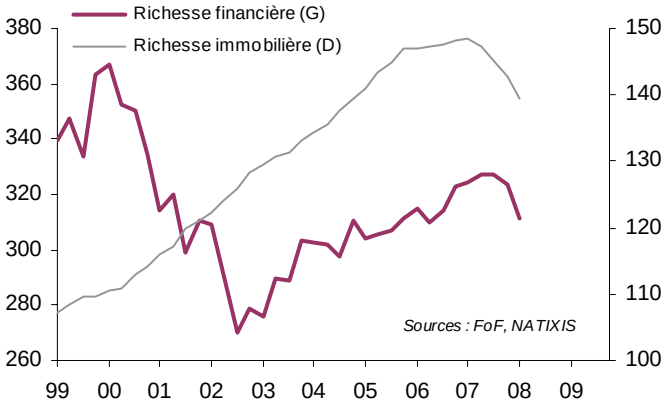


La situation paraît donc favorable à une vraie réduction du déficit extérieur des États-Unis : faiblesse du crédit et de la demande intérieure, « boom » des exportations, **pertes de richesse à la fois immobilière et financière (graphiques 4 a – b)** qui sont normalement à l'origine d'une remontée du taux d'épargne.

Graphique 4 a
Etats-Unis : prix de l'immobilier et indice boursier



Graphique 4 b
Etats-Unis : richesse financière et immobilière des ménages (en % du PIB)

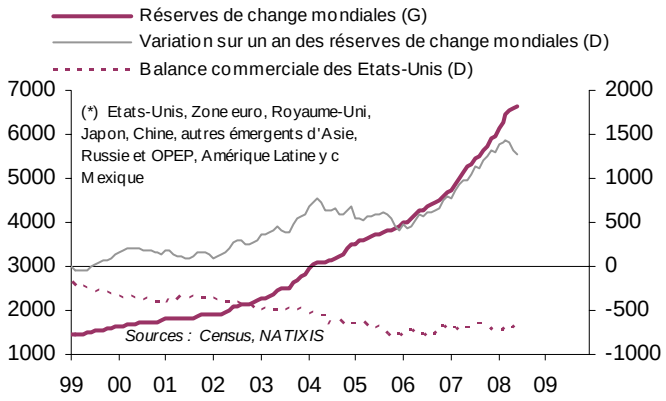


Quels seraient les effets d'une réduction importante et durable du déficit extérieur des États-Unis ?

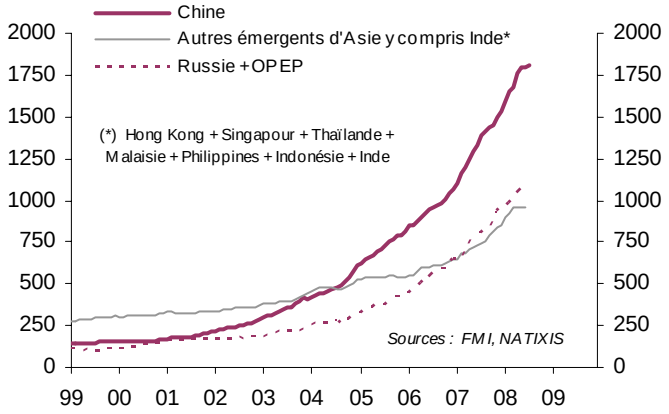
- **à court terme,** puisque la réduction du déficit extérieur des États-Unis correspond à une baisse de la demande intérieure aux États-Unis, **elle est une mauvaise nouvelle puisqu'elle résulte d'une dynamique récessive aux États-Unis.**

De plus, si le déficit extérieur des États-Unis se réduit, l'accumulation de réserves de change dans le Reste du Monde va aussi se réduire, puisque cette accumulation de réserves vient du refinancement du déficit extérieur des États-Unis par les pays émergents et exportateurs de pétrole **(graphiques 5 a – b).**

Graphique 5 a
Réserves de change mondiales* et balance commerciale des Etats-Unis (Mds de dollars)

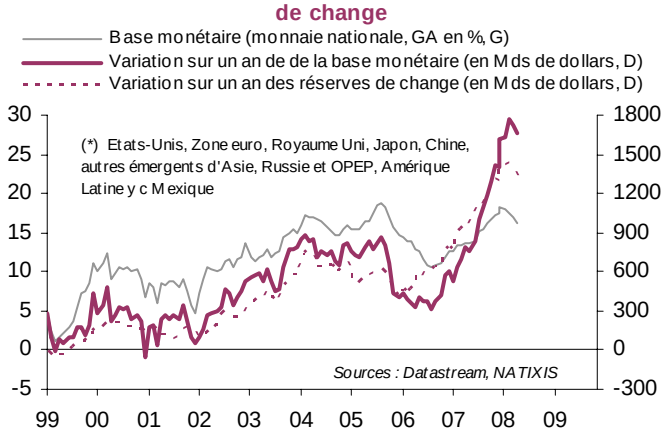


Graphique 5 b
Réserves de change (en Mds de dollars)

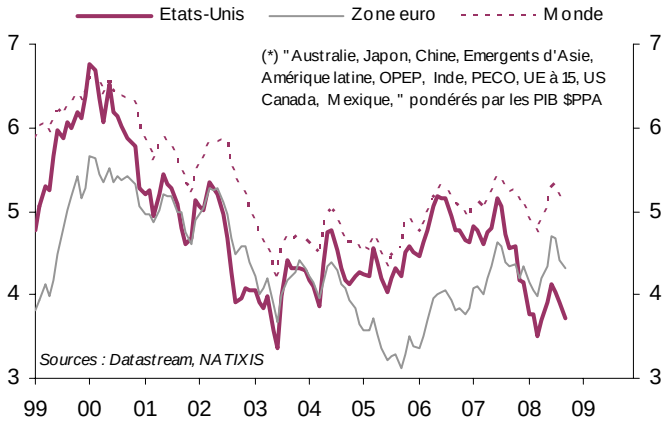


S'il y a moindre accumulation de réserves de change, il y a moindre création de liquidités **(graphique 6 a),** puisque la liquidité mondiale est essentiellement créée par cette accumulation ; une moindre liquidité mondiale implique une remontée des taux d'intérêt à long terme **(graphique 6 b),** un recul des prix des actifs, donc aussi une moindre demande de biens ;

Graphique 6 a
Monde* : base monétaire et réserves de change



Graphique 6 b
Taux d'intérêt à long terme



- **mais, à moyen terme, une réduction durable et importante du déficit extérieur des États-Unis est une bonne nouvelle.** L'excès chronique de liquidité (graphique 6 a) est, on le sait, la cause de la répétition des crises financières, des situations d'excès d'endettement, suivies d'une chute durable de la croissance pendant que les excès d'endettement se corrigent. Puisque la réduction du déficit extérieur des États-Unis entraîne une moindre création de liquidité, elle est donc favorable à la stabilité.

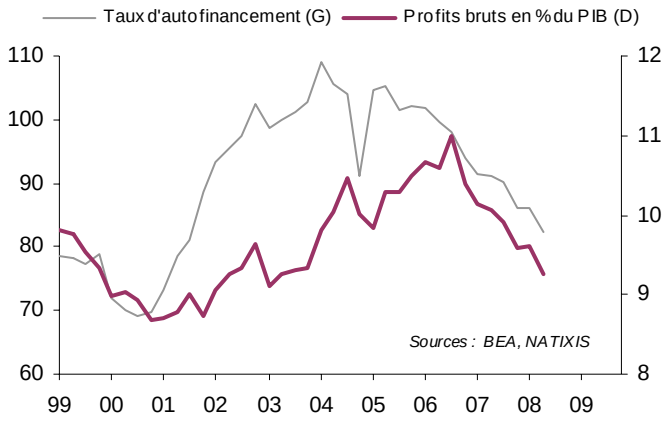
La question que nous posons est la suivante : **quels facteurs, malgré les éléments favorables cités plus haut, pourraient empêcher qu'il y ait réduction durable du déficit extérieur des États-Unis, avec ses effets favorables de moyen terme et défavorables de court terme.**

Facteur n° 1 : absence de remontée du taux d'épargne des américains

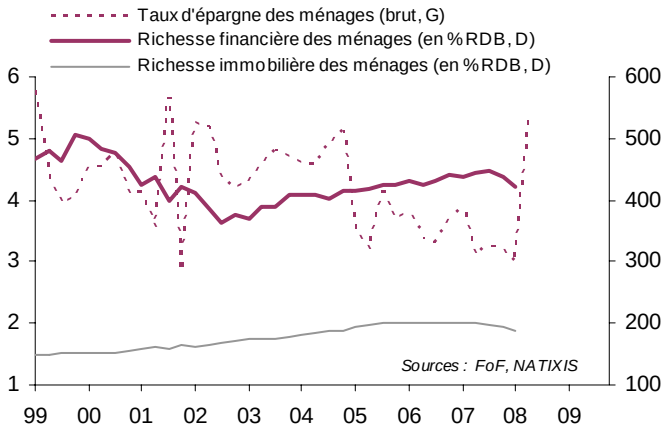
Une amélioration de la balance extérieure des États-Unis implique une hausse du taux d'épargne aux États-Unis (relativement au taux d'investissement). A court terme, on observe une **chute du taux d'investissement** aux États-Unis (graphique 3 a) qui explique une partie importante de l'amélioration du commerce extérieur. Mais, à long terme, on doit s'attendre à ce que les taux d'investissement reviennent à la normale. **Pour que l'amélioration de la balance commerciale soit durable, il faut donc qu'il y ait hausse du taux d'épargne domestique.**

L'épargne des entreprises (taux de profit) était à un niveau très élevé en 2006 **(graphique 7)** et peut donc difficilement s'améliorer encore. Il faudrait donc, pour obtenir une amélioration durable du commerce extérieur des États-Unis qu'il y ait **remontée du taux d'épargne des ménages (graphiques 8 a – b).**

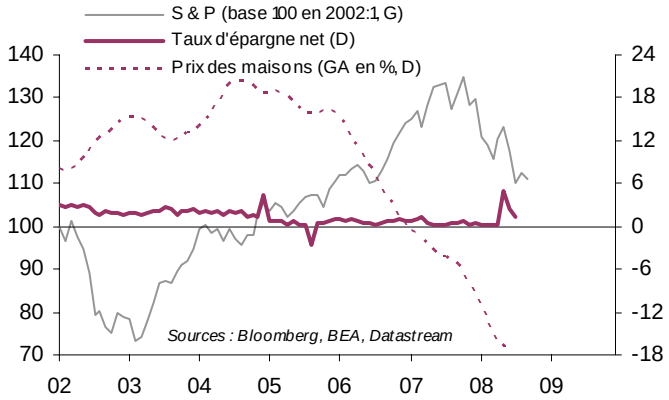
Graphique 7
Etats-Unis : profits et taux d'autofinancement



Graphique 8 a
Etats-Unis : richesse et épargne des ménages



Graphique 8 b
États-Unis : taux d'épargne, indice boursier et prix des maisons



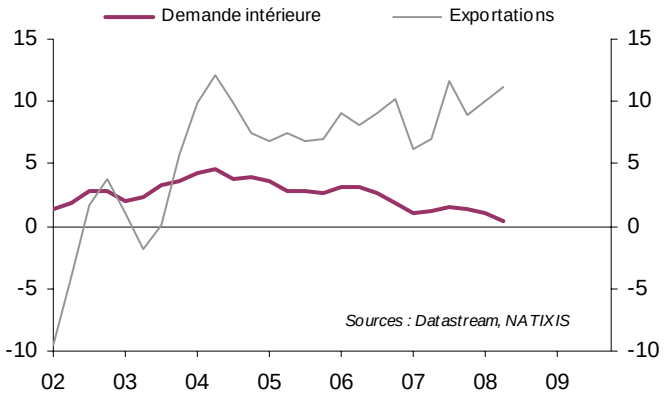
Le taux d'épargne des ménages américains montre des évolutions brutales lors de chocs (11 septembre 2001, réception pour les ménages américains de transferts publics massifs en mai 2008). Cependant, **malgré les très importantes pertes de richesse subies par les ménages américains** (actions en 2001 – 2003, et 2007 – 2008 ; immobilier en 2007 – 2008), **on ne voit pas de signe de remontée durable du taux d'épargne des ménages, ce qui peut inquiéter en ce qui concerne les perspectives pour le déficit extérieur.**

Facteur n° 2 : absence de constitution des capacités de production supplémentaires par l'industrie américaine

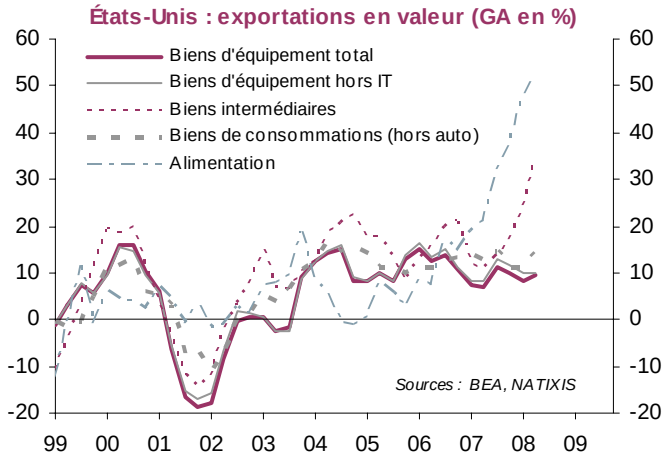
Aujourd'hui, la forte poussée des exportations des États-Unis (voir graphique 2 a plus haut) est liée à la sous-évaluation réelle du dollar (nous regarderons ce point plus loin) et correspond à une **réorientation de la production du marché intérieur des États-Unis vers le marché à l'exportation (graphique 9).**

Le supplément d'exportations concerne l'agro-alimentaire, les biens intermédiaires, les biens de consommation **(graphique 10),** mais cependant on ne voit **pas d'augmentation de la production industrielle hors nouvelles technologies aux États-Unis (graphique 11).**

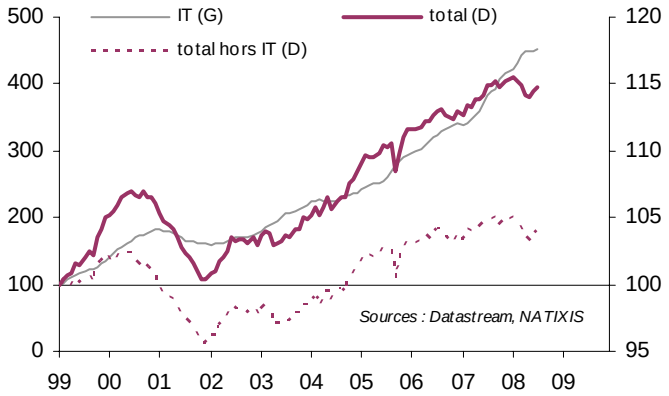
Graphique 9
États-Unis : demande intérieure et exportations (volume, GA en %)



Graphique 10
États-Unis : exportations en valeur (GA en %)



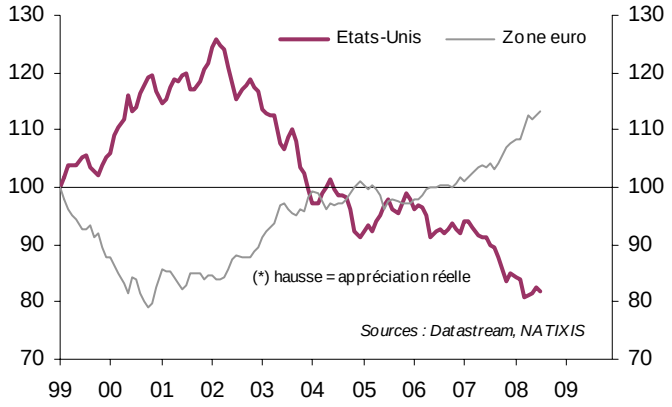
Graphique 11
Etats-Unis : production industrielle (base de 100 en 01.1999)



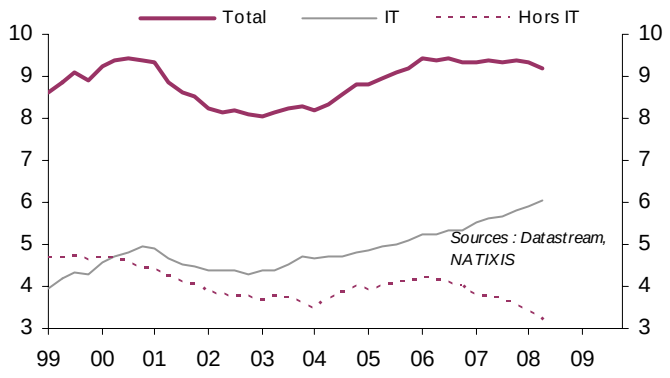
Ceci montre **qu'il n'y a pas de supplément de capacité de production dans l'industrie exportable, mais seulement pour l'instant le remplacement de la demande intérieure par les exportations favorisé par la sous-évaluation réelle du dollar (graphique 12).**

Cette analyse est confirmée par **la poursuite du recul de l'investissement productif, hors nouvelles technologies (graphique 13),** qui est la source de l'accroissement de la capacité de production disponible dans l'industrie traditionnelle, qui est précisément celle qui connaît un supplément d'exportations, surtout vers les pays émergents **(graphique 14).**

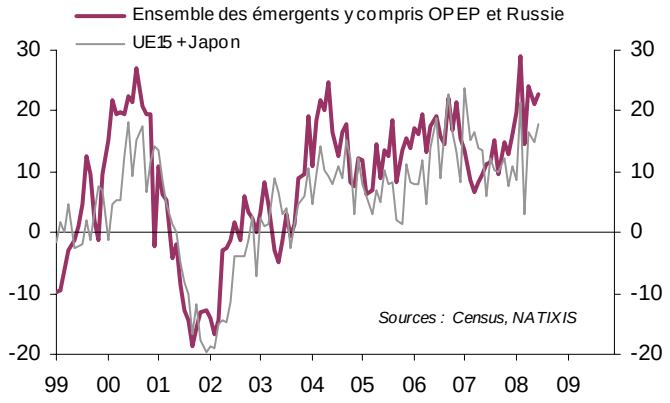
Graphique 12
Taux de change effectif réel* déflaté par les coûts (100 en 01.1999)



Graphique 13
Etats-Unis : investissement productif (volume, en % du PIB)

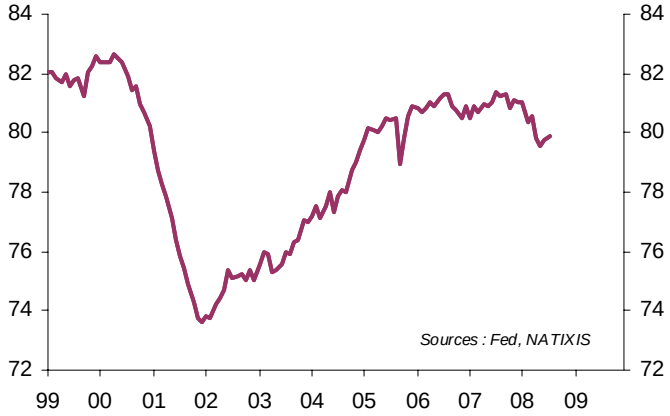


Graphique 14
Etats-Unis : exportations vers ... (valeur, GA en %)



Si l'industrie américaine ne peut pas réinvestir, se moderniser, **accroître ses capacités de production, lorsqu'elle parviendra à la pleine utilisation des capacités ce qui n'est peut-être pas très éloigné (graphique 15), la progression des exportations,** rendue possible à court terme par la dépression de la demande intérieure, **s'arrêtera**.

Graphique 15
Etats-Unis : taux d'utilisation des capacités



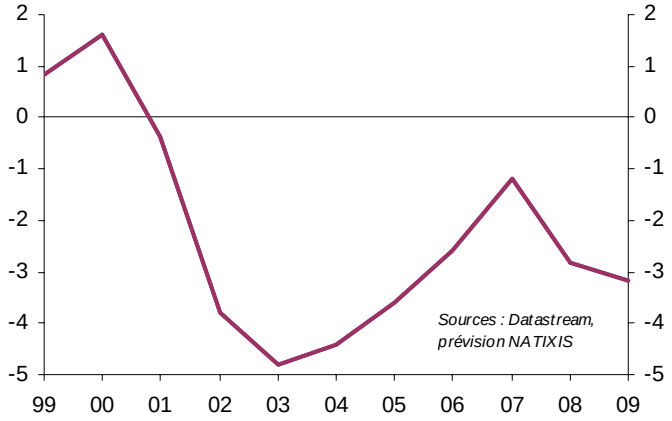
Facteur n° 3 : accroissement durable du déficit budgétaire

Pour qu'il y ait amélioration durable du commerce extérieur des États-Unis, il faut qu'il y ait hausse du taux d'épargne du pays. **Même si le taux d'épargne du secteur privé augmente, il y a problème si des déficits publics importants et durables apparaissent** (baisse de l'épargne publique).

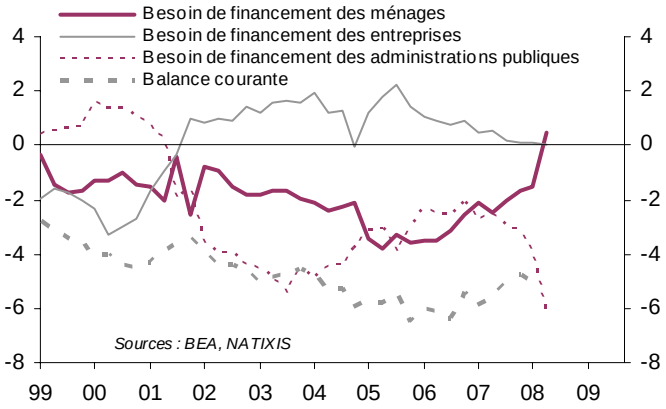
Le ralentissement de la croissance a conduit **à une forte augmentation du déficit public** des États-Unis **(graphique 16),** avec des baisses d'impôts sur les entreprises, des transferts aux ménages.

Dans la période récente, le déficit extérieur est à nouveau dû au besoin de financement des administrations publiques et plus au besoin de financement des ménages **(graphique 17).**

Graphique 16
Etats-Unis : déficit public (en % du PIB)



Graphique 17
Etats-Unis : besoin de financement et balance courante (en % du PIB)

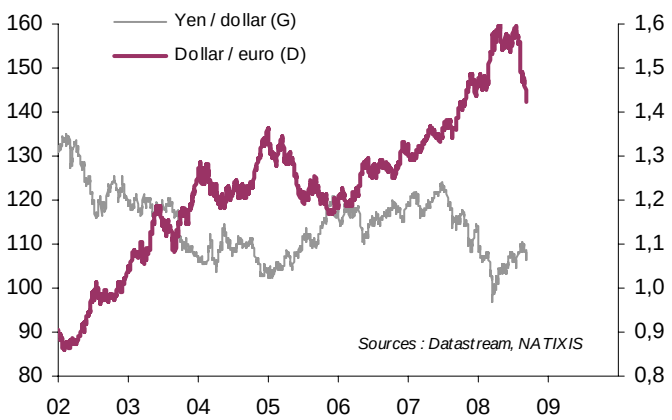


Quel que soit le résultat de l'élection présidentielle aux États-Unis, le déficit public risque de rester important, avec la hausse des dépenses de santé (dépenses publiques ou aides aux ménages), la reconstruction d'infrastructures de transport, la perte des gains en capital…

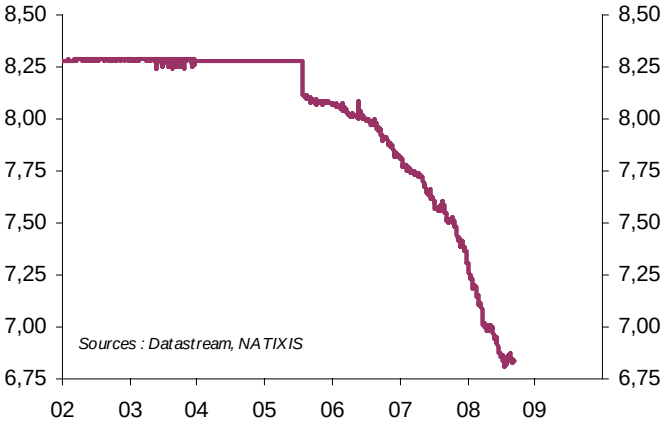
Facteur n° 4 : remontée trop forte du dollar

Depuis le début de l'été 2008, on observe une remontée du dollar **(graphiques 18 a – b – c - d),** due à diverses causes : stabilisation du RMB vis-à-vis du dollar par la Chine, baisse du prix du pétrole, perspective de remontée des taux d'intérêt anticipés aux États-Unis et de grande faiblesse de la croissance dans la zone euro **(graphique 19).**

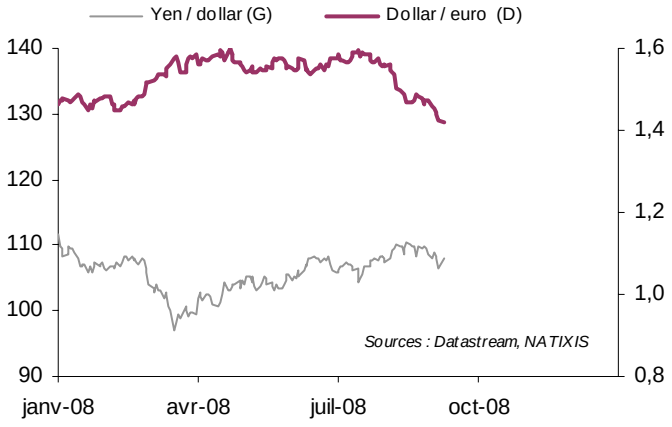
Graphique 18 a
Taux de change



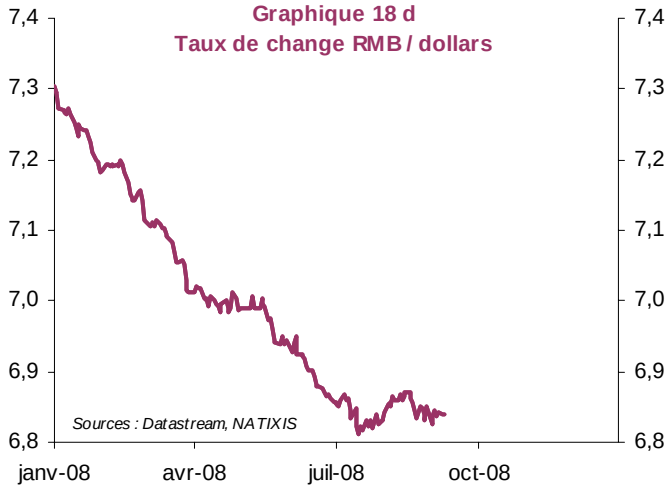
Graphique 18 b
Taux de change RMB / dollars



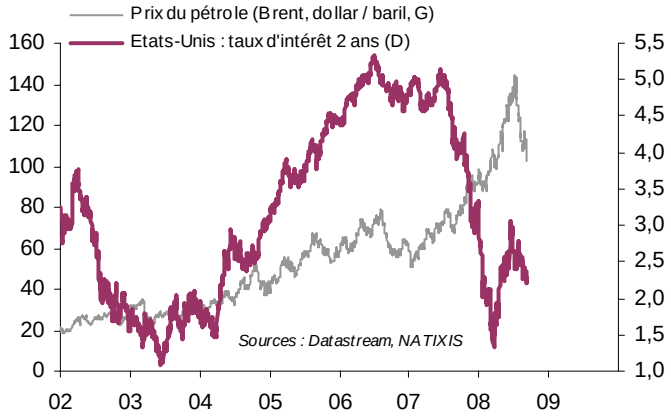
Graphique 18 c
Taux de change



Graphique 18 d
Taux de change RMB / dollars

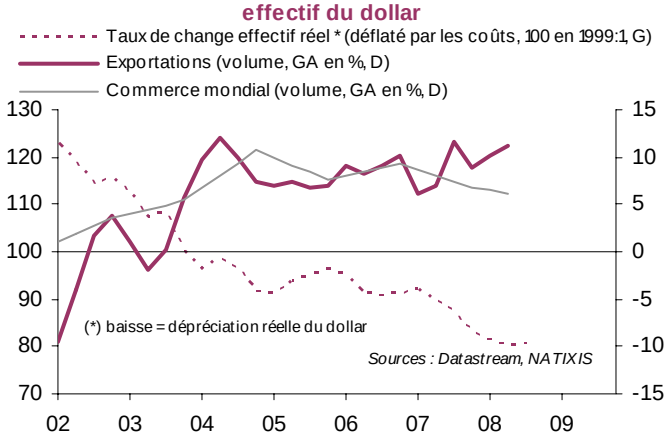


Graphique 19
Prix du pétrole et taux d'intérêt



Or, la forte progression des exportations des États-Unis est due à la faiblesse du dollar (graphique 20) et pas, on vient de le voir, à la bonne santé de l'industrie américaine.

Graphique 20
États-Unis : commerce et taux de change effectif du dollar



Synthèse : il n'est pas certain du tout qu'il y ait rupture de tendance en ce qui concerne le déficit extérieur des Etats-Unis

Une réduction durable et forte du déficit extérieur des États-Unis aurait des effets très importants :

- **négatifs à court terme** (récession aux États-Unis, moindre liquidité disponible) ;
- **positif à moyen terme** : stabilité financière mondiale accrue.

Certains analystes pronostiquent cette amélioration durable du commerce extérieur des États-Unis, par exemple pour justifier la remontée du dollar. **Or, elle est très douteuse, car elle peut être compromise par :**

- l'absence de remontée du taux d'épargne des ménages américains ;
- l'absence d'accumulation de capacités de production nouvelles dans l'industrie américaine ;
- la mise en place de déficits publics importants aux États-Unis ;
- une remontée excessive du dollar.

Aujourd'hui, il semble bien que les ménages américains ne veulent pas réépargner ; que l'investissement industriel reste très faible aux États-Unis ; que le déficit public va être durablement élevé. Ceci impliquerait donc bien l'absence d'amélioration, au-delà des effets cycliques de court terme, du déficit commercial des États-Unis.