NATIXIS

Flash
Économie

8 décembre 2008 - N° 559

Avec le recul de la crise, que penser des théories qui justifient le déficit extérieur des Etats-Unis ?

On a vu, depuis la fin des années 1990, apparaître de nombreuses théories qui justifient le déficit extérieur des Etats-Unis, et montrent qu'il ne peut pas être imputé aux politiques menées aux Etats-Unis.

Parmi ces théories, on peut rappeler :

- ***l'idée de l'excès d'épargne (savings glut) et de l'insuffisance de croissance en dehors des Etats-Unis ;***
- ***l'idée du sous-développement des marchés financiers en dehors des Etats-Unis qui impose au Reste du Monde d'investir dans les actifs émis aux Etats-Unis ;***
- ***l'idée de la mise en place de politiques de sous-évaluation réelle du change en dehors des Etats-Unis, par l'accumulation de réserves de change, qui viennent du modèle mercantiliste de croissance retenu ;***
- ***l'idée que la valeur des actifs détenus dans le Reste du Monde par les Etats-Unis d'une part est élevée, d'autre part augmenterait (en dollars) si le dollar se dépréciait.***

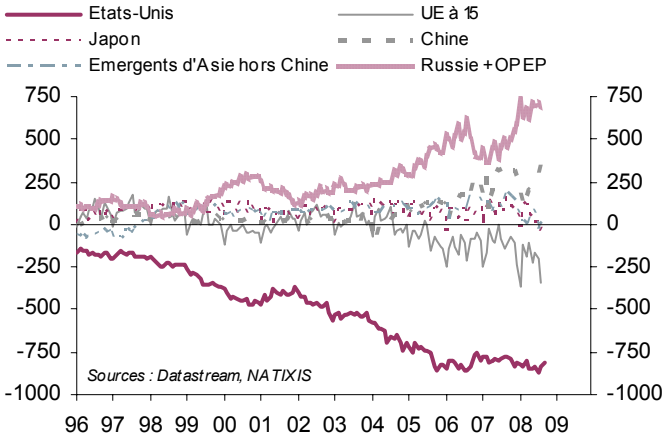
Avec le recul des évolutions récentes, nous examinons la pertinence de ces différentes théories. Elle paraît systématiquement très douteuse.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

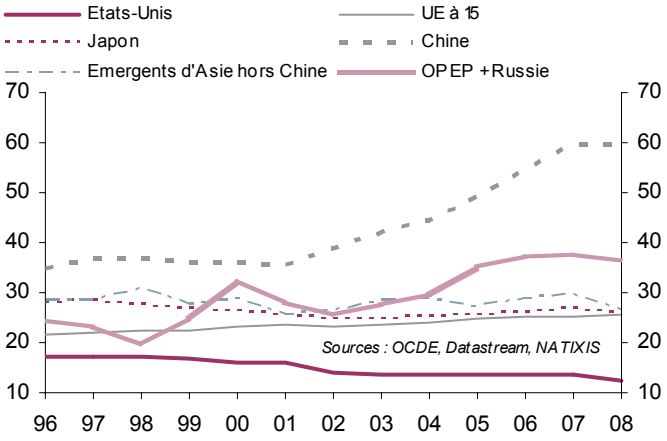
De nombreuses théories visant à éliminer la responsabilité des Etats-Unis dans les déséquilibres globaux

Les critiques des Etats-Unis mettent en avant le fait que **les déséquilibres globaux** (le déficit extérieur des Etats-Unis et les excédents extérieurs des pays émergents d'Asie, des producteurs de pétrole, du Japon, **graphique 1**) sont dus à **l'insuffisance d'épargne aux Etats-Unis (graphique 2a-2b)** due, en particulier, aux politiques monétaires expansionnistes qui y sont menées (le **graphique 3** montre que les taux d'intérêt sont pratiquement toujours inférieurs au taux de croissance).

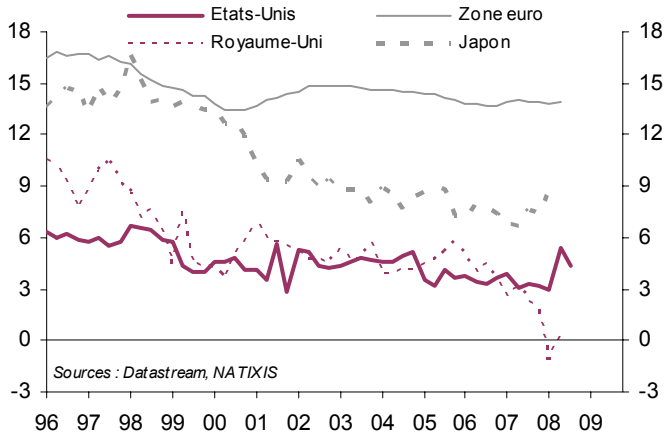
Graphique 1
Balance commerciale (en Mds de $ par an)



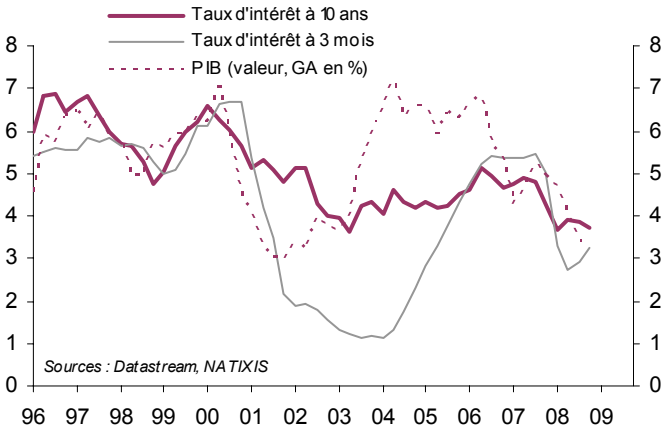
Graphique 2a
Taux d'épargne de la Nation (en % du PIB)



Graphique 2b
Taux d'épargne brute des ménages

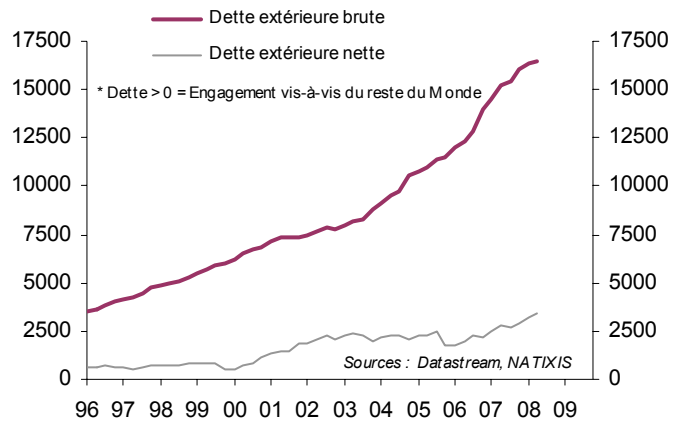


Graphique 3
Etats-Unis : taux d'intérêt et PIB nominal



Les tenants de cette thèse pensent alors que le déficit extérieur des Etats-Unis et la hausse de l'endettement extérieur **(graphique 4)** devront être **corrigés dans une crise** où il y aura remontée forcée de l'épargne aux Etats-Unis, donc chute de la demande, et dépréciation forte du dollar.

Graphique 4
Etats-Unis : dette extérieure* (en Mds de $)



Mais plusieurs théories sont apparues avec pour objet d'expliquer que **les causes des déséquilibres globaux étaient à trouver en dehors des Etats-Unis,** il s'agit en particulier :

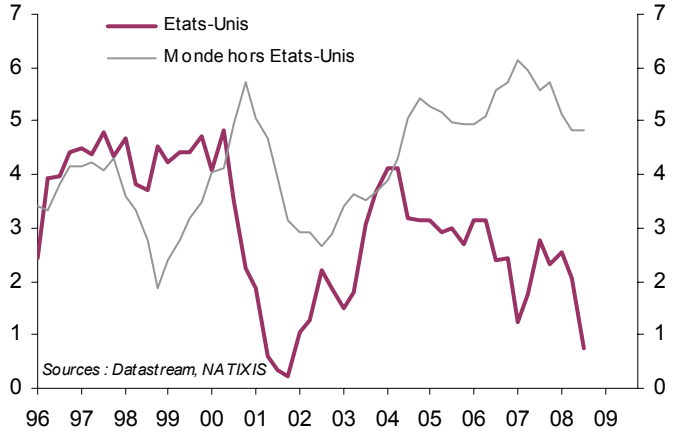
- de la thèse de **l'excès d'épargne en dehors des Etats-Unis ;**
- de la thèse du **sous-développement financier en dehors des Etats-Unis ;**
- de la thèse de **la sous-évaluation volontaire du taux de change** en dehors des Etats-Unis ;
- de la thèse de **la valorisation des actifs extérieurs** des Etats-Unis **(voir Annexe pour les références).**

Thèse de l'excès d'épargne (saving glut)

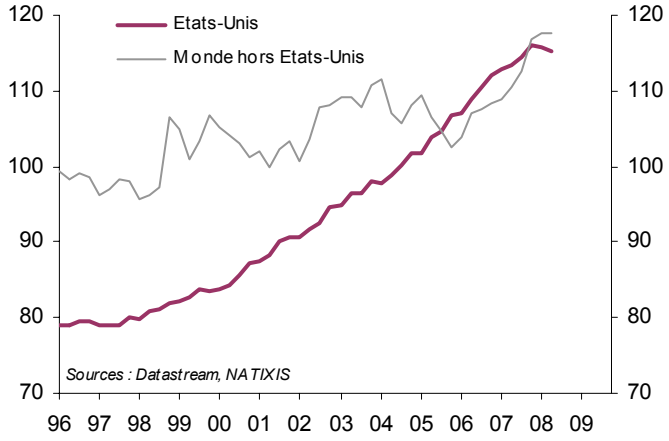
Cette thèse, défendue en particulier par B. Bernanke, est simple : **si le Reste du Monde, en dehors des Etats-Unis, épargnait moins** (graphique 2a plus haut) **et avait davantage de croissance, le déficit extérieur des Etats-Unis disparaîtrait.**

Le **graphique 5** montre la croissance aux Etats-Unis et dans le Reste du Monde, le **graphique 6** les taux d'endettement des deux régions.

Graphique 5
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 6
Crédits (en % PIB valeur)

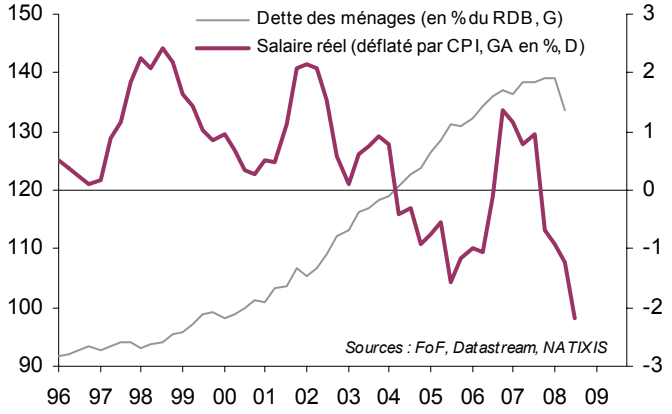


On voit **qu'il est difficile d'attribuer à l'insuffisance de croissance ou de distribution de crédit en dehors des Etats-Unis,** le déficit extérieur des Etats-Unis : le Reste du Monde a une croissance forte et autant d'endettement que les Etats-Unis.

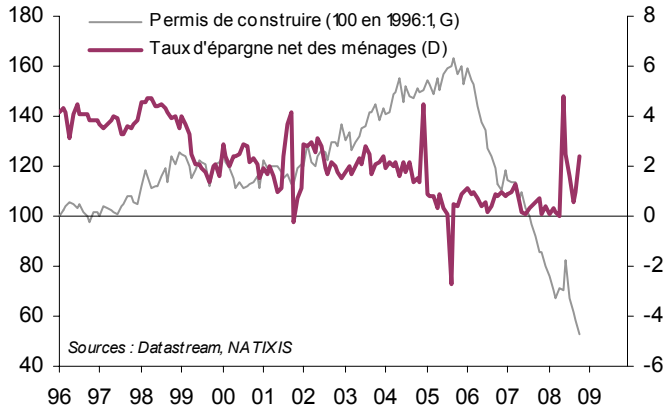
On peut certainement critiquer l'excès d'épargne dans certaines régions où les Etats pourraient réduire les excédents extérieurs en investissant davantage dans les infrastructures du pays, dans la protection sociale (Russie, Arabie Saoudite…) ; mais, au total, **le Monde hors Etats-Unis connaît une croissance forte et a soutenu sa croissance par le crédit.**

Du côté des Etats-Unis, on a vu aussi **une stratégie claire de soutien de la croissance par l'endettement :** la faible croissance des salaires réels **(graphique 7a)** aurait conduit à une faible demande des ménages et à une faible croissance globale, s'il n'y avait pas eu la hausse de l'endettement des ménages **(graphique 7a)**, se substituant au revenu pour permettre aux ménages d'accroître leur consommation (par la baisse du taux d'épargne, **graphique 7b**) et leurs achats de logements **(graphique 7b).**

Graphique 7a
Etats-Unis : dette des ménages et salaire réel par tête

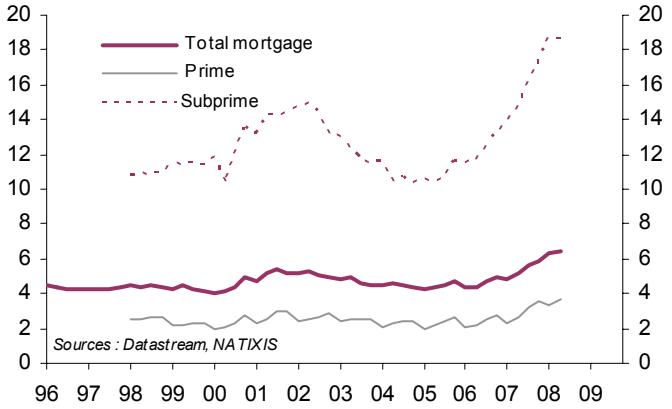


Graphique 7b
Etats-Unis : taux d'épargne des ménages et permis de construire

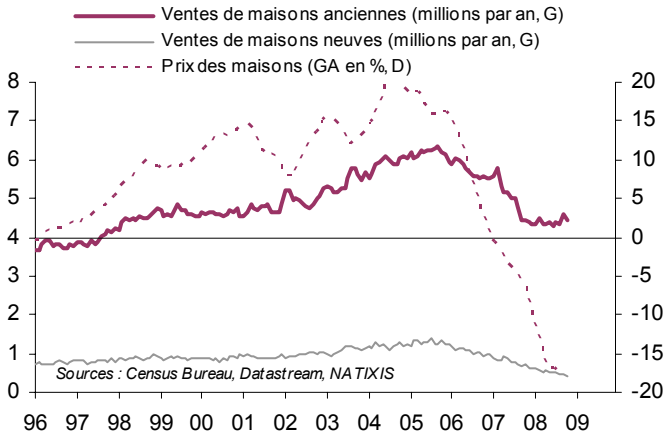


La crise financière, avec la hausse des défauts des ménages **(graphique 8a),** la chute de la demande de logements et de leur prix **(graphiques 7b et 8b) révèle bien l'excès d'endettement des ménages américains, donc l'excès de baisse de leur taux d'épargne.**

Graphique 8a
Etats-Unis : taux de défaut ménage sur les crédits hypothécaires



Graphique 8b
Etats-Unis : prix et ventes de maisons

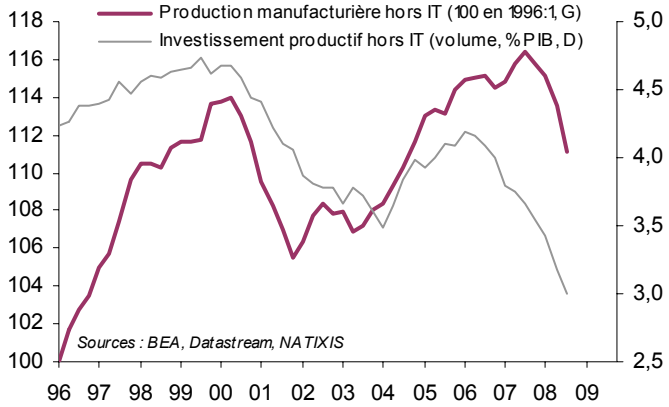


La réalité n'est donc pas le saving glut en dehors des Etats-Unis mais :

- **une croissance forte aussi tirée par le crédit en dehors des Etats-Unis ;**
- **une croissance qui aurait été faible et qui a été excessivement dopée par le crédit aux Etats-Unis.**

La cause essentielle des déséquilibres globaux semble donc être la croissance spontanément faible des Etats-Unis, qu'on peut largement attribuer au **déclin de l'industrie** (absence de progression de la production hors IT, baisse de l'investissement, **graphique 9**). Le déclin de l'industrie a entraîné la perte de revenu, transfert des emplois vers les services domestiques, donc compression des salaires.

Graphique 9
Investissement productifet production hors IT
(en % du PIB, volume)



Thèse du sous-développement financier en dehors des Etats-Unis

La thèse est la suivante : **le développement financier étant insuffisant en dehors des Etats-Unis, les investisseurs (épargnants) sont amenés à investir aux Etats-Unis, dans les actifs financiers construits (émis) aux Etats-Unis.** Cette thèse est complétée par l'idée suivante équivalente : **seuls les intermédiaires financiers aux Etats-Unis savent sélectionner les bons projets d'investissement.** Il faut donc leur confier l'épargne du Monde pour qu'ils l'investissent.

Dernière variante de la thèse : l'argent du Reste du Monde investi aux Etats-Unis est une **garantie hypothécaire** des investissements productifs (directs) que les Etats-Unis réalisent dans le Reste du Monde.

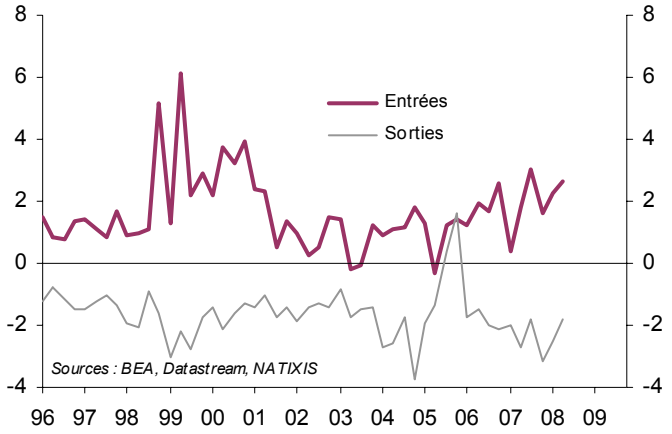
On devrait donc observer, si cette thèse est correcte :

- soit des investissements du Reste du Monde aux Etats-Unis dans des actifs sophistiqués qui n'existent pas en dehors des Etats-Unis (thèse du sous-développement financier) ;

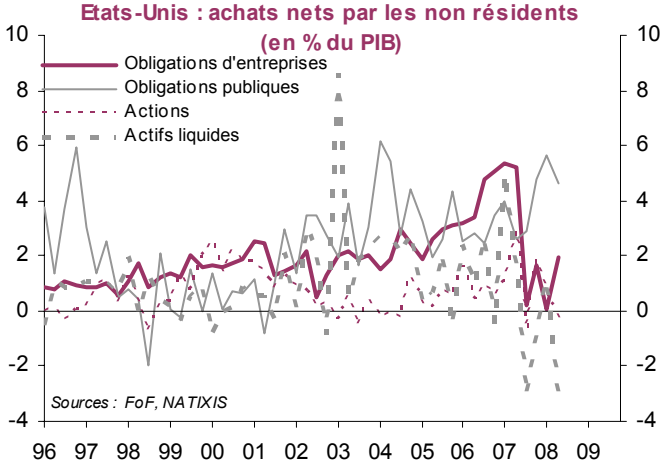
- soit des investissements du Reste du Monde aux Etats-Unis en actifs simples ayant comme contrepartie des investissements efficaces des Etats-Unis dans le Reste du Monde (thèse de l'intermédiation par les Etats-Unis).

Les investissements des non résidents aux Etats-Unis (graphiques 10a-10b-10c) ont beaucoup porté, jusqu'à la crise, sur les ABS (qui sont inclus dans les obligations d'entreprises), c'est-à-dire sur les actifs issus de la titrisation des crédits **(graphique 11) ;** ils sont faibles en actions.

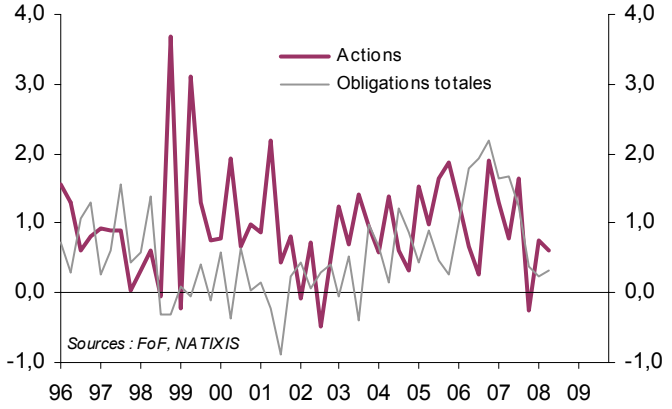
Graphique 10a
Etats-Unis : investissement direct (en % PIB)



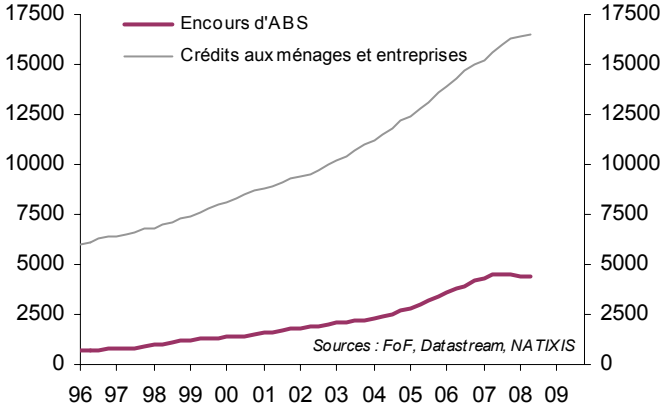
Graphique 10b
Etats-Unis : achats nets par les non résidents (en % du PIB)



Graphique 10c
Etats-Unis : achats nets au reste du monde (en % du PIB)



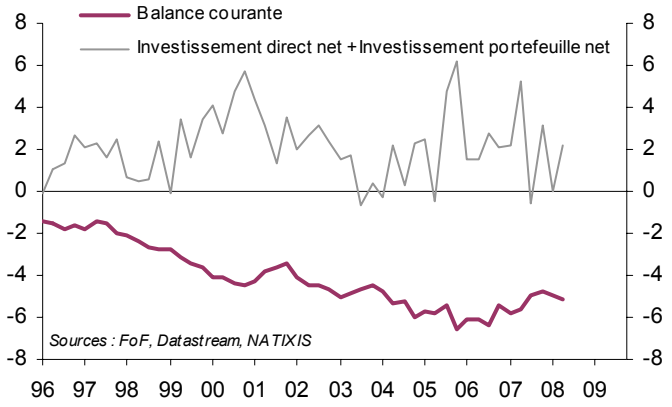
Graphique 11
Etats-Unis : crédits aux secteurs privés et encours d'ABS (Mds de $)



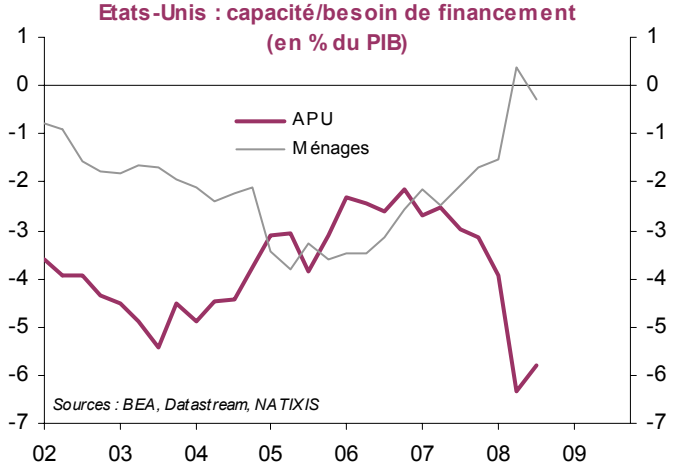
Depuis l'été 2007, les non résidents investissent surtout en titres publics. Les américains investissent peu dans le Reste du Monde, puisque les entrées de capitaux financent surtout le déficit extérieur des Etats-Unis **(graphique 12).**

Les actifs achetés aux Etats-Unis ne sont donc pas particulièrement des actifs rentables (investissements directs, actions), mais ce sont les actifs nécessaires à chaque période au financement du besoin de financement des Etats-Unis : ABS à l'époque où il s'agit du besoin de financement des ménages, titres publics depuis la crise avec l'apparition du besoin de financement des Administrations Publiques **(graphique 13).**

Graphique 12
Etats-Unis : investissement et balance courante
(en % PIB)



Graphique 13
Etats-Unis : capacité/besoin de financement
(en % du PIB)



Ceci ruine la thèse du sous-développement financier ou de l'intermédiation financière.

Thèse de la sous-évaluation des devises des émergents et des politiques mercantilistes

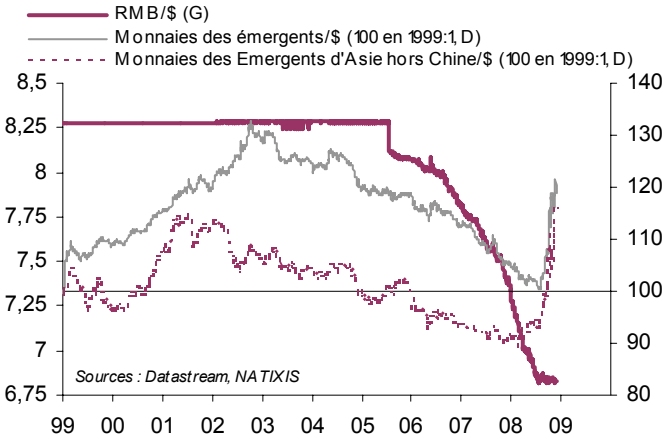
La thèse est ici la suivante : **les pays émergents accumulent des réserves de change afin d'obtenir une sous-évaluation de leurs devises, et de soutenir ainsi leur croissance par les exportations (approche mercantiliste).**

Il semble que **les évolutions observées, jusqu'à la crise, conduisent à rejeter cette thèse :**

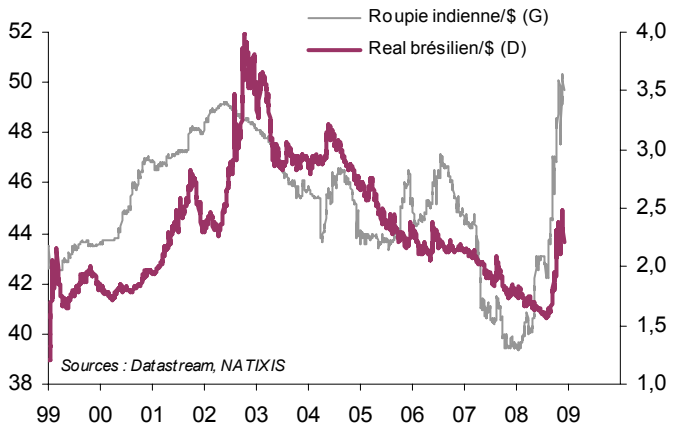
- de 2002 au début de 2008, **les monnaies des émergents se sont appréciées (graphiques 14a-14b-14c-14d), malgré l'accumulation de réserves de change (graphiques 15a-15b) ;**

- **les exportations jouent un rôle de plus en plus faible dans l'explication de la croissance des émergents** (non pétroliers). La taille des exportations par rapport au PIB n'a pas de sens, puisqu'une partie importante des exportations (75% en Chine) consiste en réexportations de produits (composants…) préalablement importés. La croissance des émergents est due essentiellement aux gains de productivité élevés **(graphique 16),** avec les migrations des campagnes vers les villes, le rattrapage technologique, les investissements directs **(graphique 17).**

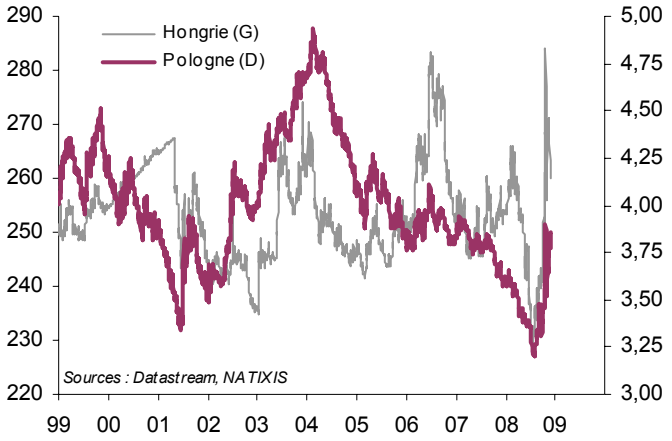
Graphique 14a
Taux de change contre dollar



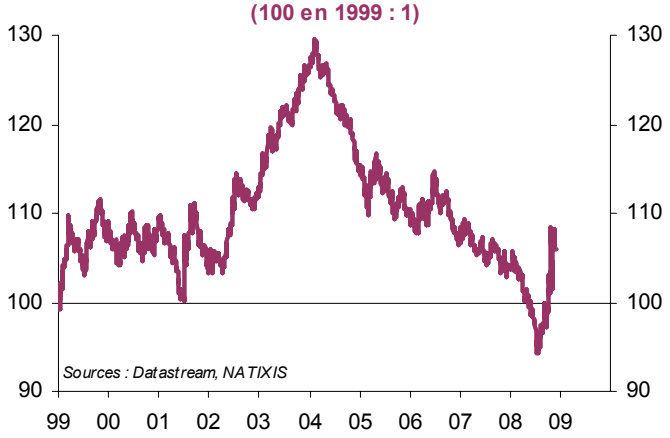
Graphique 14b
Taux de change contre dollar



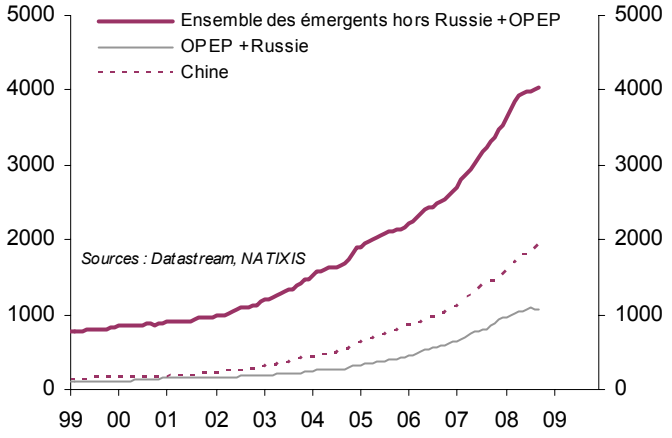
Graphique 14c
Taux de change contre l'euro



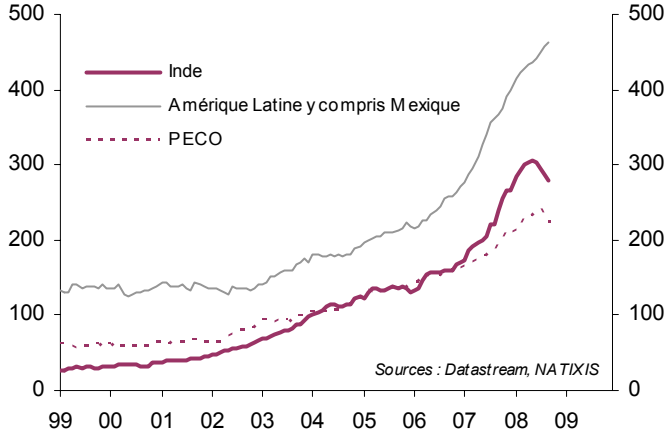
Graphique 14d
PECO : taux de change contre l'euro
(100 en 1999 : 1)



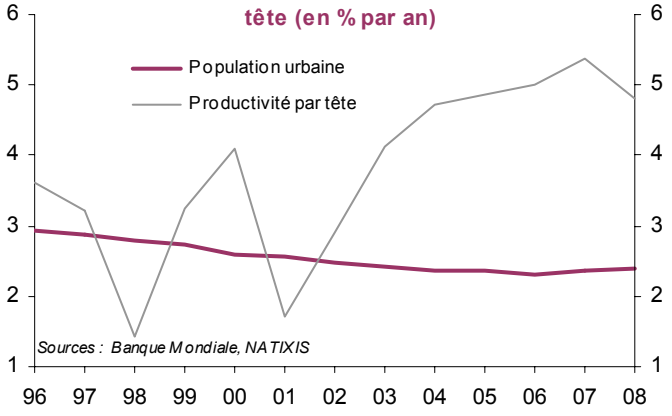
Graphique 15a
Réserves de change (en Mds de $)



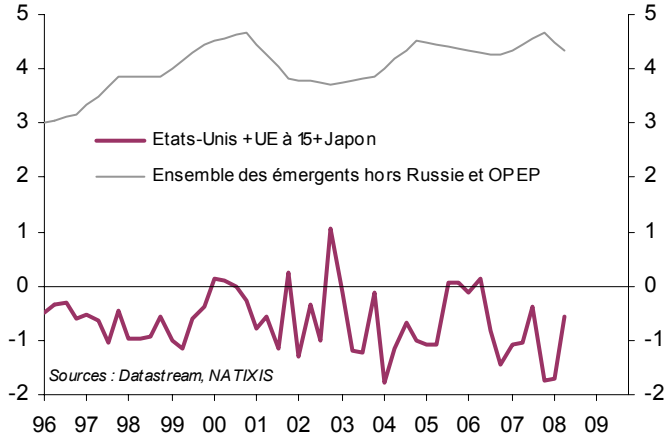
Graphique 15b
Réserves de change (en Mds de $)



Graphique 16
Ensemble des émergents hors Russie et OPEP : population urbaine et productivité par tête (en % par an)



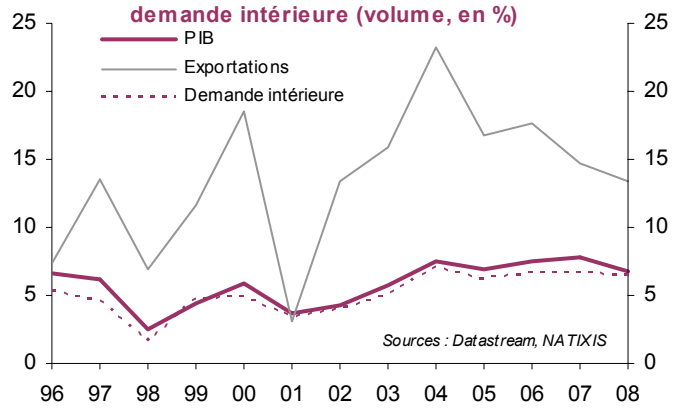
Graphique 17
Investissement direct net (en % PIB)



Ceci conduit sans doute à **rejeter la thèse de la sous-évaluation volontaire de la demande des émergents : l'accumulation de réserves de change par les émergents a surtout un objectif défensif (empêcher une appréciation excessive du taux de change), et la croissance dépend surtout de la demande intérieure.**

Les exportations jouent bien sûr un rôle dans l'explication de la croissance des émergents **(graphique 18),** mais il est plus faible que celui de la demande intérieure.

Graphique 18
Ensemble des émergents hors Russie et OPEP : croissance du PIB, exportations et demande intérieure (volume, en %)

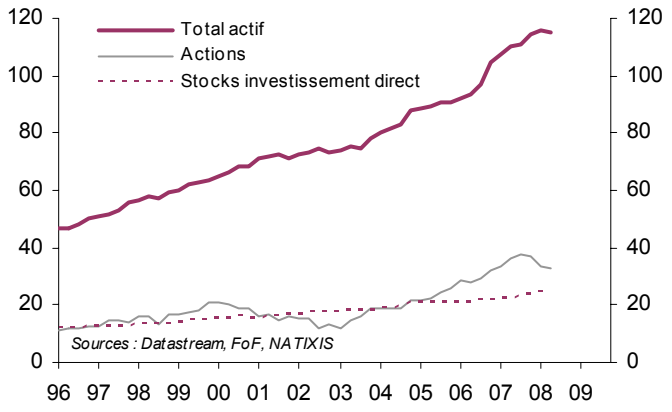


Thèse de la valorisation des actifs

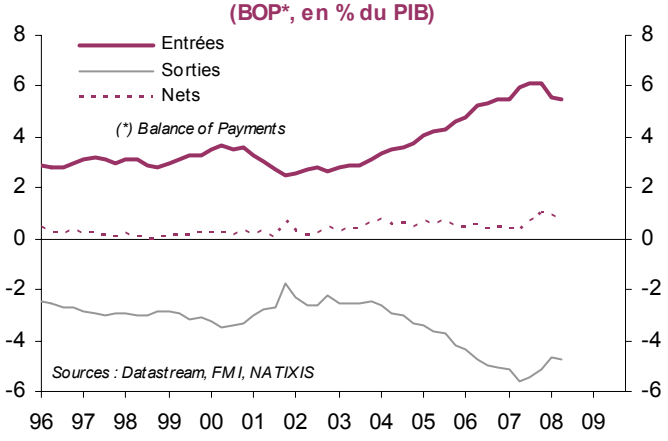
La thèse consiste à dire que le déficit extérieur des Etats-Unis n'est pas un problème très sérieux, puisque **la dette extérieure brute des Etats-Unis (graphique 4) est en réalité compensée par les avoir extérieurs des Etats-Unis (graphique 19) qui sont, d'une part des actifs dont la valeur et le rendement sont élevés, d'autre part des actifs dont la valeur en dollars augmente quand le dollar se déprécie** (alors que la dette extérieure brute des Etats-Unis est en dollars).

La vente de cette thèse décroît très vite : les avoirs extérieurs des Etats-Unis **(graphique 19)** résultent d'investissements anciens ; depuis le début de la décennie, la dette extérieure brute des Etats-Unis s'accroît rapidement (graphique 4). La rentabilité des actifs des Etats-Unis est forte, mais cependant, avec l'accumulation des déficits extérieurs, le coût de la dette extérieure a rattrapé les revenus sur les avoirs extérieurs **(graphique 20).**

Graphique 19
Etats-Unis : détention d'actifs étrangers (encours, en % du PIB)



Graphique 20
Etats-Unis : revenu du capital (BOP*, en % du PIB)



Synthèse : la crise montre le poids de la responsabilité des Etats-Unis dans les déséquilibres globaux

Nous avons, au vu des évolutions récentes observées, rejeté les thèses qui voudraient montrer que la responsabilité des déséquilibres globaux n'est pas à trouver aux Etats-Unis :

- les pays autres que les Etats-Unis ont eu une croissance forte poussée par le crédit, les Etats-Unis ont utilisé le crédit pour stimuler une croissance spontanément assez faible. La thèse de l'excès d'épargne dans le Reste du Monde est donc peu convaincante ;

- les Etats-Unis n'achètent pratiquement plus d'actifs du Reste du Monde, et le Reste du Monde achète aux Etats-Unis les actifs qui financent l'agent économique qui a un gros besoin de financement : ménages jusqu'à la crise, Etat depuis ;

- l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents ne vise pas à affaiblir leurs devises (à les sous évaluer), mais à éviter une appréciation trop forte ; la croissance des émergents est de plus en plus liée à leur demande intérieure, de moins en moins à leurs exportations ;

- la dette extérieure brute des Etats-Unis dépasse de plus en plus leurs avoirs extérieurs bruts, en termes de taille et de flux de revenus induits.

Annexe
Les thèses visant à dégager la responsabilité des Etats-Unis dans l'apparition des "déséquilibres globaux"

Durant les dernières années, de nombreuses thèses sont apparues dont l'objet est d'expliquer que les déséquilibres globaux ne sont pas dus aux politiques économiques menées aux Etats-Unis (voir par exemple XAFA (2007) pour une revue de ces thèses) :

1. Thèse de l'excès d'épargne en dehors des Etats-Unis

Le déficit extérieur des Etats-Unis serait dû à l'excès d'épargne donc à l'insuffisance de demande, dans le Reste du Monde, en particulier en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole (Engel-Rogers (2008), Bernanke (2005) : thèse du "saving glut").

Cette thèse ne fait pas l'unanimité : Edwards (2007) montre que les écarts de croissance n'expliquent qu'une fraction des déséquilibres globaux, et que ceux-ci sont surtout dus aux désajustements des taux de change.

2. Thèse du sous-développement financier dans les pays émergents

Cette thèse (mise en avant par Greenspan (2004) ; Croke-Kamin-Leduc (2005) ; Clarida (2005) ; Chinn-Ito (2005-2007) ; Ju-Wei (2007) ; Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2004-2005), d'un point de vue théorique par Caballero-Farhi-Gourinchas (2006), Mendoza-Quadrini-Rios-Rull (2007)), soutient que le sous-développement financier (faible taille des marchés financiers, faible compétence des intermédiaires financiers…) conduit à ce que les investisseurs des pays émergents confient leur épargne aux Etats-Unis. Soit les Etats-Unis leur offrent des actifs financiers attrayants, soit les intermédiaires financiers aux Etats-Unis sont les seuls capables de sélectionner les projets d'investissement efficaces (Gourinchas-Rey (2005b)). Ceci conduirait les pays émergents à acheter des actifs sans risque aux Etats-Unis, et les Etats-Unis à utiliser ces ressources pour réaliser des investissements rentables.

Le problème de cette thèse est que l'augmentation du développement financier accroît l'épargne dans les pays émergents (Ito-Chinn (2007)). Ceci explique que les pays émergents en croissance rapide autofinancent leur croissance (Aizenman-Pinto-Radziwill (2007) ; Gourinchas-Jeanne (2006) ; Prasad-Rajan-Subramanian (2007)).

Ainsi, s'il y avait plus de développement financier dans les pays émergents (en Asie), ces pays auraient davantage encore d'excédents extérieurs.

3. Thèse du mercantilisme

Selon cette thèse (Aizenman-Lee (2006-2007), Jeanne (2007), Feenstra-Hong (2007)), les pays émergents basent leur croissance sur les exportations (en particulier vers les Etats-Unis) et pas sur leur demande intérieure. Pour soutenir leurs exportations, ils sous-évaluent volontairement le taux de change de leurs monnaies, ce qui les conduit à accumuler d'énormes réserves de change.

4. Thèse de la valorisation des actifs extérieurs

Les tenants de cette thèse (Lane, Milesi-Ferretti (2005) ; Cavallo-Tille (2006) ; Gourinchas-Rey (2005a) ; Tille (2005)) mettent en avant le fait d'abord que la valeur intrinsèque des actifs extérieurs détenus par les Etats-Unis (actifs d'entreprise : actions, investissements directs) est plus grande que celle de la dette extérieure des Etats-Unis (titres publics et des Agences). D'autre part qu'une dévaluation du dollar rééquilibrerait facilement les comptes extérieurs des Etats-Unis puisqu'elle ferait apparaître une plus-value en capital sur les actifs extérieurs des Etats-Unis, qui sont en devises alors que la dette extérieure des Etats-Unis est en dollars.

Si aucune de ces thèses (excès d'épargne, sous-développement financier, mercantilisme, valorisation des actifs extérieurs) n'est correcte, alors **ce sont les anomalies des taux de change qui expliquent les déséquilibres globaux** (Edwards (2005 a/b) ; Mussa (2004) ; Obstfeld-Rogoff (2004-2005)). Ceci implique que, probablement alors, les déséquilibres globaux finissent par **une crise de change sur le dollar** (Blanchard-Giavazzi-SA (2005) ; Faruqee-Laxton-Muir-Pesenti (2005) ; Meredith (2007)).

REFERENCES

Aizenman J. and J. Lee (2006): "Financial versus Monetary Mercantilism – Long-run View of Large International Reserves Hoarding", *NBER WP # 12718*.

Aizenman J. and J. Lee (2007): International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory, and Evidence", *Open Economy Review*, *Vol. 11*, pp.191-214.

Aizenman J., B. Pinto and A Radziwill (2007): "Sources for Financing domestic capital is foreign saving a viable option for developing countries?" *Journal of International Money and Finance*, septembre.

Bernanke B. (2005): "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account. Remarks at the Sandridge Lecture", *Virginia Association of Economics, Richmond, VA*, mars 10.

Blanchard O., Giavazzi F. and Sa F. (2005): "The US Current Account and the Dollar", *NBER Working Paper* n° 11137, février 2005.

Caballero R., Farhi E. and Gourinchas P.O. (2006): "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates", *NBER Working Paper* N° 11996, janvier.

Cavallo M. and Tille C. (2006): "Could Capital Gains Smooth a Current Account Rebalancing"? *Federal Reserve Bank of New York Staff* Report 237, janvier 2006.

Chinn M. and Ito H. (2005): "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *NBER Working Paper* n° 11370.

Chinn M., Ito H. (2007): "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World "Savings Glut", *Journal of International Money and Finance*, *Volume 26*, Issue 4 juin, p. 546-569.

Clarida R. (2005): "Japan, China and the U.S. Current Account Deficit" *Cato Journal Vol. 25*, n° 1 (Winter).

Croke H., Kamin S.B. and Leduc S. (2005): "Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrial Economies". *International Finance Discussion Papers n°827, Board of Governor of the Federal Reserves System*, février 2005.

Dooley M. Folkerts-Landau D. and Garber P. (2004): "The Revired Bretton Woods System", *International Journal of Finance & Economics*, vol.9 (4) pages 307-313.

Dooley M., Folkerts-Landau, D. and Garber P. (2005): "International Financial Stability: Asia, Interest Rates, and the Dollar", Deutsche Bank Global Research.

Edwards S. (2005): "Is the U.S Current Account Deficit Sustainable? And if not, how costly is adjustment likely to be"? *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2005 (1), pp: 211-288.

Edwards S. (2007): "On current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances" *NBER Working Paper* 12904, février.

Engel C. and Rogers J.H. (2006): "The US Current Account Deficit and the Expected Share of World Output", *International Finance Discussion Paper* 856, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Faruqee H., Laxton D., Muir D. and Pesenti P. (2005): "Smooth Landing or Crash? Model-Based Scenarios of Global Current Account Rebalancing", in Clarida, Richard, editor, G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, forthcoming.

Feenstra C.R. and Hong C. (2007): "China Exports and Employment", *NBER Working paper* 13552.

Gourinchas P.O. and Rey H. (2005a): "International Financial Adjustment", *Center for International Development and Economics Research, Working Paper* n° C05-139, février.

Gourinchas P.O. and Rey H. (2005b): "From World Banker to World Venture Capitalist: The U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege", prepared for the *NBER Conference on G-7 Current Account Imbalances, mai, NBER Working Paper n° 11563,* août.

Gourinchas P.O., and Jeanne O. (2006): "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle", *mimeo, UC Berkeley, Department of Economics*.

Greenspan A. (2004): "The Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World", *Cato Journal*, vol. 24, n°1-2 (Spring-Summer).

Ito H. Chinn M. (2007): "East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment, and Financial Development" *NBER Working Paper* 13364, septembre.

Jeanne O. (2007): "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing"? *Brookings Papers on Economic Activity, 1*.

Ju J. and Wei S.J. (2007): "Domestic Institutions and the Bypass Effect of Financial Globalization", *NBER Working Paper* 13148.

Lane P.R. and Milesi-Ferretti G.M. (2005): "A Global Perspective on External Position". *NBER Working Paper* n° 11589, septembre 2005.

Mendoza E.G., Quadrini V., and Rios-Rull J.V. (2007): "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances". *NBER Working Paper* n° 12909, février.

Meredith G. (2007): "Debt Dynamics and Global Imbalances: Some Conventional Views Reconsidered *IMF Working Paper* janvier.

Mussa M. (2004): "Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances", *in Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, C.Fred Bergsten and John Williamson eds. Institute for International Economics, Washington D.C., novembre.

Obstfeld M., and Rogoff K. (2004): "The Unsunstainable US Current Account Position Revisited". *NBER Working Paper* n° 10869, novembre.

Obstfeld M. and Rogoff K. (2005): "Global exchange rate Adjustments and Global Current Account Imbalances". *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2005 (1), pp: 67-146.

Prasad E., Rajan R. and Subramanian A. (2007): "Foreign Capital and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

Tille C. (2005): "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations", *Staff Report N° 226*, *Federal Reserve Bank of New York*, octobre.

Xafa M. (2007): "Global Imbalances and Financial Stability", *IMF Working Paper*, mai.