NATIXIS

Flash
Économie

02 novembre 2009 - N° 487

Jusqu'où le dollar doit-il baisser pour que l'économie américaine reparte ?

Le modèle de l'économie américaine peut-il changer ? Plusieurs analyses, dont celles de l'administration américaine, suggèrent que la demande intérieure va être durablement affaiblie, avec le désendettement du secteur privé, mais que cette évolution sera compensée par la progression des exportations (sur le modèle, avant la crise, de l'Allemagne et du Japon). La crise a conduit à une contraction du commerce mondial, qui rend difficile l'utilisation de ce modèle. Surtout, les Etats-Unis ont de très gros handicaps, quant il s'agit d'exporter : sous-investissement, industries délocalisées, infrastructures insuffisantes.

La seule solution est alors de doper le commerce extérieur des Etats-Unis par un dollar faible ; nous nous interrogeons sur l'ampleur de la baisse (continuelle) nécessaire du dollar.

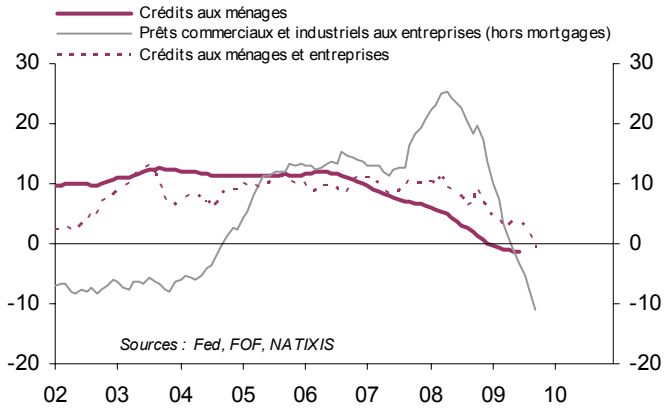
Cette stratégie est, de plus, très compliquée à mettre en œuvre : tant que le dollar est lié au RMB chinois et aux monnaies des pays de l'OPEP, il peut difficilement devenir très faible ; mais si ces pays laissaient leurs monnaies flotter vis-à-vis du dollar, ils arrêteraient de financer le déficit public des Etats-Unis et les taux d'intérêt sur le dollar monteraient fortement.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

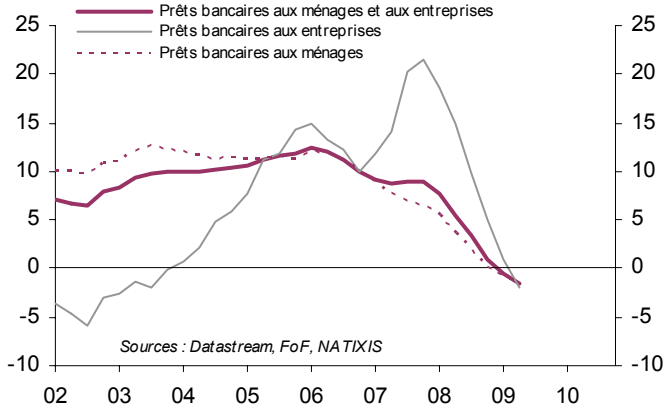
Il faudrait pouvoir substituer les exportations à la demande intérieure aux Etats-Unis

Nous pensons qu'il y aura **un recul durable de l'endettement du secteur privé** aux Etats-Unis **(graphiques 1a/1b),** le taux d'endettement devant s'ajuster à l'évolution de la richesse **(graphique 1c)** qui a beaucoup reculé pendant la crise.

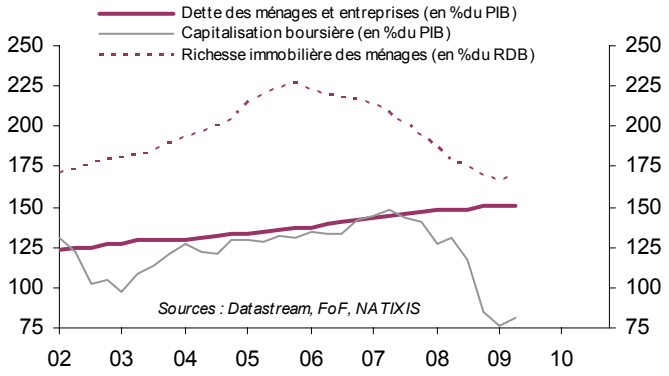
Graphique 1a
Etats-Unis : crédits aux ménages et aux entreprises (GA en %)



Graphique 1b
Etats-Unis : prêts bancaires (GA en %)

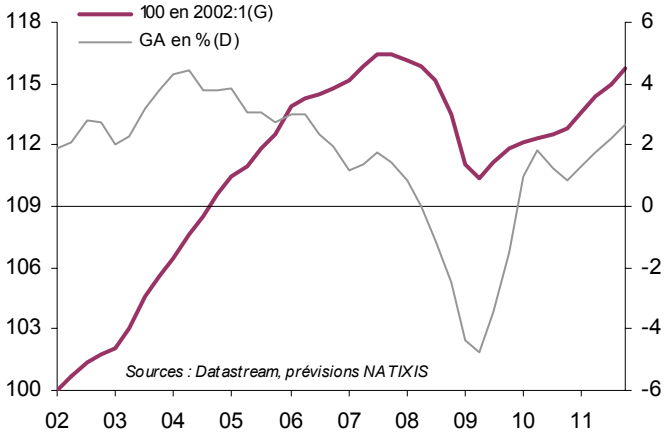


Graphique 1c
Etats-Unis : dette des ménages et entreprises, capitalisation boursière et richesse immobilière des ménages

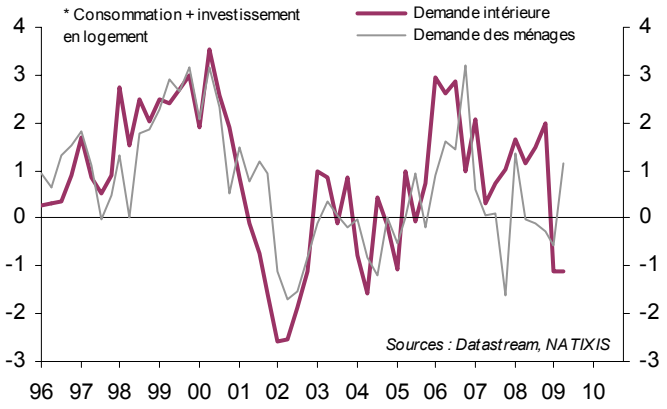


Ceci implique que, s'il y a désendettement durable, **la demande intérieure aux Etats-Unis sera durablement déprimée (graphique 2). Il serait donc très utile que les exportations puissent être substituées à la demande intérieure aux Etats-Unis,** ce qu'on observé dans le passé, **avant la crise, en Allemagne et au Japon (graphiques 3a/3b et 4a/4b),** avec de plus le fait que les investissements des entreprises suivent les exportations **(graphique 5).**

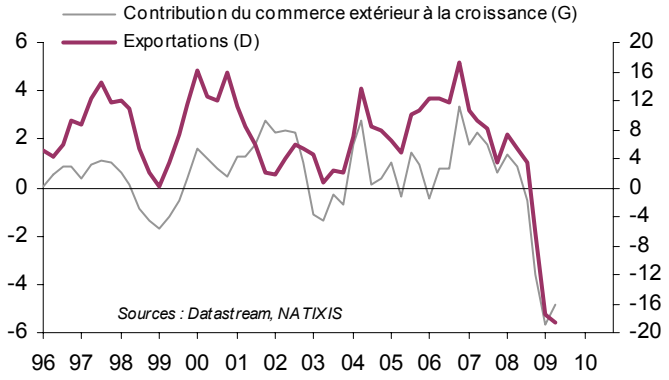
Graphique 2
Etats-Unis : demande intérieure (en volume)



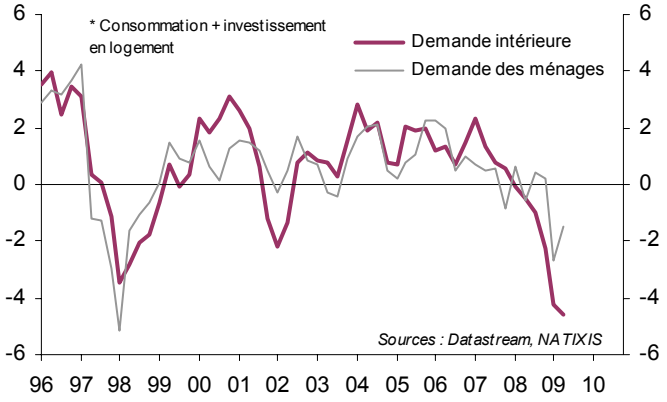
Graphique 3a
Allemagne : demande intérieure et demande des ménages * (en volume, GA en %)



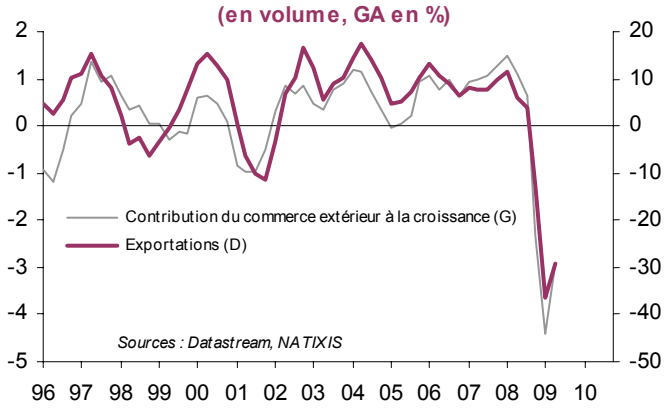
Graphique 3b
Allemagne : exportations et contribution du commerce extérieur à la croissance (en volume, GA en %)



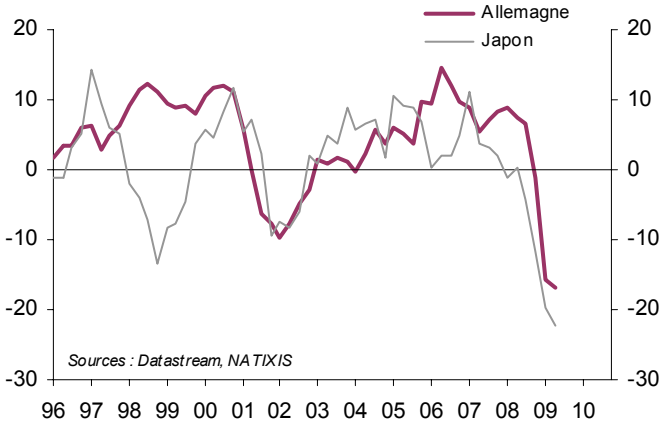
Graphique 4a
Japon : demande intérieure et demande des ménages * (en volume, GA en %)



Graphique 4b
Japon : exportations et contribution du commerce extérieur à la croissance (en volume, GA en %)



Graphique 5
Investissement productif (en volume, GA en %)

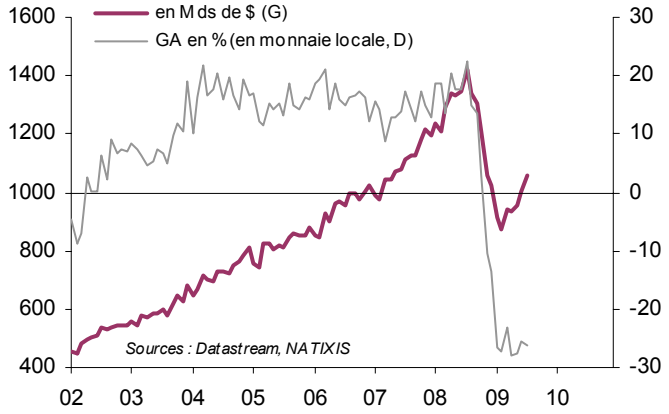


Cette stratégie de substitution des exportations à la demande intérieure a été présentée comme celle qu'allaient suivre les Etats-Unis, en particulier par l'administration américaine. **Mais nous pensons qu'elle n'est réalisable qu'avec un dollar très faible.**

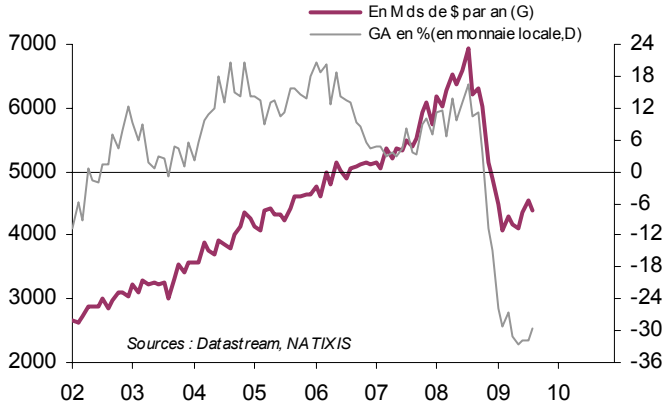
La capacité à exporter des Etats-Unis est réduite

Un premier problème est **la contraction du commerce mondial avec la crise (graphique 6a)**, qui vient à la fois de **la faiblesse de la demande intérieure dans les pays de l'OCDE,** donc du recul de leurs importations **(graphique 6b)**, et aussi de **la faiblesse des importations des pays émergents** malgré la reprise de la demande intérieure dans ces pays avec la substitution de la production domestique aux importations **(graphique 6c).** La contraction du commerce mondial rend évidemment difficile à mettre en place les stratégies de croissance tirées par l'exportation.

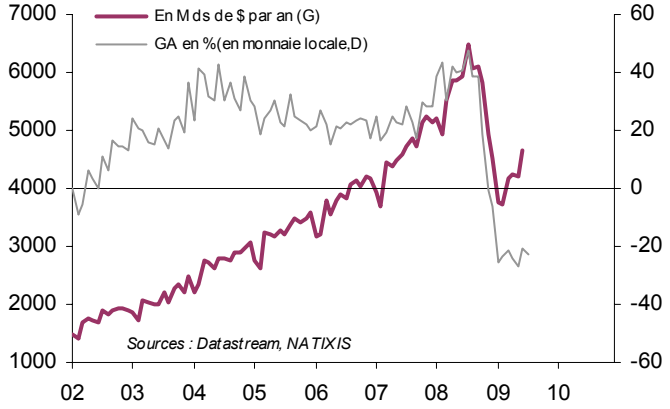
Graphique 6a
Monde : exportations en valeur



Graphique 6b
Etats-Unis + UE à 15+Japon : importations en valeur

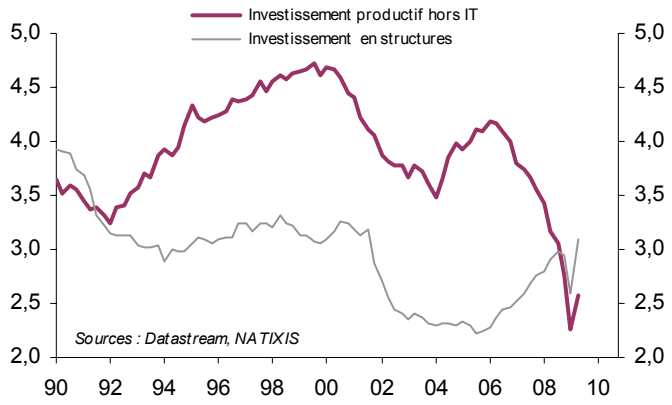


Graphique 6c
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP : importations en valeur

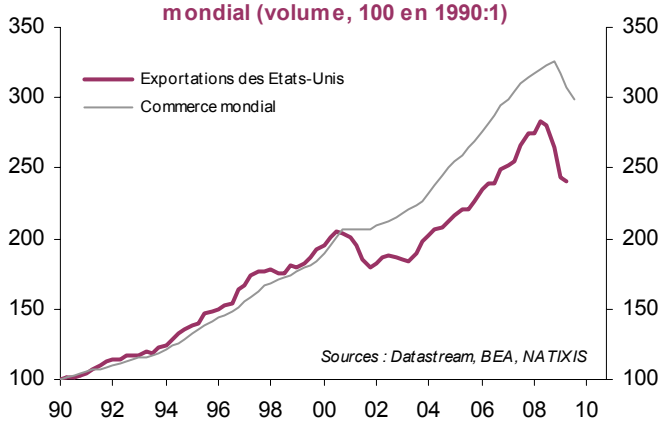


Mais le problème le plus sérieux aux Etats-Unis est la faible capacité du pays à exporter. Les Etats-Unis ont chroniquement sous investi dans l'industrie (graphique 7) et dans les infrastructures publiques (tableaux 1a/1b). Même avec les dépenses décidées par l'Administration Obama (tableau 1c), le handicap sera très long à corriger. Il n'est donc pas étonnant que les **Etats-Unis perdent continûment des parts de marché à l'exportation (graphiques 8a/8b)** et que le commerce extérieur, en dehors des crises où la demande intérieure recule, y ait une contribution négative à la croissance du commerce extérieur **(graphique 8c).**

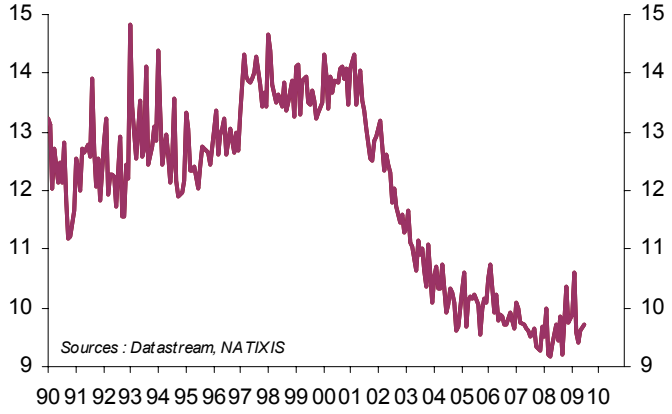
Graphique 7
Etats-Unis : investissement (en % du PIB en volume)



Graphique 8a
Exportations des Etats-Unis et commerce mondial (volume, 100 en 1990:1)



Graphique 8b
Etats-Unis : exportations (en valeur, en % des exportations du monde hors énergie)



Graphique 8c
Etats-Unis : contribution du commerce extérieur à la croissance

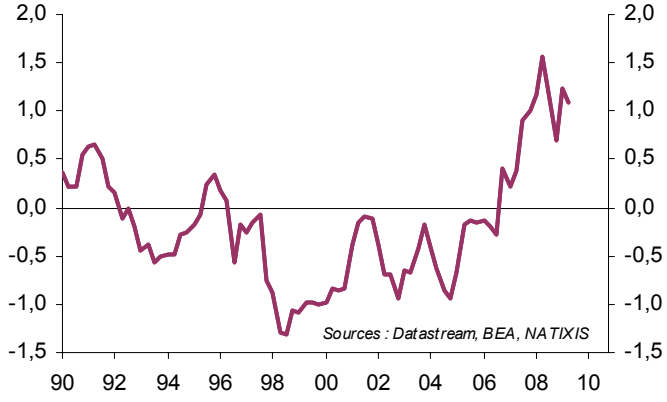


Tableau 1a
Dépenses annuelles d'infrastructures de transport (Md$ de 2004)

	Dépenses courantes	Dépenses nécessaires pour maintenir le niveau actuel de services	Dépenses économiquement justifiées	Autre
Autoroutes	66,7	78.8 d	131.7 d	
Mass transit	15,5	15.8 d	21.8 d	
Transport ferroviaire de marchandises	6.4 f	10.7 s	12.3 e	
Transport ferroviaire de passagers	0,7	0.5 "	n.a.	2,1
Aviation	14,4	17.9'	18.9'	
Transport d'eau	2,5	2,7	n.a.	7.9 `"
Total Transport	106,2	126,5	184,8	

Source : Congressionnal Budget Office
Notes: n.a. = non disponible.

Tableau 1b
Etat des infrastructures publiques aux Etats-Unis

Sujet	Note 2001	Note 2005	Commentaires
Aviation	*D*	D+	L'encombrement des aéroports américains a diminué depuis les niveaux critiques atteints au début de la décennie, suite à une baisse de la demande et aux légères augmentations de financement récentes. Toutefois les voyages aériens et le trafic ont dépassé les niveaux qu'ils avaient atteint avant le 11 septembre et l'on attend une croissance annuelle de 4,3 % d'ici 2015. Les aéroports devront accommoder d'un nombre croissant de jets régionaux et de nouveaux super-jumbo.
Ponts	*C*	*C*	Entre 2000 et 2003, le pourcentage des 590 750 ponts considérés structurellement défectueux ou fonctionnellement obsolètes a légèrement baissé, de 28,5 % à 27,1 %. Toutefois le coût de réparation de ces ponts s'élèverait à 9,4 Mds de $ par an pendant 20 ans. Le manque chronique d'investissement est aggravé par l'absence de programme de transport fédéral.
Eau potable	*D*	D-	L'Amérique manque des 11 Mds $ annuels nécessaires pour remplacer les installations vieillissantes et se conformer aux normes réglementaires relatives à l'eau potable. Le financement fédéral pour la production d'eau potable est resté au même niveau en 2005, à 850 M $, soit moins de 10% des besoins nationaux. L'administration du Prés. Bush a proposé de maintenir ce niveau de financement pour l'année fiscale 2006.
Énergie	*D+*	D	Le réseau de transport électrique des États-Unis est en grand besoin de modernisation. La croissance de la demande en électricité et l'investissement dans de nouvelles centrales électriques ne s'est pas accompagnée d'investissements similaires dans le réseau de transport d'électricité. Les dépenses d'entretien ont baissé de 1% par an depuis 1992.
Réseau ferroviaire	--	*C-*	Pour la première fois depuis la seconde guerre mondiale, l'insuffisance de la capacité ferroviaire a créé des goulots d'étranglement et des retards. Ce problème devrait s'aggraver, du fait de l'augmentation d'au moins 50 % du tonnage de fret ferroviaire prévue d'ici 2020.
Réseau routier	*D+*	*D*	Les routes en mauvais état coûtent 54 Mds $ en réparations et frais de fonctionnement pour les automobilistes américains, soit 275 $ par automobiliste. Les Américains passent 3,5 Mds d'heures par an dans les embouteillages, pour un coût de 63,2 Mds $ par an. Les dépenses annuelles de 59,4 Mds $ sont bien en-deçà des 94 Mds $ nécessaires annuellement pour améliorer l'infrastructure nationale des transports. Alors que les programmes de transports fédéraux à long terme ne sont plus autorisés depuis leur expiration le 30 septembre 2003, la nation continue à rogner sur les fonds nécessaires aux améliorations du réseau routier.

A = Exceptionnel, B = Bon, C = Médiocre, D = Insuffisant, F = défaillant, I = Incomplet
Total des investissements nécessaires = 1,6 billion $
(Estimation des besoins sur 5 ans - ne comprend pas les besoins d'investissements de sécurité)
Chaque catégorie a été évaluée en fonction de son état et de sa performance, capacité comparée aux besoins, et financement comparé aux besoins.
Source : American Society of Civil Engineers (Société américaine des ingénieurs civils).

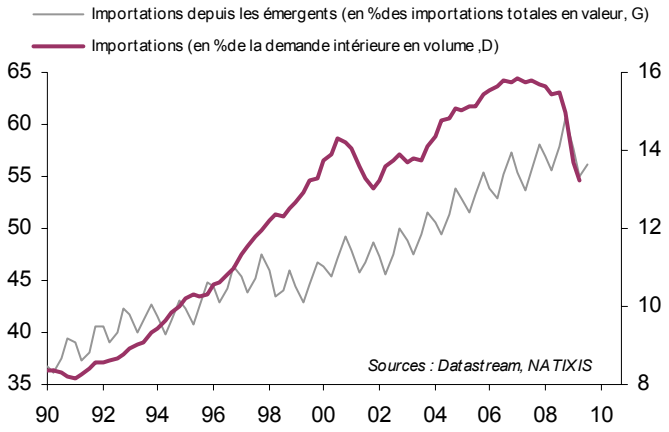
Tableau 1c
Etats-Unis : plan de relance budgétaire

	En Md$
Total	**787,2**
Baisses d'impôt	**285**
Dépenses	**502**
Dépenses pour promouvoir les énergies propres	35
Promotion des sciences et technologies	22
Dépenses d'infrastructures : modernisation des routes, ponts	42
Dépenses pour l'éducation	95
Dépenses en faveur de la santé	46
Dépenses et Tansferts pour soutenir ceux qui ont perdu leur travail	96
Dépenses en faveur des états	148
Autres	19

Source : CBO

Parallèlement, en dehors des périodes de crise, **la part des importations dans la demande intérieure** aux Etats-Unis croît tendanciellement **(graphique 9).**

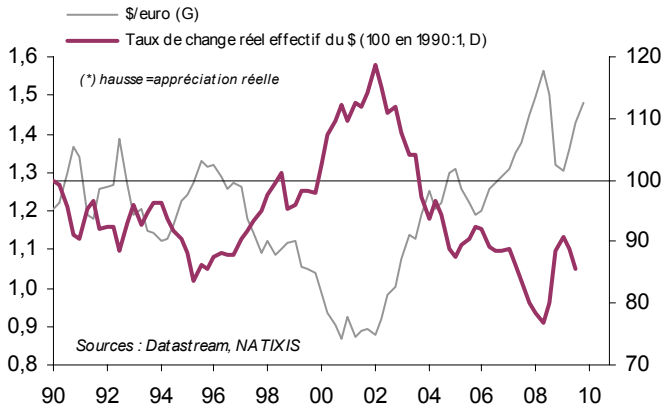
Graphique 9
Etats-Unis : importations



Pour croître par le commerce extérieur (par les exportations), il faut un dollar très faible

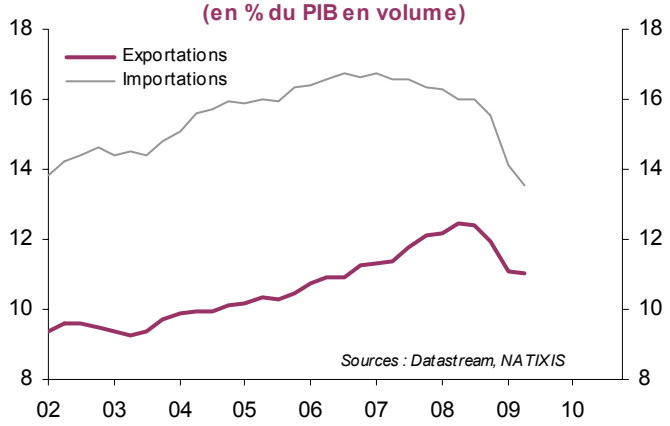
Si les Etats-Unis veulent substituer les exportations (le commerce extérieur**) à la demande intérieure si le commerce mondial reste déprimé, et si la capacité à exporter des Etats-Unis est faible** (si leur propension à importer est forte), **la seule solution est la dépréciation du dollar. Les graphiques 8a, 9 et 10** montrent que **lorsque le dollar est très faible** (1994-1999, 2005-2008) **la situation du commerce extérieur des Etats-Unis s'améliore.**

Graphique 10
Etats-Unis : taux de change effectif réel*
et taux de change



L'analyse économétrique montre qu'une **dépréciation effective réelle du dollar** de 10 % **accroîtrait les exportations en volume des Etats-Unis de 0,26 %, réduirait les importations en volume des Etats-Unis de 0,10 %.** Supposons que **l'objectif soit d'augmenter de 1 point par an la croissance du PIB aux Etats-Unis.** Compte tenu du poids des exportations et des importations **(graphique 11), il faudrait chaque année une dépréciation effective réelle du dollar de 18 %**, qui accroît la croissance des exportations de 4,7 points par an et réduit la croissance des importations de 1,8 points par an.

Graphique 11
Etats-Unis : exportations et importations
(en % du PIB en volume)



Traduit en termes de $/€, compte tenu du lien entre le taux de change effectif du dollar et le taux de change $/€ **(graphique 10),** ceci **correspond à une dépréciation du dollar par rapport à l'euro de 25 % par an.**

Synthèse : une stratégie difficile à mettre en place

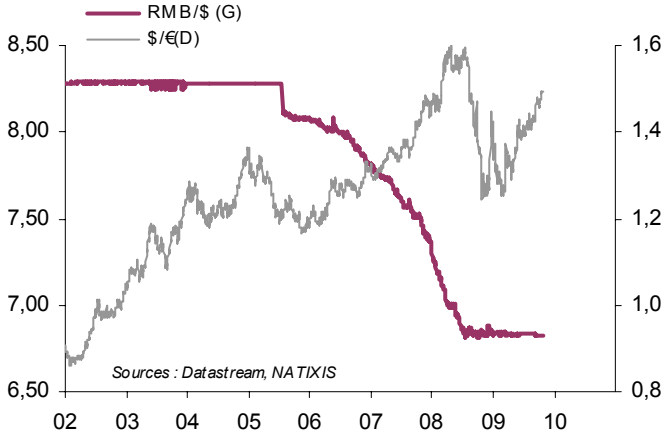
Si les Etats-Unis veulent substituer les exportations à la demande intérieure, compte tenu de la faible capacité à exporter des Etats-Unis et de leur forte propension à importer, **il faut qu'ils déprécient massivement et continument le dollar** (pour obtenir 1 point de croissance par an, il faudrait d'après nos estimations une dépréciation du taux de change effectif du dollar de 18 % par an).

Cette stratégie est peut-être celle que voudrait suivre l'administration américaine mais elle va se heurter à de nombreuses difficultés :

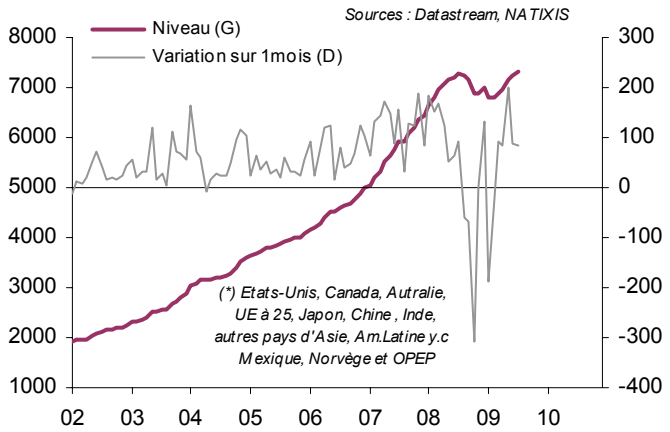
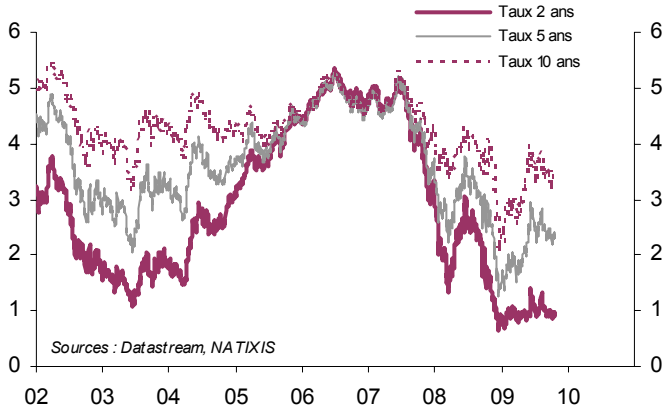
- **le lien entre le RMB chinois (ainsi que les monnaies des pays de l'OPEP) et le dollar (graphique 12a) qui limite le potentiel de dépréciation du dollar** avec les achats de dollars par les Banques Centrales **(graphique 12b) ;**

- le fait que **si la Chine et les pays de l'OPEP laissent flotter le dollar, ce qui lui permettrait de se déprécier, ils arrêteront d'acheter des titres publics américains, d'où alors une forte remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis (graphique 13).**

Graphique 12a
Taux de change



Graphique 12b
Monde* : réserves de change (Mds de $)



Graphique 13
Etats-Unis : taux d'intérêt d'Emprunts d'Etat