

V. LES ENJEUX DE LA RÉDUCTION DU DÉFICIT DE LA BALANCE COURANTE DES ÉTATS-UNIS

Introduction

Le déficit de balance courante des États-Unis a récemment atteint son plus haut niveau historique (graphique V.1) et, selon les prévisions de l'OCDE, il restera élevé ces prochaines années. La contrepartie de ce déficit émane de plusieurs pays et régions (graphique V.2), plusieurs pays d'Asie et certains pays européens dégageant un net excédent (en pourcentage du PIB).

Les déséquilibres de balance courante risquent de ne pas être tenables...

Une réduction de ces déséquilibres mondiaux de balance courante, si elle intervient, aura des conséquences non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour les autres pays, les effets précis étant fonction de la façon dont l'ajustement s'opérera. On examinera ci-après trois mécanismes d'ajustement : les taux de change, les taux d'épargne nationale et la compétitivité hors prix à l'exportation. Ce chapitre, qui repose en partie sur des simulations du modèle INTERLINK de l'OCDE, présente les conséquences probables d'une réduction du déficit de balance courante des États-Unis par chacun de ces mécanismes.

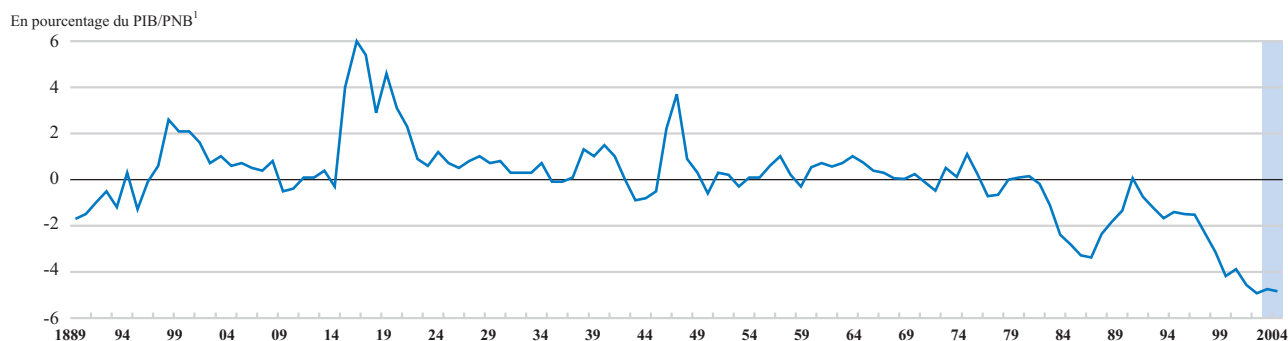
... et un ajustement aura des conséquences au niveau mondial

Les principales conclusions de cette analyse sont les suivantes :

- Si l'on ne prend en compte qu'un seul des mécanismes de réduction du déficit des États-Unis, il faudrait une modification relativement importante de la variable économique considérée pour parvenir à une faible réduction du déficit. Par exemple, les simulations montrent que pour obtenir une amélioration de

Même une faible réduction exigerait des modifications importantes...

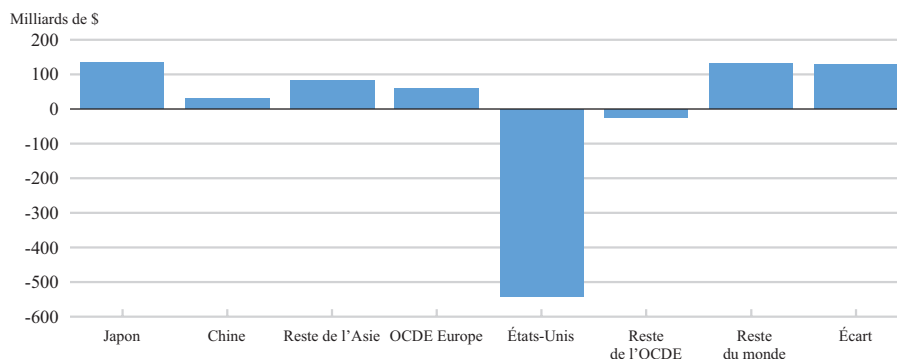
Graphique V.1. La balance courante américaine en perspective historique



1. PNB avant 1929.

Source : OCDE, US Bureau of Economic Analysis ; et pour les données avant 1946, Bureau of the Census : Historical Statistics of the United States, Washington DC, 1975.

— Graphique V.2. Balances des opérations courantes dans le monde en 2003 —



Notes : Le reste de l'Asie comprend le Taipei chinois, la Corée, Hong-Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande. L'écart statistique correspond aux erreurs, omissions et asymétries, des statistiques des balances des opérations courantes et à l'absence de prise en compte des données concernant les organisations internationales et un petit nombre de pays.

Source : OCDE.

la balance commerciale de deux points de PIB sur six ans, il faudrait des chocs dont l'ordre de grandeur serait le suivant :

... des taux de change...

- une dépréciation effective du dollar en termes nominaux de 20 à 25 pour cent, ou

... de la politique budgétaire...

- un changement du solde budgétaire des États-Unis d'environ 6 points de PIB, ou

... ou de la compétitivité

- une amélioration de la compétitivité hors prix des producteurs des États-Unis correspondant à une augmentation de 2 points environ de la part des États-Unis dans les importations mondiales.

Elle aurait également tendance à freiner la croissance en dehors des États-Unis...

- Une réduction du déficit comporte également de sérieux risques pour la croissance des partenaires commerciaux des États-Unis, notamment au Japon ou les marges de manœuvre des politiques monétaires et budgétaires permettant de compenser toute pression récessionniste sont limitées.

... mais à un degré qui serait fonction de la flexibilité des taux de change en Asie

- L'impact d'une dépréciation du dollar sur les partenaires commerciaux des États-Unis dépend, dans une large mesure, de la flexibilité des taux de change en Asie. Si le renminbi et les autres monnaies restent liés (de façon formelle ou informelle) au dollar à mesure qu'il se déprécie, le coût pour le Japon et pour les autres économies de l'OCDE sera plus lourd que si l'on laisse le dollar baisser par rapport aux autres monnaies.

Une contraction de l'activité intérieure trop marquée pourrait être risquée

- Si l'ajustement devait se produire par un resserrement de la politique budgétaire des États-Unis, la réponse adéquate en matière de politique monétaire, serait, toutes choses égales par ailleurs, de réduire les taux d'intérêt à court terme. Mais, compte tenu leur point de départ actuel, il existe un risque supérieur à la normale de se rapprocher d'un niveau proche de zéro pour cent. Néanmoins, ce risque serait atténué si l'assainissement budgétaire devait intervenir en conjonction avec une dépréciation du dollar ayant un effet inflationniste.

- Un gain autonome de compétitivité hors prix des entreprises américaines à l'exportation, par le biais d'une modification structurelle de l'offre de l'économie, serait relativement inoffensive pour les États-Unis et aurait les conséquences les moins coûteuses pour les autres pays de l'OCDE.
- Plus généralement, il semble difficile d'imaginer un scénario permettant une nette réduction du déficit de balance courante des États-Unis sans coûts pour le reste du monde.

Une amélioration de la compétitivité à l'exportation serait préférable

Il n'y a pas de mesure simple de la soutenabilité...

... qui dépendrait de l'attrait des avoirs non américains...

... et du degré de risque que présente l'économie américaine

Bien sûr, on peut tout naturellement se demander si ces changements sont nécessaires. Pourquoi le niveau actuel du déficit de balance courante des États-Unis ne serait-il pas tenable ? Et, s'il ne l'est pas, de combien faudrait-il qu'il se réduise ? Nous examinerons dans ce chapitre les conséquences d'une réduction du déficit commercial de 2 pour cent du PIB. Est-ce nécessaire ou suffisant ? Il est difficile de se prononcer faute de mesure simple de la soutenabilité¹.

Pour l'essentiel, la question de la soutenabilité peut être envisagée sous deux angles. D'une part, du point de vue des investisseurs mondiaux, un déficit de cette ampleur pour une économie d'une aussi grande dimension que celle des États-Unis absorbe une forte proportion de l'épargne mondiale totale et implique une part croissante d'actifs américains dans les portefeuilles des investisseurs étrangers. À de nombreux égards, les États-Unis demeurent une destination attrayante pour l'investissement, mais on ne sait pas très bien jusqu'à quel point les étrangers continueront d'accumuler au rythme actuel des actions et des obligations émises par des résidents des États-Unis. Manifestement, la réponse est fonction de tout un ensemble de facteurs, notamment la part d'actifs en dollars que les investisseurs potentiels jugent approprié de détenir dans leur portefeuille total, qui sera elle-même partiellement fonction de l'attrait comparatif des autres destinations des investissements. Il est donc possible que de nouvelles réformes structurelles chez les partenaires commerciaux des États-Unis élargissent l'éventail des possibilités attractives d'investissement. Plusieurs banques centrales d'Asie ont été à l'origine d'une demande importante d'actifs libellés en dollars des États-Unis, comme le montre l'accumulation de réserves officielles, et on peut également se demander combien de temps durera cette tendance.

D'autre part, si l'on se place du point de vue des États-Unis en tant qu'emprunteur, les déficits de balance courante alourdissent l'encours de la dette et augmentent les besoins futurs de financement. Cela accroît le degré de risque perçu que présentent les États-Unis comme destination de l'investissement. Mais on ne sait pas très bien à quel niveau l'endettement serait jugé intenable. À l'heure actuelle, les engagements extérieurs nets des États-Unis représentent environ 25 pour cent du PIB, ce qui est relativement faible par rapport à un grand nombre d'autres pays de l'OCDE. Sous l'hypothèse d'une progression du PIB nominal de 5 pour cent par an, si le déficit de balance courante se maintenait à 5 pour cent du PIB chaque année, les engagements extérieurs nets s'alourdiraient alors régulièrement pour atteindre en définitive 100 pour cent du PIB. Si, en revanche, le déficit de balance courante se contractait de 5 pour cent à 3 pour cent du PIB, les engagements extérieurs nets se stabiliseraient à 60 pour cent du PIB. Bien entendu, les résultats de ces calculs sont extrêmement tributaires de l'hypothèse de croissance du PIB et ils ne répondent pas à la question de savoir

1. Voir, par exemple, Greenspan (2003, 2004) et Mann (1999, 2002), qui approfondit la notion de soutenabilité.

quel est le niveau de déficit de balance courante ou la position nette d'investissement international qui seraient souhaitables.

L'ajustement pourra être reporté, mais ce report comporte également des risques

Pour l'instant, on ne constate guère de tensions pour le financement du déficit de balance courante des États-Unis ; les taux d'intérêt américains restent relativement faibles, la demande de titres de dette américains est relativement forte et les modifications des taux de change n'ont pas été désordonnées à ce jour. Néanmoins, les signes constatés de protectionnisme commercial – aux États-Unis et ailleurs – suggèrent que des déséquilibres persistants de grande ampleur pourraient avoir des coûts imprévus et qu'un ajustement pourrait avoir corrélativement certains effets bénéfiques². Mais en l'absence de modifications sensibles des principaux déterminants économiques de la balance courante, notamment ceux retenus dans les simulations qui font l'objet du présent chapitre, le processus d'ajustement peut être très long et pourrait s'opérer par un découplage progressif des revenus intérieurs et de la demande intérieure par rapport à la production, ce découplage tenant au fait que les investisseurs étrangers absorbent une part de plus en plus forte de la valeur ajoutée.

Contexte des simulations

Les simulations évaluent plusieurs mécanismes d'ajustement...

Dans le passé, les déficits importants de balance courante se sont généralement résorbés par une combinaison de dépréciation du taux de change réel et de mesures d'assainissement budgétaire. C'est pourquoi ces deux possibilités ont été retenues parmi les trois mécanismes d'ajustement des balances courantes qui sont examinés dans les simulations. Le troisième mécanisme, une amélioration autonome de la compétitivité hors prix des exportations américaines, vise à prendre en compte le rôle que peuvent jouer les facteurs qui déterminent du côté de l'offre la part des entreprises américaines sur les marchés d'exportation. Les mesures précises pouvant se répercuter sur la compétitivité hors prix sont moins nettes que dans le cas des deux premiers mécanismes, mais on obtient ainsi un cadre utile pour examiner certains des autres déterminants des performances commerciales des États-Unis que les deux premiers mécanismes ne prennent pas en compte et, également, pour évaluer l'éventualité d'un ajustement ne faisant pas intervenir les deux premiers mécanismes.

... chacun étant censé améliorer la balance commerciale des États-Unis de 2 pour cent du PIB

Pour chaque mécanisme, les simulations ont été effectuées sur la base du scénario à moyen terme de l'OCDE de décembre 2003³ de façon à obtenir une amélioration de la balance commerciale des États-Unis de l'ordre de 2 pour cent du PIB au bout de six ans. L'impact sur la balance des opérations courantes diffère d'une simulation à l'autre en fonction de l'évolution des taux d'intérêt et des conséquences pour les paiements au titre du service de la dette que perçoivent les

2. Les initiatives protectionnistes sont particulièrement dangereuses dans le contexte de déséquilibres de balance courante de grande ampleur, la flexibilité de l'économie mondiale étant alors d'autant plus importante (Greenspan, 2003, 2004).
3. Voir Downes *et al.* (2003). On notera que ce scénario diffère de celui publié dans la présente édition des *Perspectives économiques*. Pour un grand nombre d'économies, les deux scénarios ne sont pas très différents. Néanmoins, pour le Japon, le scénario le plus récent se distingue par une plus forte croissance, une inflation nettement plus élevée et des taux d'intérêt à court terme positifs à partir de 2006.

non-résidents⁴. Les conséquences de chaque scénario pour les principales variables économiques aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro sont résumées dans les tableaux du présent chapitre⁵. Les résultats des simulations ne constituent en aucun cas des prévisions, mais définissent plutôt un cadre permettant d'identifier les interactions entre pays.

Mécanisme 1 : Le rôle de la dépréciation du taux de change

Les modifications du taux de change sont considérées depuis longtemps comme le mécanisme peut-être le plus important pour obtenir un ajustement de balance courante. Dans les économies à taux de change flottant, ce mécanisme est généralement mis en œuvre par les participants au marché. À mesure que les investisseurs sont de moins en moins prêts à financer le déficit croissant de l'épargne totale par rapport à l'investissement total aux taux de change en vigueur, la monnaie subit des pressions à la baisse. Aux États-Unis, c'est ce qui s'est produit dans une certaine mesure depuis que le dollar a atteint son point haut en 2002, bien que les pressions aient été atténuées par l'entrée massive de capitaux provenant des banques centrales d'Asie, soucieuses, entre autres, d'empêcher de fortes fluctuations de leurs monnaies par rapport au dollar.

Les modifications du taux de change sont un mécanisme important d'ajustement...

Dans le passé, le lien entre le taux de change et la balance des opérations courantes s'est révélé très variable d'un pays à l'autre. Dans certains cas, une forte dépréciation du taux de change a mis fin au déficit des opérations courantes. Au Canada, par exemple, après la baisse du taux de change effectif réel de 25 pour cent environ dans les années 1990, la balance des opérations courantes est passée d'un déficit persistant à un excédent de l'ordre de 2 pour cent. De même, en Suède, avec la baisse du taux de change effectif réel de plus de 20 pour cent après 1992, la balance des opérations courantes, qui accusait un déficit de plus de 3 pour cent du PIB, a dégagé un excédent de 4 pour cent environ. Mais au cours de cette même période, les deux pays ont procédé à un assainissement budgétaire substantiel qui a sans doute également influé sur le solde extérieur. Dans d'autres cas, de fortes variations du taux de change n'ont donné lieu qu'à un faible ajustement. Par exemple, dans les économies où les anticipations inflationnistes n'étaient pas solidement ancrées, il a été difficile d'obtenir une dépréciation durable du taux de change réel, car la dépréciation du taux de change nominal a été compensée par une inflation supérieure à celle des partenaires commerciaux⁶.

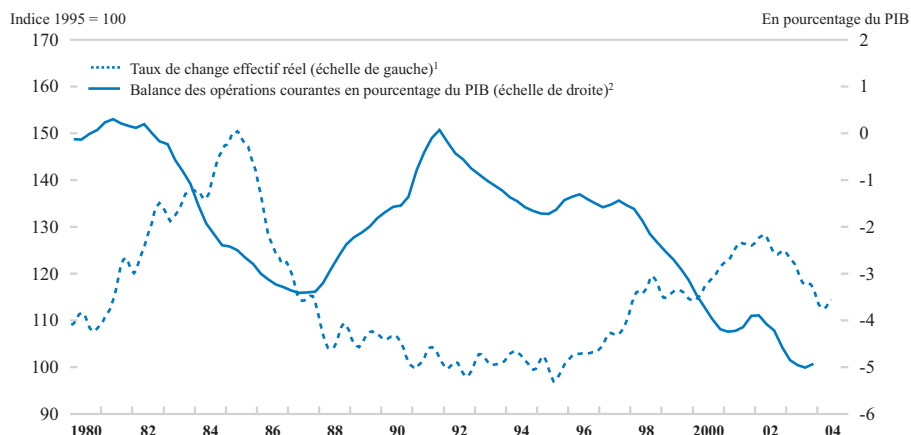
... mais l'expérience dans ce domaine est différente d'un pays à l'autre

4. On a utilisé pour les simulations une règle simplifiée, à savoir qu'un tiers de l'augmentation du service de la dette publique américaine concerne les non-résidents. Dans ces conditions, si un choc (comme une dépréciation de la monnaie) exige une hausse des taux d'intérêt domestiques, le déficit de balance courante des États-Unis s'améliorera beaucoup moins que la balance commerciale. Mais il faut tenir compte d'un autre facteur, qui n'est pas pris en compte ici : la dépréciation du dollar augmentera le rendement, libellé en dollars, des avoirs américains en devises. D'où une amélioration du solde des revenus de l'investissement atténuant l'impact du gonflement du service de la dette.

5. Les résultats des simulations sont également commentés dans Brook *et al.* (2004).

6. Par exemple, bien que la lire italienne ait chuté de près de 20 pour cent au cours des années 80 et 1990, ni le taux de change effectif réel, ni la balance des opérations courantes n'ont évolué selon une véritable tendance.

Graphique V.3. Taux de change effectif réel et balance des opérations courantes aux États-Unis



1. Les calculs pour les taux de change prennent en compte les prévisions de fin 2003 et début 2004.

2. Les prêts nets extérieurs sont la contrepartie du solde des opérations courantes.

Les données sont lissées sur la base d'une moyenne mobile sur 4 trimestres.

Source : OCDE, BEA, tableaux NIPA.

*Une dépréciation du dollar
aurait tendance à améliorer la
balance des opérations
courantes des États-Unis...*

Aux États-Unis, le lien observé dans le passé entre le taux de change du dollar et la balance des opérations courantes est négatif (graphique V.3). Toutefois, les relations de causalité sont multiples. Par exemple, un relatif dynamisme de la demande intérieure américaine s'est doublé tantôt d'un substantiel déficit, tantôt de fortes entrées de capitaux. Mais il est probable que les liens directs entre le taux de change et le solde extérieur ont également joué un rôle. Néanmoins, plusieurs facteurs limitent le degré auquel la balance courante s'améliore à la suite d'une dépréciation du taux de change. Premièrement, il faut un certain temps pour que le lien produise ses effets. Deuxièmement, le comportement de marge des importateurs joue aussi un rôle non négligeable. De fait, on constate que la répercussion des variations du taux de change sur les prix à l'importation est relativement faible par rapport à d'autres pays de l'OCDE⁷.

*... mais sera en partie
compensée par une diminution
de la demande chez les
partenaires commerciaux des
États-Unis*

Troisièmement, puisqu'une dépréciation du dollar se traduira par l'appréciation d'autres monnaies, il y aura contraction de l'activité chez les partenaires commerciaux des États-Unis, ce qui aura en retour un effet négatif sur la demande d'exportations américaines. Dans les circonstances actuelles, il est probable que cet effet sera particulièrement marqué pour les économies comme le Japon, ou les marges de manœuvre monétaire ou budgétaire permettant compenser le choc négatif sur la demande sont réduites⁸.

7. Cela est vrai aussi bien pour l'élasticité de transmission à court terme que pour celle à long terme (Campa et Goldberg, 2002).

8. Les autorités japonaises ont utilisé des objectifs quantitatifs pour assouplir la politique monétaire au-delà du niveau suggéré par des taux d'intérêt nuls, mais ce mécanisme n'est pas pris en compte dans les simulations. Par conséquent, les simulations ne prennent pas non plus en compte l'impact possible de l'assouplissement quantitatif sur le yen.

Enfin, selon le degré auquel une baisse du dollar fera monter l'inflation, la politique monétaire devra réagir et les taux d'intérêt augmenteront⁹. La hausse des paiements d'intérêts au titre de la dette extérieure donne à penser que l'amélioration du déficit de balance courante serait moindre que celle de la balance commerciale.

... et par les effets de hausse des taux d'intérêt américains...

Ces facteurs sont illustrés par deux scénarios de taux de change qui évaluent l'impact d'une dépréciation nominale de 22,5 pour cent du taux de change effectif du dollar, suffisante dans le modèle INTERLINK pour obtenir une amélioration de 2 pour cent du PIB de la balance commerciale des États-Unis sur six ans¹⁰. L'un des scénarios considère une dépréciation de 30 pour cent par rapport aux taux de change des autres pays de l'OCDE, sans variation par rapport aux taux de change des pays asiatiques hors Japon. Dans l'autre scénario, la dépréciation du dollar est plus largement répartie : environ 22 pour cent par rapport à toutes les monnaies. Le tableau V.1 résume les conséquences de chacun des ces chocs pour les taux de change effectifs des principales régions de l'OCDE. En ajoutant la première colonne à la troisième ou quatrième colonne, on obtient la dépréciation ou l'appréciation totale depuis le point haut du dollar de février 2002.

... comme l'illustrent les simulations du modèle

Tout en étant prononcée, la dépréciation du dollar simulée n'est pas sans précédent. Par exemple, entre 1985 et 1988, le taux de change effectif du dollar a baissé de 32 pour cent, puis un recul régulier par la suite a porté la dépréciation totale à 36 pour cent en 1995, ce qui est similaire au choc imposé pour la dépréciation

La baisse simulée du dollar est prononcée, mais pas exceptionnelle...

Tableau V.1. **Taux de change effectifs dans les scénarios de dépréciation du dollar**

Taux de change effectifs (appréciations en pourcentage)

	Par rapport au point haut du dollar (fév. 2002) jusqu'au 3 nov. 2003	Par rapport au point haut du dollar (fév. 2002) jusqu'au 16 avril 2004	Ajustement des taux de de change de l'OCDE ^a	Ajustement de tous les taux de change ^a
Dollar	-10.1	-11.6	-22.5	-22.5
Yen	10.9	12.3	22.0	5.5
Euro	16.3	18.9	11.0	4.0

Note : La date limite de prise en compte des mouvements des taux de change par rapport au niveau de référence est le 3 novembre 2003 (voir Perspectives économiques de l'OCDE, n° 74, décembre 2003).

a) Les deux scénarios entraînent une dépréciation effective du dollar de 22½ pour cent. Dans le premier scénario (absence de modification des taux de change pour l'Asie hors OCDE), le dollar se déprécie de 30 pour cent par rapport aux monnaies des pays de l'OCDE. Dans le deuxième scénario (flexibilité totale des taux de change), la dépréciation de 22½ pour cent est également répartie entre toutes les monnaies.

Source : OCDE.

9. Une hausse des taux directeurs à court terme fera également monter les rendements obligataires, ce qui devrait avoir un effet à la baisse sur les prix immobiliers et les cours des actions aux États-Unis. Toutefois, ces effets sur les prix des actifs ne sont pas expressément pris en compte dans ces simulations.
10. La dépréciation est supposée se produire la première année de l'horizon prévisionnel. Il faut considérer ces scénarios comme essentiellement illustratifs, et ce pour trois raisons. Premièrement, la dépréciation est purement et simplement imposée de façon clinique et ne tient pas compte de tout événement ou ensemble d'événements pouvant la provoquer et susceptibles d'avoir eux-mêmes un impact additionnel. Deuxièmement, on a supposé (ce qui n'est pas réaliste) que le dollar évoluait de la même manière par rapport à toutes les monnaies. Enfin, on a postulé qu'il n'y avait pas, en dehors des États-Unis, d'effets de patrimoine sous la forme de moins-values sur les portefeuilles d'obligations (titulaires étrangers de titres libellés en dollars subissant les fluctuations des taux de change en plus de la baisse des prix des obligations).

simulée du dollar (graphique V.4)¹¹. Mais, tout comme la dépréciation des années 80 a ramené le dollar à ses bas niveaux précédents, une baisse de cette ampleur par rapport au point haut du cycle du taux de change de février 2002 ferait tomber le dollar à de nouveaux points bas historiques, bien que cela puisse être conforme à la dégradation tendancielle de la balance des opérations courantes. D'autres chercheurs, utilisant des modèles très différents, concluent que des modifications importantes des taux de change pourraient être nécessaires pour que la balance courante des États-Unis s'améliore sensiblement¹².

... et exige une hausse des taux d'intérêt pour compenser les tensions inflationnistes

L'impact économique des deux chocs est très similaire pour les États-Unis, la dépréciation effective étant de même ampleur dans les deux cas. À court terme, la forte dépréciation du dollar accélère l'inflation aux États-Unis à 3 pour cent environ, mais un durcissement de la politique monétaire à hauteur de 300 points de base ramène progressivement l'inflation à son niveau initial, avec des anticipations stables pour l'inflation à long terme. La balance commerciale des États-Unis s'améliore lentement, alors que celle des autres régions se dégrade en conséquence (tableau V.2).

Le choc a un effet de contraction pour les partenaires commerciaux des États-Unis...

L'appréciation correspondante du taux de change serait également très marquée pour le yen et pour l'euro, qui ne dépasseraient pas toutefois en termes effectifs leurs points hauts historiques. L'impact d'une dépréciation du dollar serait fonction de deux facteurs inverses : l'exposition de l'économie à celle des États-Unis et (dans le cas où les autres principaux taux de change en Asie ne se modifient pas) à celle de l'Asie hors Japon ; le deuxième facteur est le degré auquel les responsables devront ajuster les taux d'intérêt face à l'effet de contraction de l'activité qu'aura la modification du taux de change.

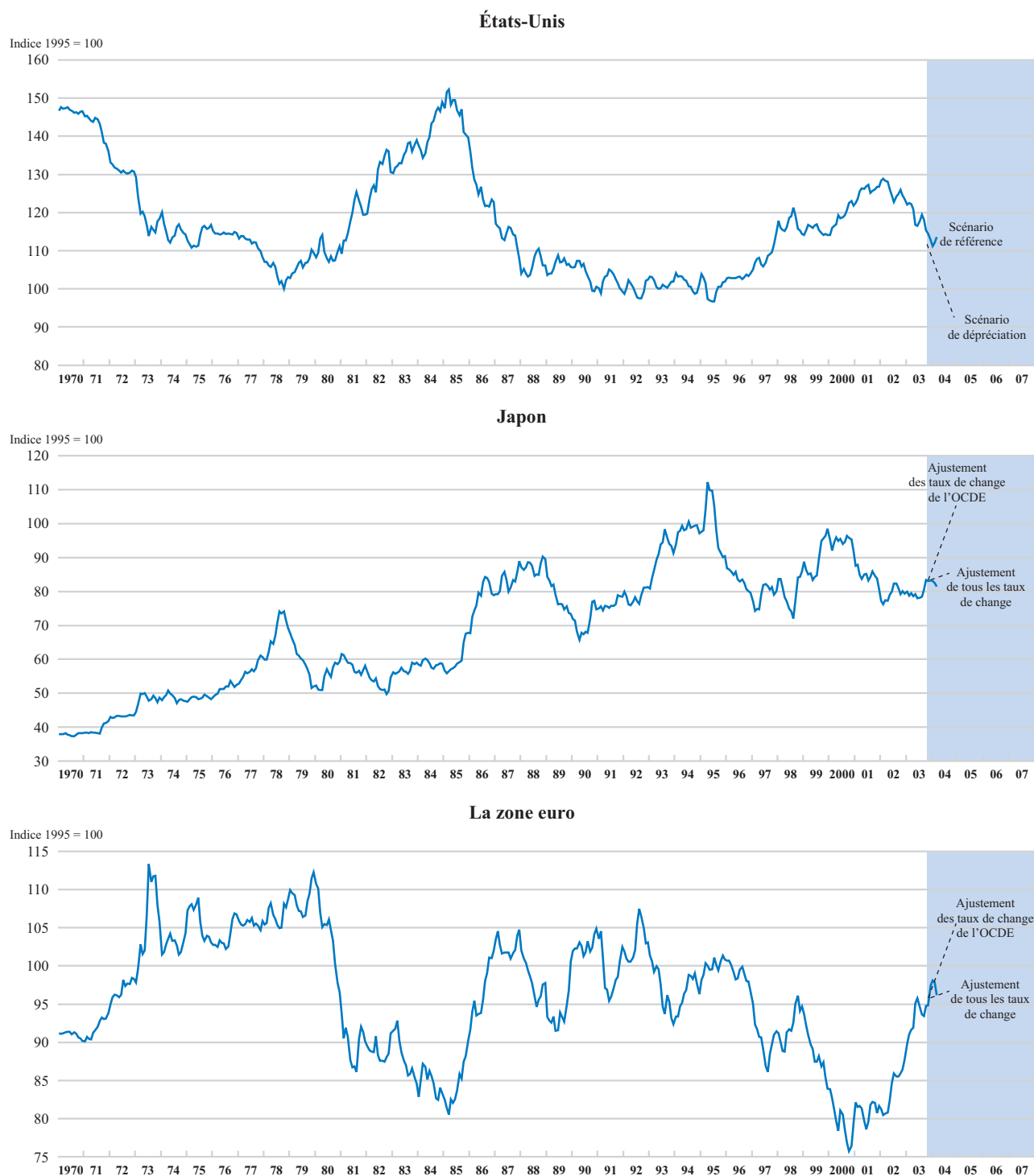
... surtout ceux les plus exposés par rapport aux États-Unis et à l'Asie hors Japon...

Sur les deux plans, le Japon serait plus sévèrement touché que la zone euro, bien que la tendance récente à une moindre déflation et les prévisions de l'OCDE allant dans le sens d'une inflation positive au Japon montrent que les simulations, qui tablent sur une déflation persistante jusqu'en 2009, pourraient être trop négatives. Si la contrepartie de la dépréciation du dollar se limite aux monnaies des pays de l'OCDE, cela implique une appréciation de 22 pour cent environ du taux de change effectif du yen. Mais si toutes les monnaies des pays d'Asie devaient également s'apprécier par rapport au dollar, l'appréciation effective du yen ne serait que de 6 pour cent. De fait, il ressort des simulations que l'impact sur la croissance japonaise serait particulièrement prononcé dans le cas où le Japon perdrait de sa compétitivité par rapport aux autres économies d'Asie.

11. On notera que le graphique V.4 combine les modifications du taux de change effectif *nominal* retenue dans le scénario aux données historiques concernant le taux de change effectif *réel*. Toutefois, les fluctuations des taux de change effectifs *réels* sur l'horizon de prévision différeront selon le taux d'inflation par rapport à celui des partenaires commerciaux. Par exemple, la dépréciation du dollar en termes réels serait quelque peu érodée par une plus forte inflation aux États-Unis par rapport à l'inflation dans les pays hors OCDE.

12. Voir, par exemple, Obstfeld et Rogoff (2000).

Graphique V.4. Taux de change effectifs réels et scénarios



Note : Le calcul du taux de change réel effectif (fondé sur la hausse relative des prix à la consommation) tient compte des prévisions pour 2004. Le taux de change effectif de l'euro avant 1999 est synthétique. Il convient de noter que ces données conjuguent les chocs sur les taux de change en terme nominaux qui découlent des deux scénarios au sentier de référence du taux de change «réel». Toutefois, l'évolution des taux de change effectifs réels pendant la période de projection est fonction des différentiels d'inflation relatifs. L'ampleur de la dépréciation du dollar en termes réels serait par exemple légèrement atténuée si l'inflation aux États-Unis était supérieure à celle des autres pays.

Source : OCDE.

— Tableau V.2. Scénarios de dépréciation du dollar : principaux résultats —

	Moyenne 2004-2009			Dernière année (2009): scénario par rapport au niveau de référence	
	Niveau de référence à moyen terme	Ajustement des taux de change de l'OCDE ^a	Ajustement de tous les taux de change ^a	Ajustement des taux de change de l'OCDE ^a	Ajustement de tous les taux de change ^a
États-Unis					
PIB réel (croissance/niveau) ^b	3.3	3.3	3.3	-0.5	-0.3
Prix (inflation/niveau des prix) ^b	1.3	2.6	2.2	7.6	5.1
Balance commerciale ^c	-4.7	-3.4	-3.4	2.0	1.9
Balance des opérations courantes ^c	-5.1	-4.2	-4.3	1.4	1.3
Taux d'intérêt à court terme ^a	3.9	6.9	6.9	3.0	3.0
Japon					
PIB réel (croissance/niveau) ^b	1.6	1.3	1.4	-2.1	-1.4
Prix (inflation/niveau des prix) ^b	-0.2	-1.2	-0.5	-5.7	-1.7
Balance commerciale ^c	2.6	1.6	2.7	-1.8	-0.6
Balance des opérations courantes ^c	5.0	3.6	4.7	-2.0	-0.8
Taux d'intérêt à court terme ^a	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zone euro					
PIB réel (croissance/niveau) ^b	2.3	2.3	2.3	-0.2	-0.1
Prix (inflation/niveau des prix) ^b	1.6	1.4	1.5	-1.2	-0.6
Balance commerciale ^c	2.5	1.1	1.7	-2.2	-1.6
Balance des opérations courantes ^c	1.0	0.1	0.7	-1.5	-1.0
Taux d'intérêt à court terme ^a	3.6	2.1	3.1	-1.5	-0.5

a) Les deux scénarios impliquent une dépréciation effective du dollar de 22.5 %. Dans le premier scénario, le dollar se déprécie de 30 % par rapport aux monnaies de l'OCDE. Dans le deuxième scénario, la dépréciation de 22.5 % est également répartie entre toutes les monnaies.

b) Les chiffres des trois premières colonnes sont des rythmes annuels de variation; les chiffres des deux dernières colonnes font apparaître le niveau en 2009 par rapport au niveau de référence. Les prix prennent en compte le déflateur de la consommation.

c) en pourcentage du PIB.

d) en pourcentage.

Source : Downes *et al.* (2003) et OCDE.

*... bien qu'un assouplissement
de la politique monétaire puisse
contribuer à maintenir la
demande*

Dans la zone euro, l'impact est moins prononcé qu'au Japon, pour deux raisons. Premièrement, la zone euro est moins exposée à l'économie des États-Unis et aux économies de l'Asie hors Japon. De fait, le taux de change effectif de l'euro ne s'apprécie que de 11 pour cent dans le premier scénario et de 4 pour cent dans le deuxième. Deuxièmement, les autorités monétaires de la zone euro ont suffisamment de marge pour réduire les taux directeurs de façon à compenser l'effet de contraction de l'activité avec les deux scénarios.

Mécanisme 2 : Accroissement de l'épargne nationale grâce à l'assainissement budgétaire

Selon les identités usuelles de la comptabilité nationale, le déficit de la balance courante est égal au déficit d'épargne nationale par rapport à l'investissement intérieur. Par conséquent, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement du taux d'épargne nationale se traduit par une réduction du déficit extérieur. Néanmoins, l'impact spécifique sur le déficit courant d'une augmentation de l'épargne publique nette (assainissement budgétaire) dépend du degré avec lequel une diminution de l'épargne privée peut neutraliser l'accroissement de l'épargne publique. Une telle neutralisation peut prendre plusieurs formes. Par exemple, il existe un effet d'entraînement financier *ex post* dû à la détente des taux d'intérêt réels. Étant donné qu'un assainissement budgétaire de grande ampleur a des effets négatifs sur l'activité et l'inflation, toutes choses égales par ailleurs une réduction sensible des taux d'intérêt à court terme serait normalement nécessaire pour stabiliser la production et l'inflation. Cette réduction entraînerait une contraction du taux d'épargne privée ou stimulerait l'investissement privé, annulant ainsi une partie de l'augmentation de l'épargne publique.

D'autres facteurs sont susceptibles de faire évoluer l'épargne privée à l'inverse de l'épargne publique, de telle sorte que l'assainissement budgétaire n'induirait pas une réduction strictement proportionnelle du déficit extérieur. Parmi ces éléments, on peut citer une contraction *ex ante* de l'épargne privée reflétant un raffermissement de la confiance ou des effets « d'équivalence ricardienne » associés à l'assainissement des finances publiques¹³. Bien que les conditions d'une équivalence ricardienne intégrale soient peu susceptibles d'être réunies dans la pratique, il apparaît néanmoins que l'épargne privée se modifiera pour compenser au moins une part substantielle des variations de l'épargne publique¹⁴. Cette relation négative entre l'épargne privée et l'épargne publique transparaît clairement dans les données (graphique V.5).

Pour ces raisons, un ajustement relativement important des positions budgétaires est normalement nécessaire pour produire un effet perceptible sur la balance courante. Ainsi, la simulation de l'assainissement budgétaire table sur une amélioration de 6 points de pourcentage du déficit budgétaire par rapport au scénario de référence, amélioration réalisée progressivement sur la période de six années¹⁵. Comme dans les autres scénarios, ce choc induit un redressement de la balance commerciale de 2 points de PIB.

Les effets de la politique budgétaire seraient partiellement neutralisés...

... même si l'équivalence ricardienne ne joue pas...

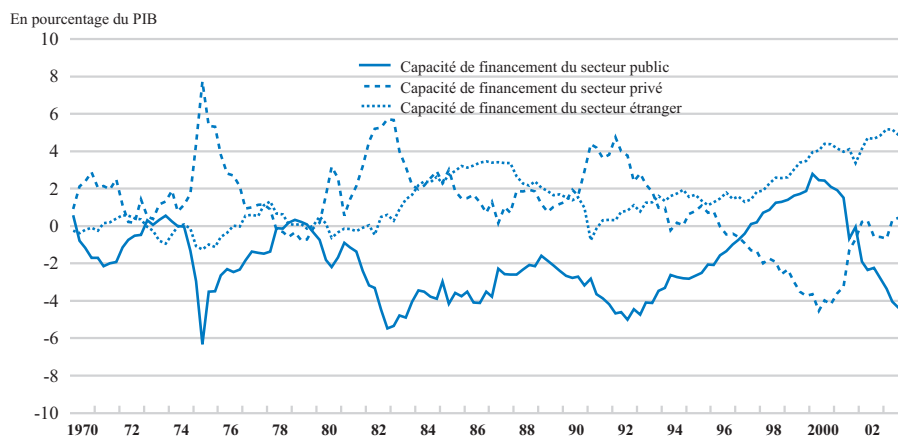
... de sorte que la simulation a nécessité un important ajustement de la politique budgétaire...

13. L'équivalence ricardienne définit une situation telle qu'une augmentation (une réduction) de l'épargne publique est intégralement compensée par une baisse (une hausse) de l'épargne du secteur privé, du fait que les agents économiques prennent en compte la baisse (la hausse) des impôts qui sera nécessaire pour financer les emprunts publics, si bien que la richesse nette du secteur privé demeure inchangée.

14. Pour des données d'observation sur ce point, voir de Mello *et al.* (2004), et de Serres et Pelgrin (2003). Dans les travaux cités par de Mello *et al.*, une corrélation de -0.6 est observée entre les variations de l'épargne privée et le solde budgétaire corrigé des influences conjoncturelles aux États-Unis. Les auteurs constatent en outre que les actions budgétaires sont sujettes à des rendements décroissants : plus forte est l'impulsion budgétaire, plus fort est l'effet de neutralisation dû à l'épargne privée. De même, de Serres et Pelgrin observent que les taux d'épargne du secteur privé réagissent de façon significative aux variations de l'épargne du secteur public, mais ils estiment également que le degré de neutralisation est très inférieur à l'unité.

15. Dans la simulation, on a supposé que le solde budgétaire passait d'un déficit de près de 5 pour cent du PIB en 2003 à un excédent de 1.7 pour cent du PIB au bout de six ans. Dans le scénario de référence, le déficit ne se réduit que faiblement, pour revenir à 4.2 pour cent du PIB en 2009.

— Graphique V.5. **Corrélation négative entre les taux d'épargne publique et privée aux États-Unis** —



Note : La capacité de financement des agents étrangers est la valeur opposée du solde de la balance courante.
Source : BEA, tableaux NIPA.

... pas plus prononcé toutefois que l'assainissement pratiqué dans les autres pays

L'assainissement budgétaire présumé est de grande ampleur, mais il n'entraîne pas le solde budgétaire vers des valeurs sans précédent. De fait, l'expérience des États-Unis et des autres pays depuis le début des années 90 montre qu'un assainissement de cette ampleur n'est pas particulièrement exceptionnel (tableau V.3). Dans certains des précédents épisodes de forte contraction budgétaire, l'assainissement a été réalisé sur une période de temps un peu plus longue que l'horizon de six années retenu ici, quoique certains autres exemples attestent aussi de substantielles améliorations budgétaires en l'espace de six ans.

L'accroissement de l'épargne publique est presque entièrement compensé par une baisse de l'épargne privée

Dans la simulation, la compensation due à l'épargne du secteur privé découle principalement de la réaction de la politique monétaire. Étant donné que le choc budgétaire exerce une action restrictive, on suppose que les taux d'intérêt à court terme seraient nettement réduits, de manière à stimuler quelque peu la demande intérieure. En outre, compte tenu de la réduction de l'offre future d'obligations des États-Unis, des facteurs de recomposition des portefeuilles feraient que la baisse des taux d'intérêt à long terme serait probablement plus forte que celle des taux à court terme¹⁶. Par conséquent, bien que le revenu disponible des ménages accuse une baisse de quelque 10 pour cent par rapport au scénario de référence, la consommation ne diminue que de 7 pour cent environ, tandis que l'érosion du taux d'épargne privée représente près de 4 pour cent du revenu disponible. Les entreprises étant dans une situation similaire, le taux d'épargne privée totale baisse d'environ 4 points de PIB par rapport au scénario de référence, neutralisant près des deux tiers de l'accroissement de l'épargne publique par rapport au scénario de référence (tableau V.4). Par conséquent, si l'on considère les soldes épargne-investissement, l'amélioration de la balance courante est obtenue pour l'essentiel par une augmentation de l'épargne totale, même si une légère baisse de l'investissement total y contribue également. La nette

16. Il se peut aussi qu'un assainissement budgétaire crédible entraîne une baisse des primes de risque sur les taux d'intérêt à long terme.

— Tableau V.3. **Épisodes d'assainissement budgétaire de grande ampleur et niveaux des taux d'intérêt** —

	Soldes des administrations publiques corrigés des variations cycliques			Taux d'intérêt à court terme	
	(en pourcentage du PIB)				
	En début de période	Variation sur 6 ans	Variation totale	En début de période	Baisse maximale du taux d'intérêt sur une période de 6 ans
Australie (1992-1999)	-4.7	5.1	6.1	6.5	1.5
Autriche (1995-2001)	-5.2	4.8	5.0	4.6	1.6
Belgique (1992-2002)	-8.5	8.0	9.0	9.4	6.4
Canada (1992-2000)	-7.0	7.7	9.3	6.6	3.0
Grèce (1990-1999)	-15.7	10.0	15.1	23.0	14.1
Irlande (1990-2000)	-4.3	4.8	6.8	11.3	8.3
Italie (1990-2000)	-12.4	6.1	10.4	12.2	9.3
Pays-Bas (1990-2000)	-7.6	5.4	6.5	8.7	5.7
Nouvelle-Zélande (1986-1995)	-8.4	8.5	10.8	19.1	3.5
Norvège (1993-2000)	-6.6	5.1	6.5	7.3	12.8
Portugal (1991-1997)	-9.4	5.7	5.7	17.7	12.0
Espagne (1995-2002)	-4.9	5.2	5.2	9.4	6.4
Suède (1994-1998)	-7.0	9.0	10.3	7.4	3.3
Royaume-Uni (1993-1999)	-5.8	6.9	6.9	5.9	0.5
États-Unis (1992-2000)	-5.3	5.1	6.2	3.8	0.5
Scénario budgétaire des États-Unis (2003-2009)	4.9	6.6	6.6	1.1	1.1

Note: Pour chaque pays, la période d'analyse (entre parenthèses) a été retenue en fonction du plus récent épisode d'assainissement budgétaire défini comme le nombre d'années au cours desquelles les variations du solde budgétaire corrigé des variations cycliques sont restées positives.

a) La baisse maximale du taux d'intérêt à court terme est calculée comme la différence entre le taux d'intérêt en début de période et le taux d'intérêt le plus bas au cours des six années suivantes (données de fréquence annuelle).

Source : OCDE.

corrélation négative entre les taux d'épargne publique et privée qui a été observée dans le passé continue de se manifester¹⁷.

Point important, en raison du niveau de départ très bas des taux d'inflation et d'intérêt aux États-Unis, il existerait aussi un risque de déflation en réponse à cette forte contraction budgétaire, et cela pourrait limiter les possibilités de durcir la politique budgétaire, indépendamment des considérations politiques. Bien entendu, ce problème se trouverait atténué dans la mesure où il se produirait un phénomène d'entraînement dû au secteur privé ou des effets de type « ricardien »¹⁸. Mais si le

Le bas niveau de départ des taux d'intérêt porte en germe un risque de déflation...

17. Le degré de compensation de l'épargne privée en réponse à la hausse de l'épargne publique peut varier selon que l'ajustement budgétaire est initié soit par une modification des dépenses soit par une modification des impôts. En général, toutefois, l'expérience passée des économies de l'OCDE montre que l'austérité budgétaire a un effet compensateur sur l'épargne privée, qu'elle soit induite par des réductions de dépenses ou par des augmentations d'impôts (de Mello *et al.*, 2004).

18. Dans les simulations, il n'a pas été tenu compte des effets de confiance ou du comportement « ricardien ».

— Tableau V.4. Scénarios d'assainissement budgétaire : principaux résultats —

	Moyenne 2004-09			Dernière année (2009): scénario d'assainissement par rapport au scénario de référence	
	Scénario de référence à moyen terme	Scénario budgétaire uniquement ^a	Assainisse- ment budgétaire + dépréciation du taux de change ^b	Scénario budgétaire uniquement ^a	Assainisse- ment budgétaire + dépréciation du taux de change ^b
États-Unis					
PIB réel (croissance/niveau) ^c	3.3	2.6	2.8	-4.5	-3.2
Prix (inflation/niveau des prix) ^c	1.3	1.6	1.8	1.5	3.1
Capacité de financement des administrations publiques ^d	-4.7	-0.9	-1.7	5.9	4.2
Capacité de financement primaire des administrations publiques ^d	-2.6	0.2	-0.4	4.4	3.1
Épargne privée ^d	14.2	11.6	12.7	-3.8	-1.9
Investissement privé ^d	16.1	16.0	16.1	-0.4	-0.3
Solde de la balance commerciale ^d	-4.7	-3.7	-3.4	2.1	2.1
Balance des opérations courantes ^d	-5.1	-3.8	-3.6	2.6	2.5
Taux d'intérêt à court terme ^e	3.9	0.0	1.3	-5.4	-3.0
Japon					
PIB réel (croissance/niveau) ^c	1.6	1.3	1.2	-2.0	-2.2
Prix (inflation/niveau des prix) ^b	-0.2	-0.7	-1.1	-2.7	-5.0
Balance commerciale ^c	2.6	2.2	1.9	-1.3	-1.8
Balance des opérations courantes ^d	5.0	4.5	4.0	-1.3	-2.0
Taux d'intérêt à court terme ^e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zone euro					
PIB réel (croissance/niveau) ^c	2.3	2.2	2.2	-0.4	-0.5
Prix (inflation/niveau des prix) ^b	1.6	1.7	1.5	1.0	-0.4
Balance commerciale ^c	2.5	1.9	1.4	-1.4	-1.9
Balance des opérations courantes ^d	1.0	0.3	0.0	-1.5	-1.8
Taux d'intérêt à court terme ^e	3.6	2.5	1.7	-1.5	-2.3

a) Le scénario "d'assainissement budgétaire uniquement" implique une augmentation des recettes fiscales directes et indirectes de 3 et 1,5 % du PIB nominal respectivement, et une réduction des dépenses publiques de 1,5 % du PIB réel.

b) Le scénario "d'assainissement budgétaire + dépréciation du taux de change" implique une dépréciation de 15 % du dollar par rapport aux taux de change des pays de l'OCDE, une augmentation des recettes fiscales directes de 2 % du PIB nominal et une réduction des dépenses publiques de 2 % du PIB réel. Prix : indice implicite des prix à la consommation.

c) Les chiffres des trois premières colonnes sont des taux annuels de variation; les chiffres des deux dernières colonnes indiquent le niveau en 2009 par rapport au scénario de référence.

d) En pourcentage du PIB.

e) En pourcentage.

Source : Downes *et al.* (2003) et OCDE.

taux d'épargne privée neutralise intégralement la hausse du taux d'épargne publique, il n'y aura aucune amélioration de la balance commerciale. Il est intéressant de noter que tous les pays ayant réalisé un important assainissement budgétaire disposaient au départ de marges d'assouplissement monétaire nettement plus grandes que celles dont disposent les États-Unis à l'heure actuelle. Dans la pratique, bien entendu, ces marges de manœuvre ont été plus ou moins utilisées (voir la colonne de droite du

tableau V.3), suivant la nature de la contraction et la vigueur avec laquelle d'autres déterminants économiques ont neutralisé les effets restrictifs de la politique budgétaire.

Étant donné que ces risques déflationnistes seraient très vraisemblablement amortis si l'assainissement budgétaire s'accompagnait d'une nette dépréciation du dollar, on arrive ainsi au deuxième scénario d'assainissement des finances publiques. Dans celui-ci, on présume que le déficit budgétaire s'améliore à raison de 4 points de PIB à l'horizon 2009¹⁹ (au lieu de 6 points dans le scénario impliquant uniquement un assainissement budgétaire), et que le dollar se déprécie de 15 pour cent par rapport aux autres monnaies de la zone de l'OCDE²⁰. Dans cette situation, l'ampleur requise de la dépréciation et de l'assainissement budgétaire est moins grande que dans le cas où chacun de ces paramètres est le seul déterminant. En outre, l'effet expansionniste de la dépréciation annule en grande partie l'action restrictive du durcissement budgétaire, ce qui évite d'avoir à opérer un important ajustement de politique monétaire dans l'un ou l'autre sens.

... à moins qu'il ne s'accompagne d'une dépréciation du dollar...

Pour les partenaires commerciaux des États-Unis, toutefois, le scénario d'assainissement conjugué à une dépréciation impliquerait non seulement une diminution de la demande américaine adressée à leurs exportations, mais aussi des effets additionnels émanant de la variation du taux de change. Par conséquent, ces économies subiraient des effets plus négatifs sur la production et les exportations nettes que dans le cas où une amélioration identique de la balance commerciale des États-Unis serait obtenue uniquement par un assainissement budgétaire. Pour la zone euro, les simulations montrent qu'une réduction présumée des taux d'intérêt contribue à maintenir la demande intérieure malgré la baisse des exportations nettes. Au Japon, si le scénario de référence prévoyait une poursuite de la déflation et des taux d'intérêt égaux à zéro, il n'y aurait pas de marges de manœuvre du côté de la politique monétaire et les conséquences seraient plus sérieuses, avec des taux de croissance plus faibles et une aggravation de la déflation.

... mais ce scénario serait plus coûteux pour les partenaires commerciaux des États-Unis

Mécanisme 3 : Accroître la part d'exportations des États-Unis par une amélioration du côté de l'offre

Un important facteur explicatif de la dégradation tendancielle du déficit commercial des États-Unis réside dans le fait que l'appétence des consommateurs américains pour les importations est apparemment plus grande que l'appétence des consommateurs étrangers pour les exportations américaines. De fait, les élasticité-revenu des importations américaines de biens et de services sont généralement plus élevées que les élasticité des exportations américaines de biens et de services par rapport au revenu étranger (tableau V.5). Aussi longtemps que persistera cette asymétrie, le déficit commercial des États-Unis continuera de se creuser, même si les

L'asymétrie des élasticités et la persistance du déficit reflètent en partie...

19. Dans le scénario d'assainissement conjugué à une dépréciation, la contraction budgétaire est obtenue par une réduction des finances publiques et par une augmentation des recettes fiscales directes, chacune équivalant à 2 points de pourcentage du PIB nominal.

20. Les taux de change moins flexibles de la région asiatique sont censés rester liés au dollar des États-Unis. Ce choc de change équivaut donc à un choc inférieur de moitié à celui qui est imposé dans le scénario de dépréciation du taux de change.

- Tableau V.5. Quelques estimations des élasticités-revenu pour les États-Unis -

	Période	Exportations de :		Importations de :	
		Biens	Services	Biens	Services
Pain et van Welsum (2004) ^a	1987-2000		1.7		
Mann (2004) ^b	1976-2000		2.1		1.5
Wren-Lewis et Driver (1998)	1980-1995	1.21	1.95	2.36	1.72
Houthakker et Magee (1969)	1951-1966	0.99		1.51	
		Exportations de biens et services		Importations de biens et services	
Mann (2004) ^c	1976-2000		1.4		2.2
Hooper, Johnson et Marquez (1998)	1960-1996		0.80		1.80
Cline (1989)	1973-1987		1.70		2.44
<i>Pout mémoire:</i>					
Elasticités dans le modèle Interlink de l'OCDE ^d			1.8		2.2

a) Cette valeur est calculée comme étant une moyenne pondérée des estimations de Pain et van Welsum pour les élasticités de différentes catégories de services. Ces auteurs utilisent le commerce mondial total de services non gouvernementaux comme mesure de la demande étrangère, à la place du PIB étranger (utilisé dans les autres études). Toutefois, la valeur citée dans ce tableau a été ajustée à la hausse pour tenir compte d'une croissance du PIB mondial relativement plus lente que celle du commerce mondial de services. En conséquence, cette valeur est comparable avec les autres données du tableau.

b) Ces valeurs sont calculées comme étant la moyenne pondérée des estimations de Mann (2004) pour l'élasticité-revenu des *autres services personnels*, et des estimations de Stern *et al.* (2001) pour l'élasticité-revenu des composants *voyages, tarifs passagers et autres transports* des services totaux.

c) Ces nombres sont une moyenne pondérée des élasticités-revenu de Mann pour les services et des estimations de Wren-Lewis et Driver (1998) pour les élasticités-revenu des biens.

d) A noter que l'élasticité des exportations dans le modèle de l'OCDE est normalement fixée à 1.0, la demande étrangère étant représentée par une moyenne pondérée de la croissance des importations étrangères et non par le PIB étranger. Toutefois, la valeur citée dans ce tableau a été ajustée en fonction de l'effet du dénominateur de manière à assurer la comparabilité avec les autres données du tableau.

Source : OCDE.

économies des partenaires commerciaux des États-Unis croissent au même rythme que l'économie américaine. Du reste, cette tendance explique en grande partie pourquoi de nombreux autres mécanismes possibles d'amélioration de la balance courante ont un impact apparent si minime.

... l'évolution démographique des États-Unis...

Il existe au moins quatre explications possibles de l'asymétrie des élasticités aux États-Unis, dont plusieurs permettent d'envisager des moyens d'y remédier et partant, d'inverser la tendance du déficit. L'une de ces explications souligne le rôle de la démographie. Les populations jeunes tendent à consommer une proportion relativement plus élevée d'importations et moins de services intérieurs tels que les soins de santé, tandis que les immigrants restent en général attachés aux produits de leurs pays d'origine²¹. De fait, il semble bien que lorsque la distribution par âge des résidents locaux et la proportion des immigrants sont incorporées en tant que variables explicatives, l'élasticité-revenu des importations américaines se trouve réduite²².

21. Les immigrants tendent aussi à contribuer au déficit courant par leurs envois de fonds à l'étranger.

22. Voir Marquez (2002).

Une deuxième explication met en avant le rôle des facteurs de l'offre dans les exportations des partenaires commerciaux dynamiques des États-Unis (par exemple en Asie). Les pays à taux de croissance élevé ont tendance à produire des produits exportables plus variés et de plus grande qualité, si bien que la demande étrangère s'adressant à ces pays s'accroît (ou que, ce revient au même du point de vue de l'observation, l'élasticité de la demande d'importations en provenance de ces pays augmente)²³. Cet effet de l'offre est suffisamment important pour rendre compte de la moitié environ de la valeur des élasticités-revenus de la demande d'importations des États-Unis. Abstraction faite de l'effet de l'offre, l'élasticité-revenu « non biaisée » est inférieure à l'unité²⁴.

... la qualité et la diversité des exportations en provenance de partenaires commerciaux dynamiques...

Troisièmement, un certain nombre d'autres facteurs contribuent à expliquer la hausse du taux de pénétration des importations aux États-Unis au fil du temps. Il s'agit notamment du rôle de la délocalisation de la production et de l'intégration verticale, ainsi que de l'amélioration de l'accès aux marchés mondiaux et régionaux. De fait, il apparaît que lorsque ces facteurs additionnels sont pris en considération par une tendance temporelle, l'élasticité-revenu est voisine de l'unité²⁵.

... la pénétration croissante des importations...

La quatrième explication prend en compte la composition des échanges et la variation des élasticités d'un secteur à l'autre. L'éventail des estimations présenté au tableau V.5 est large, mais il semble bien que l'asymétrie des élasticités n'existe que pour les échanges de biens. Pour l'ensemble des services, l'effet se trouve inversé : les estimations de l'élasticité de la demande d'exportations de services sont constamment plus élevées que les estimations de l'élasticité de la demande d'importations de services²⁶. Apparemment, l'avantage comparatif des États-Unis réside davantage dans la production de services (en particulier de services de la nouvelle économie)²⁷ que dans la production de biens. Si tel est bien le cas, une libéralisation accrue des échanges de services, s'ajoutant à une extension des investissements dans les services de la nouvelle économie chez les partenaires commerciaux des États-Unis, augmenterait le poids de ce secteur dans le commerce américain et réduirait ainsi l'asymétrie globale.

... et la part relativement réduite des échanges de services, secteur dans lequel les États-Unis détiennent un avantage

Si l'on considère les élasticités des importations, l'éventail des facteurs explicatifs permet difficilement d'extrapoler de la croissance future des revenus à la croissance future des importations. Ainsi, les trois premières explications de l'asymétrie des élasticités (pour les échanges de biens) conduisent à penser que, dans une certaine mesure, les coefficients estimés peuvent tout aussi bien refléter d'autres effets, notamment le rôle des facteurs de l'offre à l'étranger. S'il en était ainsi, la trajectoire future des importations américaines pourrait dépendre au moins autant de la compétitivité hors prix des économies dynamiques d'Asie que de la croissance des revenus aux États-Unis.

Le sentier d'évolution future des États-Unis dépendra de nombreux facteurs...

23. Ce phénomène a été décrit pour la première fois par Krugman (1989).

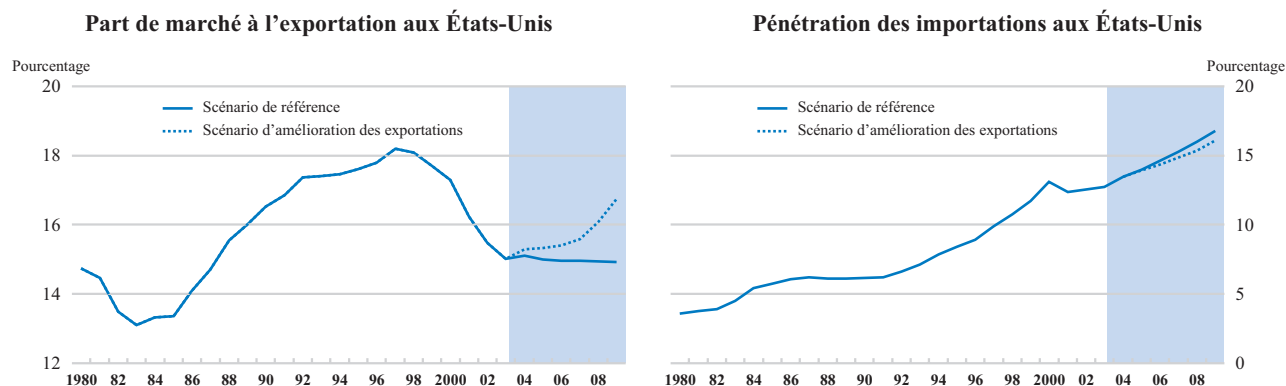
24. Utilisant un modèle classique des élasticités du commerce extérieur, Gagnon (2003) estime à 1.5 l'élasticité-revenu aux États-Unis de la demande d'importations. Cependant, une fois le modèle recalibré pour exclure l'effet de l'offre, l'élasticité estimative tombe à 0.75. Même si l'on tient compte de ce que l'estimation initiale de Gagnon se situe à la partie inférieure de la fourchette (voir le tableau V.5 pour les autres valeurs), l'effet de l'offre est susceptible d'expliquer une grande partie, sinon la totalité de l'asymétrie.

25. Voir, par exemple, Pain et van Welsum (2004) et Pain et Wakelin (1998).

26. Voir au tableau V.5 les estimations de Mann (2004) et de Wren-Lewis et Driver (1998).

27. Voir Mann (2004). Les services de la nouvelle économie sont les services professionnels (architecture, ingénierie et conseil, par exemple) qui se prêtent de plus en plus à des échanges transfrontaliers grâce aux technologies de l'information.

Graphique V.6. Performance des États-Unis sur les marchés



Notes : La part de marché à l'exportation des États-Unis représente les exportations totales (biens et services) des États-Unis en pourcentage des importations mondiales totales hors États-Unis. La pénétration des importations est définie par le total des importations (biens et services) en pourcentage des dépenses totales.
Source : OCDE.

... mais un ciblage sur le commerce des services, doublé d'une accélération de la productivité...

En dépit des difficultés d'interprétation qui se posent, ces explications ont le mérite de faire apparaître deux grands mécanismes permettant de réduire ou d'inverser l'asymétrie des élasticités. Le premier consisterait pour l'économie américaine à continuer de s'appuyer sur son avantage comparatif dans la production de nombreux services de la nouvelle économie, où les élasticités sont plus favorables aux États-Unis. Le second consisterait en une croissance de la productivité américaine toujours plus élevée que celle de la plupart des économies de l'OCDE, d'où une amélioration de la diversité et de la qualité des biens et services destinés à l'exportation. Ces évolutions impliqueraient un regain de compétitivité pour les États-Unis et inverseraient la récente baisse de leur performance à l'exportation.

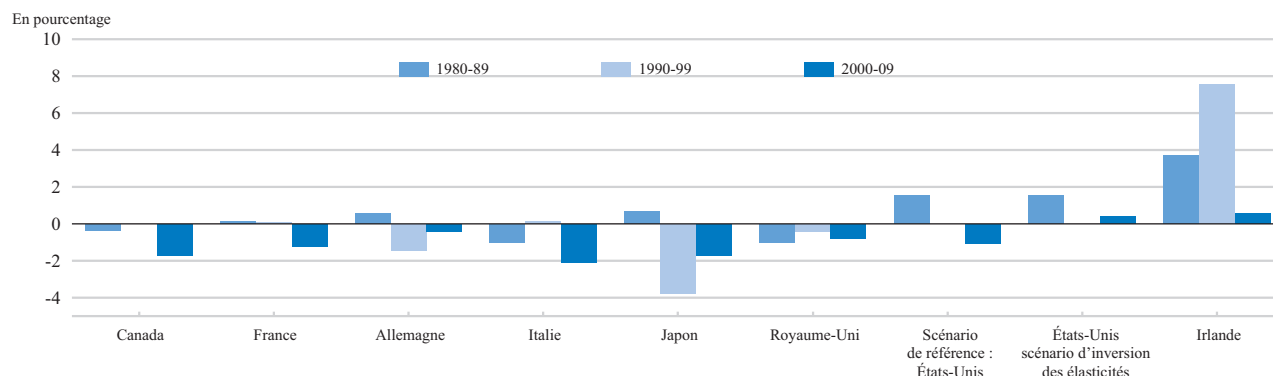
... pourrait permettre aux États-Unis d'effacer leurs pertes de parts de marché...

Il ressort des simulations qu'une amélioration de 2 points de PIB du déficit commercial, obtenue uniquement par des gains de parts de marché non liés aux prix, supposerait que la part des biens des États-Unis dans les importations mondiales augmente d'environ 2 points de pourcentage au cours des six prochaines années, se traduisant alors par une réduction correspondante du taux de pénétration des importations aux États-Unis (graphique V.6). Ce choc impliquerait une inversion de l'asymétrie des élasticités de la demande, les nouvelles élasticités étant atteintes progressivement dans un délai de six ans²⁸. La section de gauche du graphique V.6 montre l'accroissement de la part de marché à l'exportation des États-Unis. Le fait que la nouvelle part de marché resterait inférieure à ce qu'elle était au milieu des années 90 vient vraisemblablement de ce que le taux de change réel se maintient à un niveau plus élevé dans ce scénario.

28. Les élasticités des exportations du modèle de l'OCDE sont estimées par rapport à une demande étrangère calculée comme une moyenne pondérée du *volume des importations* chez les partenaires commerciaux des États-Unis. Par conséquent, la simulation a été effectuée en doublant l'élasticité des exportations américaines par rapport à la demande étrangère (de 1.0 à 2.0) et en divisant par deux l'élasticité des importations par rapport au revenu des États-Unis (de 2.2 à 1.0). En revanche, les élasticités des exportations établies dans les autres études citées au tableau V.5 utilisent le PIB étranger, dont la croissance est plus lente, comme indicateur de demande étrangère. Après ajustement à la hausse pour assurer la comparabilité des valeurs, la simulation de l'OCDE implique donc un doublement de l'élasticité des exportations américaines par rapport au revenu étranger (de 1.8 à 3.6).

Graphique V.7. Progression des résultats à l'exportation dans les pays du G7 et en Irlande

(Taux de croissance annuelle moyenne)



Note : La performance sur les marchés d'exportation est un indice des exportations rapportées à la demande d'importations pondérée chez les partenaires commerciaux.
Source : OCDE.

Bien que les États-Unis aient perdu des parts de marché à l'exportation ces dernières années, ils ont en général obtenu de bons résultats dans ce domaine par rapport aux autres grandes économies. Les États-Unis ont affiché une croissance positive des performances commerciales au cours des années 80, avant de stagner dans les années 90, alors que les autres grandes économies ont subi des pertes de parts de marché durant ces deux décennies. Cependant, la progression des résultats sur les marchés est bien plus rapide dans les économies en phase de « rattrapage » telles que l'Irlande (graphique V.7)²⁹. Par conséquent, la remontée supposée de la part de marché à l'exportation des États-Unis distinguerait la performance américaine de celle d'autres économies comparables, mais elle ne serait pas invraisemblable dans le contexte d'une croissance soutenue des exportations de services et d'une forte augmentation de la productivité induisant une innovation continue dans les biens et services exportés.

... et de continuer à afficher de bons résultats par rapport aux autres grandes économies

La stimulation des exportations nettes américaines prévue dans ce scénario a un effet expansionniste, ce qui conduit à abaisser les taux directeurs de 100 points de base. Bien que les partenaires commerciaux des États-Unis voient leur compétitivité à l'exportation érodée, cet impact est partiellement neutralisé par un accroissement de la demande émanant d'une économie plus vigoureuse. En outre, les simulations montrent que la capacité de faire jouer la politique monétaire pour soutenir la demande intérieure (on présume que les taux directeurs dans la zone euro sont réduits de 50 points de base) pourrait compenser la baisse de la croissance exogène, mais il y aurait manifestement une modification notable de la composition de la croissance, au détriment de l'expansion exogène et au profit de la demande interne. En réalité, il s'agit là du scénario le moins coûteux pour les partenaires commerciaux des États-Unis (tableau V.6).

Ce scénario représenterait l'ajustement le moins coûteux pour les autres économies...

29. L'indice de performance commerciale qui est utilisé pour calculer les taux de croissance au graphique V.7 est légèrement différent de la mesure de la part de marché à l'exportation qui est présentée au graphique V.6. La part de marché à l'exportation est calculée en pourcentage des importations mondiales (hors États-Unis), alors que les indices de performance commerciale se fondent sur une moyenne pondérée des importations chez les partenaires commerciaux.

— Tableau V.6. Scénario d'inversion des élasticités : principaux résultats —

	Moyenne 2004-09		Dernière année (2009): scénario d'inversion des élasticités par rapport au scénario de référence
	Scénario de référence à moyen terme ^a	Inversion des élasticités ^b	Inversion des élasticités ^b
États-Unis			
PIB réel (croissance/niveau) ^c	3.3	3.6	1.6
Prix (inflation/niveau des prix) ^c	1.3	1.7	0.0
Capacité de financement des administrations publiques ^d	-4.7	-4.7	5.9
Capacité de financement primaire des administrations publiques ^d	0.0	0.2	4.4
Balance commerciale ^d	-4.7	-3.9	1.8
Balance des opérations courantes ^d	-5.1	-4.3	1.8
Taux d'intérêt à court terme ^e	3.9	4.7	1.0
Japon			
PIB réel (croissance/niveau) ^c	1.6	1.4	-1.2
Prix (inflation/niveau des prix) ^c	-0.2	-0.6	0.0
Balance commerciale ^d	2.6	2.2	-1.1
Balance des opérations courantes ^d	5.0	4.6	-1.0
Taux d'intérêt à court terme ^e	0.0	0.0	0.0
Zone euro			
PIB réel (croissance/niveau) ^c	2.3	2.2	-0.7
Prix (inflation/niveau des prix) ^c	1.6	1.6	0.0
Balance commerciale ^d	2.5	2.0	-1.0
Balance des opérations courantes ^d	1.0	0.5	-0.9
Taux d'intérêt à court terme ^e	3.6	3.1	-0.5

a) Downes et al. (2003).

b) Elasticité des exportations américaines par rapport à la demande étrangère portée de 1.0 à 2.0; élasticité des importations américaines par rapport au revenu abaissée de 2,2 à 1.

c) Les valeurs des deux premières colonnes sont des taux annuels de variation, les valeurs de la dernière colonne indiquent le niveau en 2009 par rapport au scénario de référence. Indice implicite des prix à la consommation.

d) En pourcentage du PIB.

e) En pourcentage.

Source : OCDE.

***Mais il comporte des risques,
liés surtout au protectionnisme
commercial***

Toutefois, un certain nombre de risques entourent ce scénario. Ainsi, et c'est là un point important, la poursuite de la libéralisation des échanges de services de la nouvelle économie, secteur où les élasticités apparaissent favorables aux États-Unis, pourrait être entravée par des pressions protectionnistes. De fait, les efforts déployés pour restreindre la délocalisation internationale des services peu qualifiés risquent de déclencher des mesures de rétorsion dans le secteur des échanges de services de la nouvelle économie. Autre danger, dans l'optique de la balance commerciale : une intégration approfondie des services de la nouvelle économie peut permettre aux partenaires commerciaux des États-Unis d'accroître la diversité et la qualité de leurs biens destinés à l'exportation. Autrement dit, l'expansion de la nouvelle économie et ses effets d'élasticité connexes (du type de ceux décrits par Krugman) en Europe ou au Japon pourraient neutraliser

directement l'action bénéfique supposée de l'offre sur les résultats à l'exportation des États-Unis³⁰.

Parmi les scénarios possibles qui ne sont pas examinés ici, on pourrait aussi envisager une certaine contribution due à une résorption rapide des écarts de production négatifs au Japon et dans la zone euro. Toutefois, cette amélioration n'aurait qu'une ampleur limitée. Une accélération des réformes structurelles dans ces économies les rendrait plus flexibles et plus robustes et leur permettrait ainsi de mieux absorber les chocs dans l'éventualité d'un ajustement désordonné aux déséquilibres mondiaux actuels. Cependant, cette amélioration ne stimulerait guère directement la balance commerciale des États-Unis, puisqu'une croissance plus vive de la productivité chez les partenaires commerciaux des États-Unis favorisera la production, dans ces pays, de produits d'exportation plus compétitifs. Abstraction faite de ces effets du côté de l'offre, l'élasticité élevée des importations américaines limiterait l'ampleur du redressement de la balance commerciale³¹.

*Une croissance vigoureuse
chez les partenaires
commerciaux
des États-Unis n'apporterait
qu'une aide limitée*

30. Mann (2004) envisage l'effet combiné d'une réduction de l'asymétrie des élasticités et d'une croissance plus forte de la productivité chez les partenaires commerciaux des États-Unis, mais la possibilité d'effets « Krugman » dans ces pays n'est pas analysée. Seule est prise en compte la simulation additionnelle par la demande des exportations des États-Unis sous l'effet d'une croissance plus vigoureuse chez les partenaires commerciaux.

31. Ce résultat est confirmé par la simulation finale de l'étude de Brook *et al.* (2004), qui montre qu'une croissance plus soutenue chez les partenaires commerciaux des États-Unis n'induirait qu'une très légère amélioration du déficit extérieur.

BIBLIOGRAPHIE

- BROOK, A., F. SEDILLOT et P. OLLIVAUD (2004), « Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- CAMPA, J.M. et L.S. GOLDBERG (2002), « Exchange Rate Pass-through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? », *NBER Working Paper*, n° 8934.
- CLINE, W.R. (1989), *United States External Adjustment and the World Economy*, Institute for International Economics, Washington.
- DE MELLO, L., P. KONGSRUD et R. PRICE (2004), « Saving Behaviour and the Effectiveness of Fiscal Policy », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- DE SERRES, A. et F. PELGRIN (2003), « The Decline in Private Savings Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-wealth Determinants? », *Revue économique de l'OCDE*, n° 36.
- DOWNES, P., A. DREW et P. OLLIVAUD (2003), « The OECD Medium-term Reference Scenario: Economic Outlook 74 », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 372.
- GAGNON, J.E. (2003), « Long-run Supply Effects and the Elasticities Approach to Trade », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper*, n° 754.
- GREENSPAN, A. (2003), Remarks by Chairman Alan Greenspan, Federal Reserve Board, at the 21st Annual Monetary Conference, cosponsored by the Cato Institute and *The Economist*, Washington DC, 20 novembre.
- GREENSPAN, A. (2004), Remarks by Chairman Alan Greenspan, Federal Reserve Board, *Current Account*, before the Economic Club of New York, New York, 2 mars.
- HOOPER, P., K. JOHNSON et J. MARQUEZ (1998), « Trade Elasticities for G-7 Countries », *Board of Governors of the Federal Reserve System Discussion Papers*, n° 609.
- HOUTHAKKER, H.S. et S.P. MAGEE (1969), « Income and Price Elasticities in World Trade », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 51, n° 2.
- KRUGMAN, P. (1989), « Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates », *European Economic Review*, vol. 33, n° 5.
- MANN, C. (2004), « The US Current Account, New Economy Services and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, vol. 12, n° 2.
- MANN, C. (2002), « Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n° 3.
- MANN, C. (1999), *Is the US Trade Deficit Sustainable?*, Institute for International Economics, Washington.
- MARQUEZ, J. (2002), *Estimating Trade Elasticities*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- OBSTFELD, M. et K. ROGOFF (2000), « Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment », Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on « Global Economic Integration: Opportunities and Challenges » in Jackson Hole, Wyoming, 24-26 août.
- PAIN, N. et D. VAN WELSUM (2004), « International Production Relocation and Exports of Services », *NIESR Discussion Papers*, n° 237.
- PAIN, N. et K. WAKELIN (1998), « Export Performance and the Role of Foreign Direct Investment », *The Manchester School Supplement*, n° 66.

STERN, R.M., A.S. DEARDORFF, S.H. HYMANS et C. XIANG (2001), « Forecasting US Trade in Services », in *Services in the International Economy*, R.M. Stern (dir. de pub.), Ann Arbor: University of Michigan Press, n° 53.

WREN-LEWIS, S. et R.L. DRIVER (1998), « Real Exchange Rates for the Year 2000 », *Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics*, n° 54.