

LES DÉFIS DE LA RÉDUCTION DU DÉFICIT DE BALANCE COURANTE DES ÉTATS-UNIS ET CONSÉQUENCES POUR LES AUTRES ÉCONOMIES

Anne-Marie Brook, Franck Sédillot et Patrice Ollivaud

TABLE DES MATIÈRES

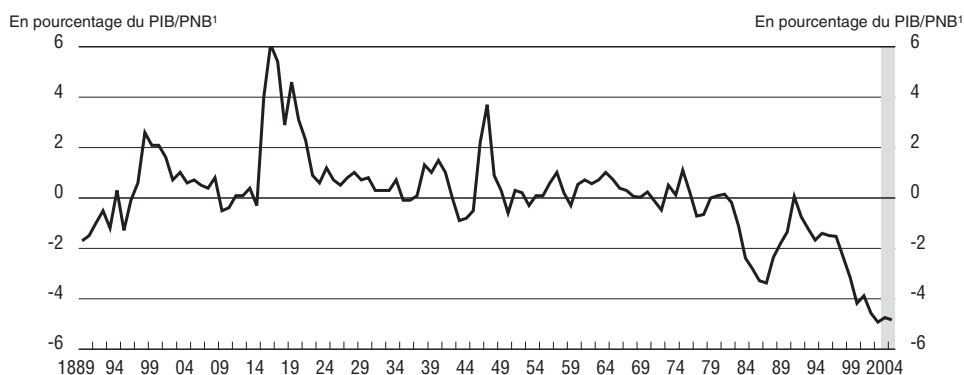
Introduction	176
Contexte des simulations	178
Mécanisme 1 : ajustement du taux de change	179
Mécanisme 2 : accroissement de l'épargne des États-Unis grâce à l'assainissement budgétaire	186
Mécanisme 3 : accroître la part d'exportations des États-Unis par une amélioration du côté de l'offre	191
Notes	200
<i>Annexe</i> : Stabiliser la dette extérieure rapportée au PIB.....	203
Bibliographie	204

Les auteurs expriment leurs remerciements à Jørgen Elmeskov, Michael Feiner, Mike Kennedy, Vincent Koen, Nigel Pain, Pete Richardson et d'autres membres du Département des affaires économiques pour les observations utiles qu'ils ont formulées au sujet des précédentes versions de ce document. Ils remercient également Catherine Lemoine et Laure Meuro pour leur aide technique. Les idées exprimées dans ce document sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de l'OCDE ou de ses pays membres..

INTRODUCTION

Le déficit de balance courante des États-Unis a récemment atteint son plus haut niveau historique – environ 5.2 pour cent du PIB – et, même s'il a légèrement baissé depuis, reste très élevé au regard de l'expérience passée (graphique 1). 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, les actifs américains représentant de ce fait une part de plus en plus grande dans le portefeuille 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 les actions et obligations émises par des résidents des États-Unis¹. Bien qu'il soit difficile de prévoir quand la réduction du déficit courant interviendra, cette réduction aura des conséquences aussi bien aux États-Unis que dans les autres pays, ses effets précis différant selon le mécanisme d'ajustement à l'œuvre. Le présent document étudie plusieurs modalités d'ajustement possibles et leurs conséquences pour les perspectives de croissance des principales économies de l'OCDE.

Graphique 1. **La balance courante américaine en perspective historique**
En pourcentage du PIB/PNB¹



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.

Les principaux mécanismes d'ajustement étudiés sont la dépréciation du dollar, la réduction du déficit budgétaire et une amélioration de la compétitivité hors prix des entreprises américaines à l'exportation. Le rôle possible d'une croissance plus soutenue chez les partenaires commerciaux des États-Unis est également étudié. L'évaluation quantitative de chacun des mécanismes repose sur les simulations réalisées à l'aide du modèle Interlink de l'OCDE.

Il ressort de cette étude que la taille des chocs doit être relativement importante pour obtenir un léger redressement de la balance commerciale des États-Unis (2 points de pourcentage du PIB). Il existe de nombreuses raisons à cela. Tout d'abord, les mesures de politique économique prises par les pouvoirs publics contribuent souvent à compenser l'impact du choc initial, de sorte que les retombées sur la balance courante sont plus faibles que prévu. Par exemple, un assainissement budgétaire de grande ampleur s'accompagne d'une réduction sensible des taux d'intérêt à court terme (pour compenser les effets négatifs sur l'activité et l'inflation), laquelle entraîne à son tour une contraction du taux d'épargne privé, annulant ainsi l'essentiel de l'augmentation initiale de l'épargne publique. Les effets en retour provenant du reste de l'économie mondiale peuvent également avoir un effet compensateur. Par exemple, la dépréciation du dollar provoque une contraction de l'activité chez les partenaires commerciaux des États-Unis et diminue ainsi la demande d'exportations américaines.

Les principales conclusions du présent document sont les suivantes :

- Même une faible réduction du déficit de balance courante des États-Unis nécessiterait des modifications importantes des taux de change, de la politique budgétaire ou de la compétitivité hors prix des entreprises américaines à l'exportation. Elle comporterait également de sérieux risques pour la croissance des partenaires commerciaux des États-Unis – notamment au Japon où les marges de manœuvre des politiques monétaire et budgétaire permettant de compenser toute pression récessionniste sont limitées.
- L'impact d'une dépréciation du dollar sur les autres économies de l'OCDE dépendrait, 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 on laisse le dollar se déprécier uniformément par rapport à toutes les devises.
- Les effets positifs de l'assainissement budgétaire sur le déficit de balance courante seraient en partie compensés par une diminution de l'épargne privée. En outre, compte tenu de leurs points de départ actuels, il existe un risque supérieur à la normale de voir les taux d'intérêt à court terme se rapprocher d'un niveau proche de zéro pour cent en termes nominaux. Néanmoins, ce risque serait atténué si l'assainissement budgétaire devait intervenir en

conjonction avec une inflation plus forte générée par une dépréciation de grande ampleur du dollar.

- 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, induirait des effets positifs aux 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 des déséquilibres mondiaux sans coûts pour le reste du monde. Par exemple, même une hausse constante de 0.5 point de pourcentage de la croissance annuelle de la productivité dans l'ensemble des économies de l'OCDE en dehors des États-Unis ne redresserait que très peu la balance courante des États-Unis.

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 aurait corrélativement certains effets bénéfiques².

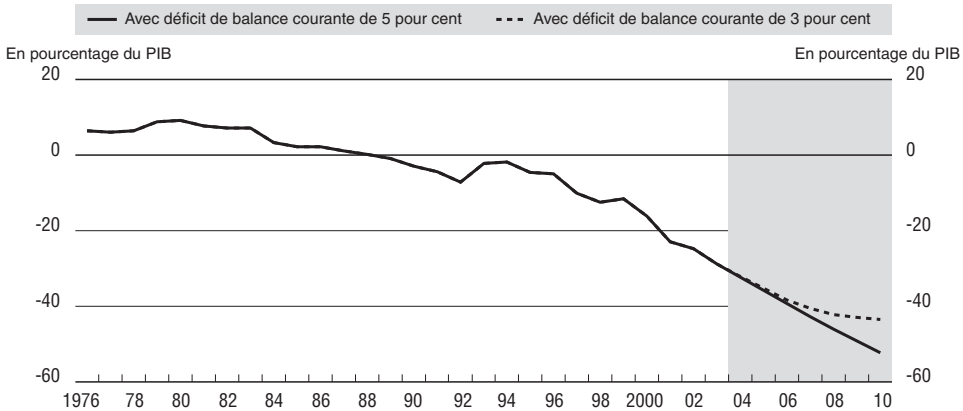
CONTEXTE DES SIMULATIONS

Pour chaque mécanisme d'ajustement, les simulations des chocs 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 points de PIB au bout de six ans. L'impact sur le solde net du revenu des investissements et, partant, sur le déficit de balance courante 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 non-résidents. Le modèle Interlink n'intégrant pas de fonction explicite de réaction de banque centrale, tous les scénarios ont été étalonnés de manière à intégrer une réaction de la politique monétaire ramenant à terme l'inflation au niveau du scénario de référence. 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 papier.

Cette étude analyse les conséquences d'une réduction du déficit commercial de 2 pour cent du PIB. L'ampleur de cet ajustement est-elle nécessaire ou suffisante ? Il est difficile de se prononcer. Il est toutefois possible d'en calculer les conséquences sur la dette extérieure des États-Unis. 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. Dans 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 PIB⁴. 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 environ 60 pour cent du PIB (graphique 2). Bien entendu, les résultats de ces calculs sont largement tributaires de l'hypothèse de croissance du PIB et ils ne répondent pas à la question de savoir quel est le niveau de déficit de balance courante ou la position nette d'investissement international qui seraient souhaitables.

Graphique 2. Avoirs extérieurs nets des États-Unis
En pourcentage du PIB



MÉCANISME 1 : AJUSTEMENT 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. Les investisseurs étant de moins en moins disposés 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 février 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.

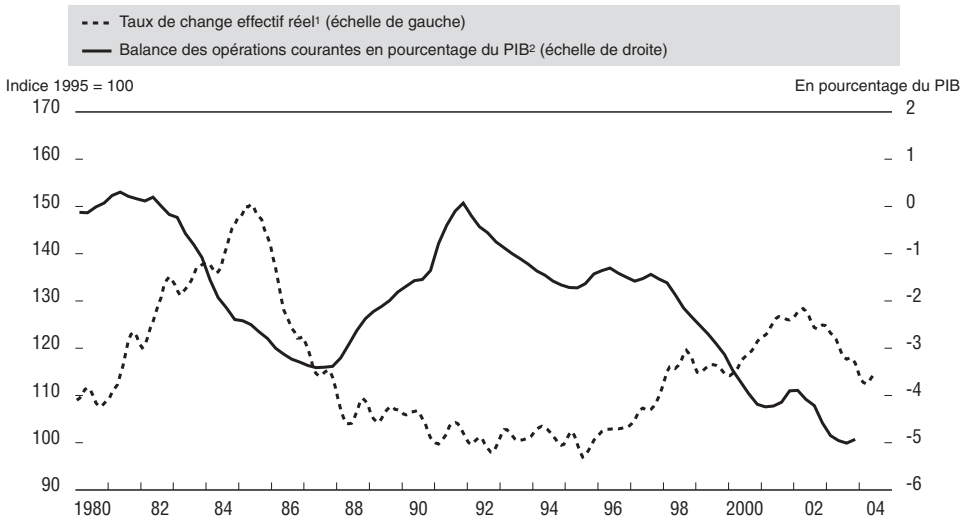
Dans le passé, le lien entre le taux de change et la balance des opérations courantes s'est révélé différent d'un pays à l'autre. Dans certains cas, une forte dépréciation du taux de change a mis fin au déficit des opérations courantes. Au Canada, par exemple, après la baisse du taux de change effectif réel de 25 pour cent environ dans les années 90, 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 nominal 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 commerciaux⁵.

Aux États-Unis, le lien observé dans le passé entre le taux de change réel du dollar et la balance des opérations courantes est négatif (graphique 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 la dépréciation produise ses effets. Deuxièmement, le comportement de marge des exportateurs et 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'exportation est relativement faible par rapport à d'autres pays de l'OCDE⁶.

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, avec un effet en retour 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, où les marges de manœuvre monétaire ou budgétaire permettant de compenser le choc négatif sur la demande sont réduites⁷.

Enfin, selon le degré auquel une baisse du dollar fera monter l'inflation des États-Unis, la politique monétaire devra réagir et les taux d'intérêt augmenteront⁸.

Graphique 3. Taux de change effectif réel¹ et balance des opérations courantes aux États-Unis



1. Les calculs du taux de change effectif réel s'appuient sur les prix relatifs à la consommation et prennent en compte les prévisions de fin 2003 et début 2004. Les données sont lissées sur la base d'une moyenne mobile sur 4 trimestres.
 2. Les prêts nets extérieurs sont la contrepartie de la balance courante.
- Sources : OCDE, BEA, tableaux NIPA.

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 des États-Unis.

Ces facteurs sont illustrés par les deux premiers 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. La dépréciation est supposée se produire la première année de l'horizon prévisionnel⁹. Le scénario 1A envisage 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 (voir graphique 4 pour la pondération des monnaies dans le taux de change effectif réel du dollar). Dans le scénario 1B, la dépréciation du dollar est plus largement répartie : environ 22 pour cent par rapport à toutes les monnaies¹⁰. Le tableau 1 résume les conséquences de chacun de ces chocs pour les taux de change effectifs de la zone euro et du Japon. En ajoutant la colonne A à la colonne C ou D, on obtient la dépréciation ou l'appréciation implicite *totale* depuis le point haut du dollar de février 2002.

Graphique 4. Pondération du taux de change effectif réel du dollar

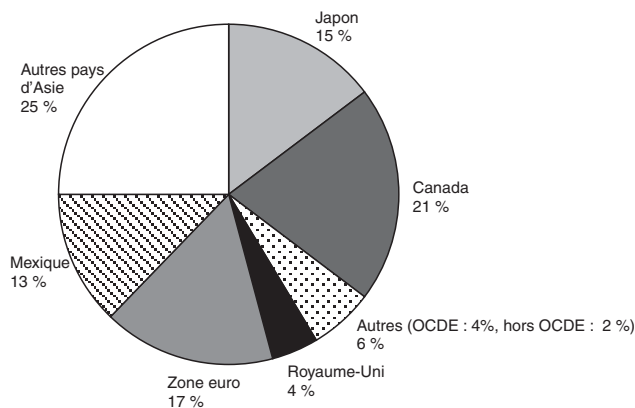


Tableau 1. Taux de change implicites dans les scénarios 1A et 1B

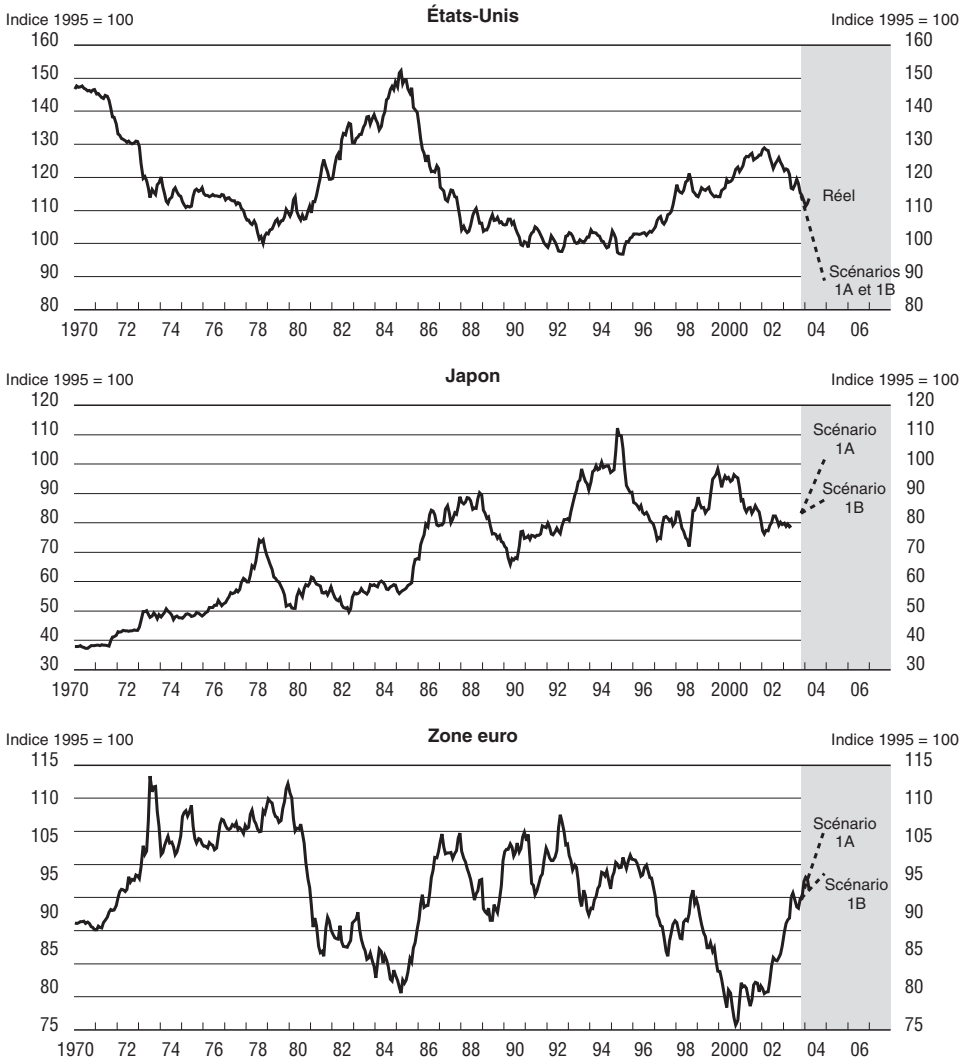
	Taux de change effectifs (appréciations en pourcentage)			
	Par rapport au point haut du dollar (févr. 2002) jusqu'aux PE n° 74	Par rapport au point haut du dollar (févr. 2002) jusqu'au 16 avril 2004	Scénario 1A ^{Note :}	Scénario 1B ^{Note :}
	(A)	(B)	(C)	(D)
Dollar	-10.1	-11.6	-22.5	-22.5
Yen	10.9	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 début novembre 2003 (voir *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 74, décembre 2003).

1. Les deux scénarios entraînent une dépréciation effective du dollar de 22.5 %. Dans le scénario 1A (absence de modification des taux de change pour l'Asie hors OCDE), le dollar se déprécie de 30% par rapport aux monnaies des pays de l'OCDE. Dans le scénario 1B (flexibilité totale des taux de change), la dépréciation de 22.5 % est également répartie entre toutes les monnaies.

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. Un repli 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 simulée du dollar (graphique 5)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

Graphique 5. Taux de change effectif réel et scénarios



Note : Le calcul du taux de change effectif réel (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 intègrent les chocs sur les taux de change en termes nominaux qui découlent des scénarios 1A et 1B et l'évolution historique 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.

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 études, 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.

L'appréciation correspondante du taux de change serait également spectaculaire pour le yen et pour l'euro, en particulier dans le scénario 1A (graphique 5). Certes, ces taux de change ne dépasseraient pas en termes effectifs leurs points hauts historiques, mais les difficultés de compilation des tendances synthétiques du taux de change de l'euro antérieures à 1999 rendent incertaine l'exactitude des comparaisons historiques. Et s'agissant du yen, le scénario 1A suggère qu'il s'apprécierait à des niveaux enregistrés pour la dernière fois seulement très brièvement en 1995 et considérés alors par beaucoup comme ayant un caractère punitif.

L'impact économique des scénarios 1A et 1B est très similaire pour les États-Unis, la dépréciation effective étant de même ampleur dans les deux cas. La forte dépréciation du dollar accélère l'inflation aux États-Unis, entraînant un durcissement de la politique monétaire et une hausse des taux d'intérêt à court terme à hauteur de 300 points de base. À court terme, l'inflation atteint 3 pour cent environ avant de revenir progressivement à son niveau de référence. La balance commerciale des États-Unis s'améliore lentement, alors que celle des autres régions se dégrade en conséquence (tableau 2).

Pour la zone euro et le Japon, l'impact des deux chocs est très différent – en particulier pour le Japon dont les échanges sont beaucoup plus exposés que ceux de la zone euro à l'économie des États-Unis et des autres pays d'Asie. Tandis que le choc de change du scénario 1A équivaut à une appréciation de 22 pour cent du taux de change effectif du yen, il est de 6 pour cent seulement dans le scénario 1B (tableau 1). Dans le scénario de référence, où aucune baisse des taux d'intérêt directs n'est possible au Japon, l'impact du choc dans le scénario 1A se traduit par une croissance plus faible et par une déflation plus prononcée, tandis que ces effets sont atténués dans le scénario 1B. Par rapport au niveau de référence, l'excédent courant du Japon baisse de 2 pour cent environ du PIB dans le scénario 1A contre moins de 1 pour cent dans le scénario 1B. Toutefois, la tendance récente à une moindre déflation et les prévisions plus récentes allant dans le sens d'une inflation positive au Japon montrent que le scénario de référence, et donc les simulations, pourraient être trop pessimistes.

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 scénario 1A et de 4 pour cent dans le scénario 1B (tableau 1). Deuxièmement, les autorités monétaires de la zone euro

Tableau 2. Scénarios de dépréciation du dollar : principaux résultats

	Moyenne 2004-09			Dernière année (2009) : scénario par rapport au niveau de référence	
	Scénario de référence de déc. 2003	Scénario IA ¹	Scénario IB ¹	Scénario IA ¹	Scénario IB ¹
États-Unis					
PIB réel (croissance/niveau) ²	3.3	3.3	3.3	-0.5	-0.3
Prix (inflation/niveau des prix) ²	1.3	2.6	2.2	7.6	5.1
Balance commerciale ³	-4.7	-3.4	-3.4	2.0	1.9
Balance des opérations courantes ³	-5.1	-4.2	-4.3	1.4	1.3
Taux d'intérêt à court terme ⁴	392	692	692	300	300
Japon					
PIB réel (croissance/niveau) ²	1.6	1.3	1.4	-2.1	-1.4
Prix (inflation/niveau des prix) ²	-0.2	-1.2	-0.5	-5.7	-1.7
Balance commerciale ³	2.6	1.6	2.7	-1.8	-0.6
Balance des opérations courantes ³	5.0	3.6	4.7	-2.0	-0.8
Taux d'intérêt à court terme ⁴	13	13	13	0	0
Zone euro					
PIB réel (croissance/niveau) ²	2.3	2.3	2.3	-0.2	-0.1
Prix (inflation/niveau des prix) ²	1.6	1.4	1.5	-1.2	-0.6
Balance commerciale ³	2.5	1.1	1.7	-2.2	-1.6
Balance des opérations courantes ³	1.0	0.1	0.7	-1.5	-1.0
Taux d'intérêt à court terme ⁴	358	208	308	-150	-50

1. Les deux scénarios impliquent une dépréciation effective du dollar de 22.5 %. Dans le scénario IA, le dollar se déprécie de 30 % par rapport aux monnaies de l'OCDE. Dans le scénario IB, la dépréciation de 22.5 % est également répartie entre toutes les monnaies.
2. Les chiffres des trois premières colonnes sont des taux 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.
3. En pourcentage du PIB.
4. En points de base.

ont la possibilité de réduire suffisamment les taux directeurs de façon à compenser l'effet de contraction de l'activité dans les deux scénarios.

Il est difficile de déterminer avec exactitude comment les modifications des taux de change et des taux d'intérêt influenceront sur le solde net des revenus de l'investissement. On a utilisé une règle simplifiée, à savoir qu'un tiers de l'augmentation du service de la dette publique américaine concerne les non-résidents. Ainsi, dans la mesure où les scénarios de taux de change prévoient une hausse des taux d'intérêt domestiques, le redressement du déficit de balance courante des États-Unis est beaucoup moins marqué (environ 1.4 point de pourcentage par rapport au scénario de référence) que la balance commerciale (jusqu'à 2.0 points de pourcentage)¹³.

MÉCANISME 2 : ACCROISSEMENT DE L'ÉPARGNE DES ÉTATS-UNIS GRÂCE À L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE

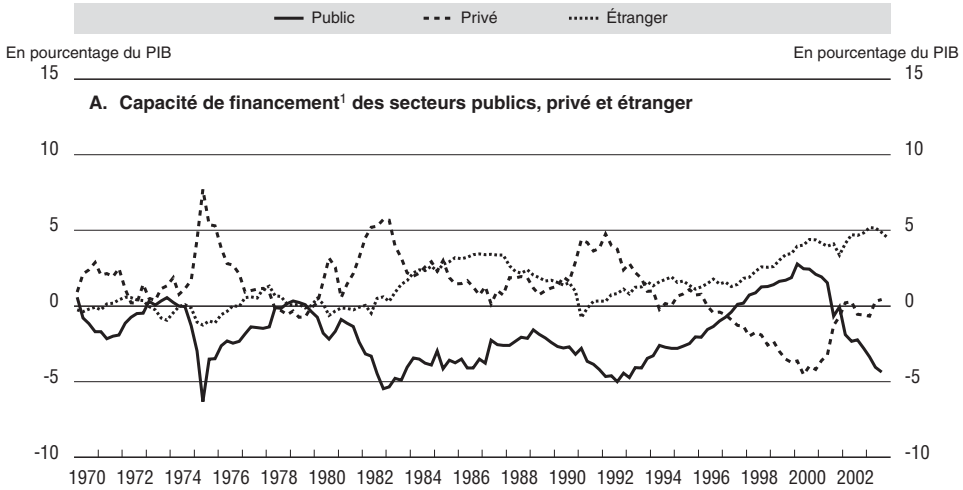
Selon les identités usuelles de la comptabilité nationale, le déficit de balance courante est égal au déficit de l'épargne nationale par rapport à l'investissement intérieur. Par conséquent, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement du taux d'épargne nationale se traduit par une réduction du déficit extérieur. Néanmoins, l'impact spécifique sur le déficit courant d'un assainissement budgétaire dépend de l'efficacité avec laquelle une diminution de l'épargne privée neutralise 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 du fait de l'assainissement budgétaire. Cette réduction entraîne une contraction du taux d'épargne privée ou stimule l'investissement privé.

Un autre mécanisme met en jeu 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 publiques¹⁴. Bien que les conditions d'une neutralisation intégrale entre épargne publique et épargne privée (par exemple sous l'effet d'une « équivalence ricardienne » intégrale) soient peu susceptibles d'être réunies dans la pratique, il apparaît néanmoins nettement que l'épargne privée se modifiera pour compenser au moins en partie les variations de l'épargne publique¹⁵. Les récentes manifestations de cette corrélation négative ont entraîné une amélioration de l'état des finances publiques américaines durant les années 90, accompagnée d'une contraction sensible de l'épargne privée et, plus récemment, une détérioration des finances publiques en conjonction avec une augmentation de l'épargne privée (graphique 6). Dans les deux cas, toutefois, les interactions entre l'épargne privée et l'épargne publique ont été complexes.

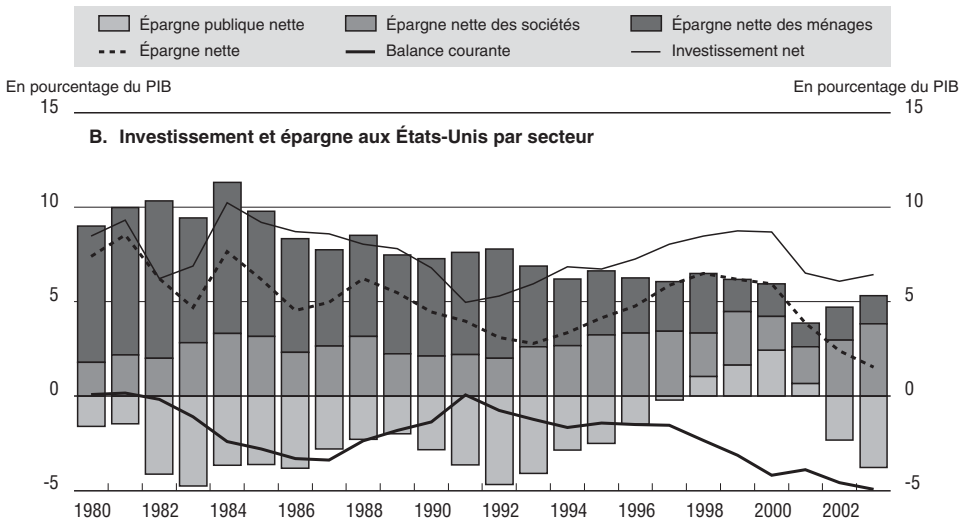
Pour ces raisons, un ajustement relativement important des positions budgétaires est normalement nécessaire pour produire un effet perceptible sur la balance courante. Ainsi, le scénario 2A table sur une amélioration de 6 points de pourcentage du déficit budgétaire par rapport au scénario de référence, amélioration réalisée progressivement sur la période de six années¹⁶. Avec ce scénario, le solde budgétaire passe d'un déficit de près de 5 pour cent du PIB en 2003 à un excédent de 1.7 pour cent au bout de six ans. De même que pour les autres scénarios, ce choc induit un redressement de la balance commerciale de 2 points de PIB.

Avec le scénario 2A, l'assainissement budgétaire présumé est de grande ampleur, mais il n'entraîne pas le solde budgétaire vers des valeurs totalement inhabituelles. 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 3). Dans certains des précédents épisodes

Graphique 6. Composition de l'épargne aux États-Unis



Note : La capacité de financement des agents étrangers est la contrepartie de la balance courante.



Note : Les données de l'épargne et de l'investissement nets proviennent des comptes nationaux en termes de revenus et de produits. Il y a donc une discordance statistique entre la balance courante et l'épargne extérieure nette définie comme l'écart entre l'épargne nette et l'investissement net.

Source : OCDE, BEA, tableaux NIPA.

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

	Soldes des administrations publiques corrigés des variations cycliques (en pourcentage du PIB)			Taux d'intérêt à court terme	
	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 ¹
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.

1. 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).

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 d'autres exemples attestent aussi de substantielles améliorations budgétaires en l'espace de six ans.

Avec le scénario 2A, les deux tiers environ de l'augmentation de l'épargne publique sont compensés par une contraction de l'épargne privée. Cette compensation 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 sont nettement réduits, de manière à stimuler la demande intérieure¹⁷. 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. 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 (tableau 4). La nette corrélation négative entre les taux d'épargne publique et privée qui a été observée dans le passé continue de se manifester¹⁸.

Tableau 4. Scénarios d'assainissement budgétaire : principaux résultats

	Moyenne 2004-09			Dernière année (2009) : scénario par rapport au scénario de référence	
	Scénario de référence de déc. 2003	Scénario 2A ¹	Scénario 2B ²	Scénario 2A ¹	Scénario 2B ²
États-Unis					
PIB réel (croissance/niveau) ³	3.3	2.6	2.8	-4.5	-3.2
Prix (inflation/niveau des prix) ³	1.3	1.6	1.8	1.5	3.1
Capacité de financement des administrations publiques ⁴	-4.7	-0.9	-1.7	5.9	4.2
Capacité de financement primaire des administrations publiques ⁴	-2.6	0.2	-0.4	4.4	3.1
Épargne privée ⁴	14.2	11.6	12.7	-3.8	-1.9
Investissement privé ⁴	16.1	16.0	16.1	-0.4	-0.3
Balance commerciale ⁴	-4.7	-3.7	-3.4	2.1	2.1
Balance des opérations courantes ⁴	-5.1	-3.8	-3.6	2.6	2.5
Taux d'intérêt à court terme ⁵	392	0	125	-540	-300
Japon					
PIB réel (croissance/niveau) ³	1.6	1.3	1.2	-2.0	-2.2
Prix (inflation/niveau des prix) ³	-0.2	-0.7	-1.1	-2.7	-5.0
Balance commerciale ³	2.6	2.2	1.9	-1.3	-1.8
Balance des opérations courantes ⁴	5.0	4.5	4.0	-1.3	-2.0
Taux d'intérêt à court terme ⁵	13	13	13	0	0
Zone euro					
PIB réel (croissance/niveau) ³	2.3	2.2	2.2	-0.4	-0.5
Prix (inflation/niveau des prix) ³	1.6	1.7	1.5	1.0	-0.4
Balance commerciale ⁴	2.5	1.9	1.4	-1.4	-1.9
Balance des opérations courantes ⁴	1.0	0.3	0.0	-1.5	-1.8
Taux d'intérêt à court terme ⁵	358	246	171	-150	-225

1. Le scénario 2A 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.
2. Le scénario 2B 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. Les prix prennent en compte le déflateur de la consommation.
3. 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.
4. En pourcentage du PIB.
5. En points de base.

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. En l'absence d'effets de confiance positifs, l'assainissement budgétaire a un effet récessif et la réponse adéquate en matière de politique monétaire serait, toutes choses égales par ailleurs, une réduction des taux d'intérêt à court terme. Mais compte tenu du très faible niveau de départ des taux directeurs, les taux d'intérêt risquent à court terme de se rapprocher de zéro pour cent en termes nominaux.

Par exemple, avec le scénario 2A, les taux d'intérêt à court terme diminuent jusqu'à zéro. Ainsi, même si l'inflation reste stable, la perte de toute marge de manœuvre du côté des taux d'intérêt à court terme suggère qu'il y aurait un risque accru de déflation – par exemple, au cas où l'économie devrait dans le même temps affronter un autre choc récessif. 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 »¹⁹, encore que, dans ce cas – si le taux d'épargne privée neutralise intégralement la hausse du taux d'épargne publique – il n'y aurait aucune amélioration de la balance courante. D'autres pays ayant réalisé un assainissement budgétaire aussi important 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 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.

Ces risques déflationnistes seraient diminués si l'assainissement budgétaire s'accompagnait d'une nette dépréciation du dollar, à condition toutefois qu'elle ait des effets inflationnistes. C'est sur ce choc combiné que table le scénario 2B qui présume que le déficit budgétaire disparaît à l'horizon 2009²⁰ (alors que le scénario 2A prévoit un excédent de près de 2 pour cent du PIB), et que le dollar se déprécie de 15 pour cent par rapport aux autres monnaies de la zone de l'OCDE²¹. Dans la mesure où l'effet expansionniste de la dépréciation annule en grande partie l'action restrictive du durcissement budgétaire, la nécessité d'un assouplissement des politiques monétaires est moins grande, et les taux d'intérêt nominaux à court terme peuvent alors augmenter progressivement à l'horizon prévu au lieu d'être ramenés à zéro. De même que pour les deux scénarios précédents, la balance commerciale se redresse de 2 points de PIB. Toutefois, le redressement de la balance courante est encore plus marqué, les taux d'intérêt étant sensiblement plus bas que dans le scénario de référence.

Avec le scénario 2A, les effets d'entraînement négatifs sur les partenaires commerciaux des États-Unis résultent d'une baisse d'appétence des consommateurs américains pour les importations. Avec le scénario 2B, il existe des effets

additionnels émanant de la variation du taux de change. Par conséquent, la production et les exportations nettes de ces économies seraient davantage affectées 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, où le scénario de référence n'autorise guère de marge de manœuvre du côté de la politique monétaire, les conséquences sont plus sérieuses, avec des taux de croissance plus faibles et une aggravation de la déflation. Les balances commerciales du Japon et de la zone euro se détériorent de 2 points de PIB environ avec le scénario 2B contre environ 1.5 point avec le scénario 2A.

MÉCANISME 3 : ACCROÎTRE LA PART D'EXPORTATIONS DES ÉTATS-UNIS PAR UNE AMÉLIORATION DU CÔTÉ DE L'OFFRE

L'appétence des consommateurs américains pour les importations est apparemment plus grande que celle des consommateurs étrangers pour les exportations américaines, ce qui constitue un important facteur explicatif de la dégradation tendancielle du déficit commercial des États-Unis. De fait, les élasticités-revenu des importations américaines de biens et de services sont généralement plus élevées que les élasticités des exportations américaines de biens et de services par rapport au revenu étranger (tableau 5). Aussi longtemps que persistera cette asymétrie, le déficit commercial des États-Unis continuera de se creuser, pour un niveau donné des termes de l'échange, même si les 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 si minime.

Il existe un certain nombre d'explications à l'asymétrie des élasticités aux États-Unis, dont plusieurs permettent également d'envisager des moyens d'y remédier et partant, d'inverser la tendance du déficit (encadré 1). 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. En outre, il est possible que le différentiel positif affiché par les États-Unis en termes de croissance de la productivité par rapport à la plupart des économies de l'OCDE permette à ce pays de produire une plus large diversité de biens de grande qualité. Ces scénarios prennent en compte le rôle des facteurs qui déterminent du côté de l'offre la part des entreprises américaines sur le marché d'exportation et impliqueraient un regain de compétitivité pour les États-Unis, ce qui aiderait à inverser la récente baisse de leur performance à l'exportation. Les actions précises susceptibles d'influencer la compétitivité hors prix sont moins nettes que dans le cas des deux premiers

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

	Période	Exportations de :		Importations de :	
		Biens	Services	Biens	Services
Pain et van Welsum (2004) ¹	1987-2000		1.7		
Mann (2003) ²	1976-2000		2.1		1.5
Wren-Lewis et Driver (1998)	1980-1995	1.21	1.95	2.36	1.72
Houthtakker et Magee (1969)	1951-1966	0.99		1.51	
		Exportations de biens et services		Importations de biens et services	
Mann (2003) ³	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>Pour mémoire :</i> Élasticités dans le modèle Interlink de l'OCDE			1.80 ⁴		2.2

1. 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 (qui est 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.
2. Ces valeurs sont calculées comme étant la moyenne pondérée des estimations de Mann (2003) 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.
3. 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.
4. À 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 : Chercheurs individuels et OCDE.

mécanismes, mais on dispose ainsi d'un cadre utile pour examiner certains des déterminants des performances commerciales des États-Unis que les scénarios 1 et 2 ne prennent pas en compte et, également, pour évaluer l'éventualité d'un ajustement ne faisant pas intervenir les deux premiers mécanismes.

Il ressort du scénario 3 qu'une amélioration de 2 points de PIB du déficit commercial des États-Unis, obtenue uniquement par des gains plus élevés non liés aux prix dans la compétitivité à l'exportation, supposerait que la part des biens des États-Unis dans les importations mondiales augmente d'environ 2 points au cours des six prochaines années, se traduisant alors par une réduction correspondante du taux de pénétration des importations aux États-Unis (graphique 7). D'après ce scénario, ce choc correspondait aussi à peu près à une inversion de l'asymétrie des élasticités de la demande aux États-unis, les nouvelles élasticités étant atteintes progressivement au bout d'une durée de six ans²². La section de gauche du graphique 7 montre l'accroissement de la part de marché à l'exportation

Encadré 1. L'asymétrie des élasticités aux États-Unis : explications et moyens possibles d'inverser la tendance

Si les ordre de grandeurs des élasticités varient d'une étude à l'autre (tableau 5), on s'accorde en général à estimer que les élasticités-revenu des importations vers les États-Unis de biens et de services sont sensiblement plus élevées que les élasticités des exportations américaines de biens et de services par rapport au revenu étranger. Houthakker-Magee sont les premiers à avoir mis en exergue cette asymétrie¹. Cet encadré passe en revue quatre explications possibles. La première 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'origine². 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 réduite³.

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). Comme l'a pour la première fois rapporté Krugman (1989), 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 qui revient au même, l'élasticité de la demande d'importations en provenance de ces pays augmente). Cet effet de l'offre est suffisamment important pour rendre compte de la moitié environ de la valeur des élasticités-revenu 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'unité, ce qui ne signifie plus que les préférences pour les importations ne sont pas homothétiques (ou que les biens échangés sont des produits de luxe)⁴.

Troisièmement, un certain nombre d'autres facteurs contribuent également à expliquer les asymétries des élasticités aux États-Unis. 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 peuvent être pris en considération par une tendance temporelle non linéaire, une élasticité unitaire des importations américaines par rapport au revenu est acceptée par les données⁵.

La quatrième explication prend en compte la composition des échanges commerciaux américains et la variation des élasticités d'un secteur à l'autre. L'éventail des estimations 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 inverse : 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 services⁶. Apparemment, l'avantage comparatif des États-Unis réside davantage dans la production de services (en particulier de services de la nouvelle économie)⁷ 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.

Encadré 1. L'asymétrie des élasticités aux États-Unis : explications et moyens possibles d'inverser la tendance (suite)

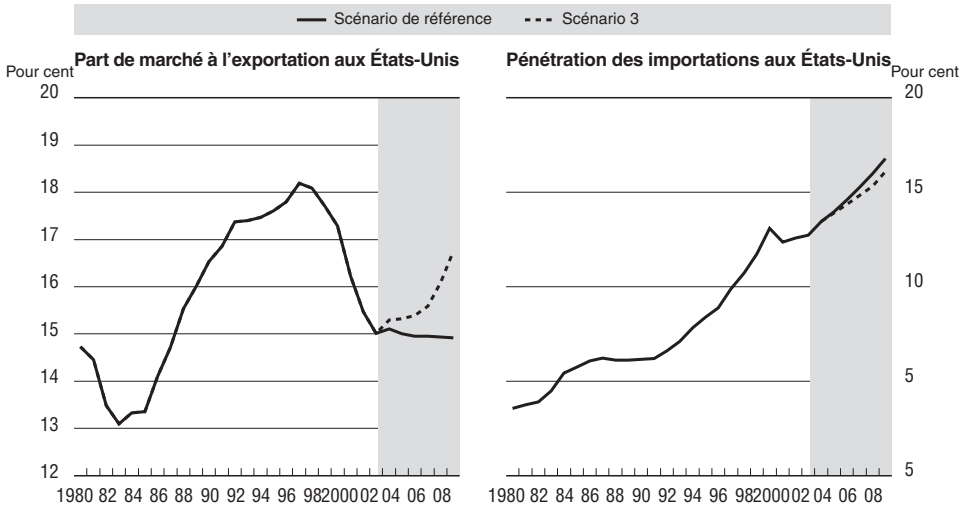
Si l'on considère les élasticités des importations, l'éventail des facteurs explicatifs permet difficilement d'extrapoler de la croissance future des revenus à la croissance future des importations. Par exemple, les trois premières explications de l'asymétrie des élasticités (pour les échanges de biens) 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, l'évolution 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.

Les explications développées ci-dessus font apparaître deux grands mécanismes permettant de réduire ou d'inverser l'asymétrie des élasticités. Le premier consisterait à développer les exportations de services et le second à maintenir le dynamisme de la productivité américaine induisant une amélioration de la diversité et de la qualité des biens et services destinés à l'exportation.

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 par les États-Unis pour restreindre la délocalisation internationale des services peu qualifiés risquent de déclencher des mesures de rétorsion de la part des autres pays dans le secteur des échanges de services de la nouvelle économie. Autre danger, dans l'optique de la balance commerciale américaine : 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 performances à l'exportation des États-Unis⁸.

1. D'après Houthakker et Magee (1969) – les premiers à avoir décrit cette tendance.
2. Les immigrants tendent aussi à contribuer au déficit courant par leurs envois de fonds à l'étranger.
3. Voir Marquez (2002).
4. 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 estimée tombe à 0.75. Même si l'on tient compte de ce que l'estimation initiale de Gagnon se situe dans la partie inférieure de la fourchette (voir le tableau 5 pour les autres valeurs), l'effet de l'offre est susceptible d'expliquer une grande partie, sinon la totalité de l'asymétrie.
5. Voir, par exemple, Pain et van Welsum (2004) et Pain et Wakelin (1998).
6. Voir au tableau 5 les estimations de Mann (2003) et de Wren-Lewis et Driver (1998).
7. Voir Mann (2003). 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.
8. Bien que Mann (2003) 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, elle n'étudie pas la possibilité d'effets « Krugman » dans ces pays. Seule est prise en compte la stimulation additionnelle par la demande des exportations des États-Unis sous l'effet d'une croissance plus vigoureuse chez les partenaires commerciaux.

Graphique 7. Performance des États-Unis sur les marchés



Note : La part de marché à l'exportation aux 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. Les deux courbes sont exprimées en prix constants (base 2000).

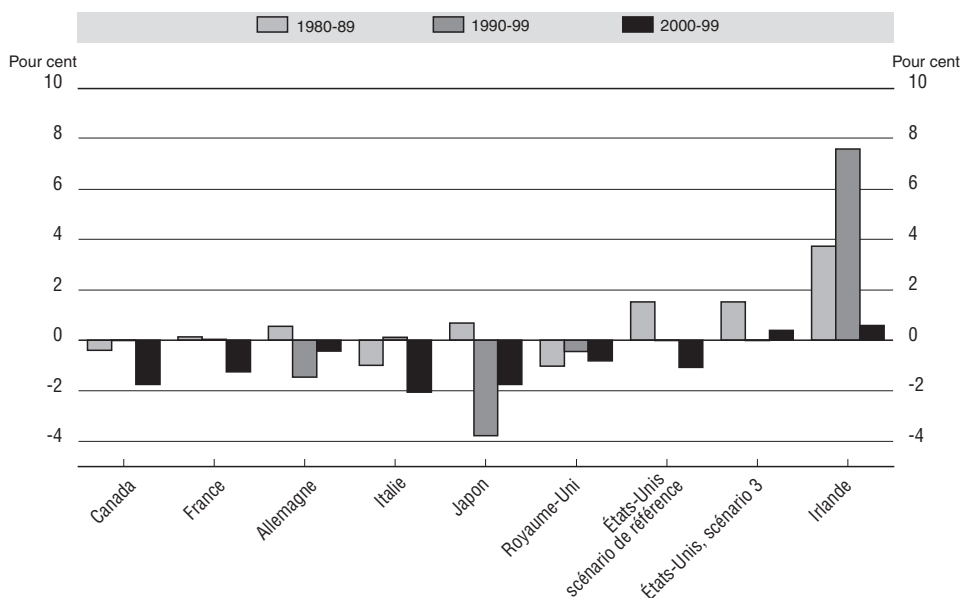
des États-Unis. Il s'agit certes d'un accroissement relativement modeste, mais il convient de noter que la précédente augmentation de part de marché s'est produite parallèlement à la dépréciation du taux de change. L'ampleur de l'ajustement nécessaire, dans le scénario 3, semble plus extrême lorsqu'on l'évalue d'après les variations de l'élasticité requises.

Bien que les États-Unis aient perdu des parts de marché ces dernières années, ils ont en général obtenu de bons résultats dans ce domaine par rapport aux autres grandes économies de l'OCDE. Cependant, la progression des résultats sur les marchés est bien plus rapide dans les économies en phase de « rattrapage » telles que l'Irlande (graphique 8)²³. 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.

La stimulation des exportations nettes américaines prévue dans le scénario 3 ayant un effet expansionniste, on suppose que les taux directeurs sont relevés de

Graphique 8. **Progression des résultats à l'exportation dans les grandes économies de l'OCDE 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.

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 américaine 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. Au Japon, les marges de manœuvre des politiques monétaire et budgétaire permettant de compenser toute pression récessionniste étant plus limitées, il en résulte une poursuite de la déflation et une croissance du PIB plus faible (tableau 6)²⁴.

Par rapport aux deux scénarios précédents, le scénario 3 est le moins coûteux pour les partenaires commerciaux des États-Unis, même si le PIB de ces économies en subit toujours le contrecoup. Une croissance plus soutenue chez les partenaires

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

	Moyenne 2004-09		Dernière année (2009) : scénario par rapport au scénario de référence
	Scénario de référence à moyen terme des PE n° 74	Scénario 3 ¹	Scénario 3 ¹
États-Unis			
PIB réel (croissance/niveau) ²	3.3	3.6	1.6
Prix (inflation/niveau des prix) ²	1.3	1.7	0.0
Capacité de financement des administrations publiques ³	-4.7	-4.7	5.9
Capacité de financement primaire des administrations publiques ³	0.0	0.2	4.4
Balance commerciale ³	-4.7	-3.9	1.8
Balance des opérations courantes ³	-5.1	-4.3	1.8
Taux d'intérêt à court terme ⁴	392	467	100
Japon			
PIB réel (croissance/niveau) ²	1.6	1.4	-1.2
Prix (inflation/niveau des prix) ²	-0.2	-0.6	0.0
Balance commerciale ³	2.6	2.2	-1.1
Balance des opérations courantes ³	5.0	4.6	-1.0
Taux d'intérêt à court terme ⁴	13	13	0
Zone euro			
PIB réel (croissance/niveau) ²	2.3	2.2	-0.7
Prix (inflation/niveau des prix) ²	1.6	1.6	0.0
Balance commerciale ³	2.5	2.0	-1.0
Balance des opérations courantes ³	1.0	0.5	-0.9
Taux d'intérêt à court terme ⁴	358	308	-50

1. Élasticité 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.
2. En pourcentage du PIB.
3. En points de base.
4. 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. Les prix prennent en compte le déflateur de la consommation.

commerciaux des États-Unis serait la seule exception possible à la règle générale selon laquelle une réduction du déficit de balance courante des États-Unis nuit à ces mêmes partenaires. Toutefois, l'encadré 2 montre que, même dans ce cas, il n'en résulterait aucune différence notable.

Encadré 2. Croissance plus soutenue chez les partenaires commerciaux des États-Unis

Il est souvent affirmé que l'essentiel de la détérioration de la balance courante des États-Unis pourrait être inversé par une croissance plus soutenue des économies des partenaires commerciaux des États-Unis. Un autre scénario, analysé dans le présent encadré, montre toutefois que les avantages qu'en tirerait la balance commerciale des États-Unis sont relativement limités. Ce scénario examine l'impact d'une augmentation continue de 0.5 point de pourcentage de la croissance annuelle de la PTF (productivité totale des facteurs) et de la demande intérieure dans les pays de l'OCDE hors États-Unis. Cet impact réduit environ de moitié l'écart entre la croissance de la production potentielle des États-Unis (approximativement 3.0 pour cent par an) et celle de la zone euro (1.8 pour cent par an dans le scénario de référence). L'écart avec le Japon diminue aussi sensiblement.

Avec ce scénario, la croissance dans la zone euro et au Japon est nettement dopée. Ce surcroît de croissance étant présumé découler à parts égales de l'offre et de la demande, il ne s'accompagne pas de tensions inflationnistes. Aucune réaction de la politique monétaire n'est alors nécessaire. Toutefois, en dépit du fait que la hausse de la demande en dehors des États-Unis dope la croissance des marchés, l'amélioration globale de la balance commerciale des États-Unis n'est que de 0.2 pour cent du PIB à l'horizon 2009 (tableau 7).

Il existe deux raisons à cela. D'abord, une hausse des exportations américaines exerce des effets secondaires sur la demande d'importations des États-Unis. L'élasticité-revenu des importations américaines étant supérieure à l'unité, une hausse des exportations plus soutenue entraîne également une hausse des importations. Étant donné ces paramètres du modèle, l'impact d'une croissance plus soutenue des partenaires commerciaux ne peut être accentué qu'en réduisant ou en inversant l'asymétrie des élasticités. Néanmoins, même si ce choc était combiné avec cette réduction de l'asymétrie des élasticités aux États-Unis, il y aurait un risque (du point de vue de la balance commerciale des États-Unis) que l'impact positif de la productivité en dehors des États-Unis produise des effets « Krugman » sur les élasticités des échanges des partenaires commerciaux des États-Unis, neutralisant ainsi les avantages initiaux procurés aux États-Unis*.

* Voir l'encadré 1 pour une analyse approfondie de ce point.

Tableau 7. Croissance plus vigoureuse chez les partenaires commerciaux des États-Unis : principaux résultats

	Moyenne 2004-09		Dernière année (2009) : scénario par rapport au scénario de référence
	Scénario de référence à MT des PE n° 74	Croissance plus vigoureuse chez les partenaires commerciaux ¹	Croissance plus vigoureuse chez les partenaires commerciaux ¹
États-Unis			
PIB réel (croissance/niveau) ²	3.3	3.4	0.2
Déflateur de la consommation (inflation/niveau des prix) ²	1.3	1.4	0.0
Balance commerciale ³	-4.7	-4.5	0.2
Balance des opérations courantes ³	-5.1	-5.0	0.2
Taux d'intérêt à court terme ⁴	392	392	0
Japon			
PIB réel (croissance/niveau) ²	1.6	2.1	3.1
Déflateur de la consommation (inflation/niveau des prix) ²	-0.2	-0.3	0.0
Balance commerciale ³	2.6	2.8	0.3
Balance des opérations courantes ³	5.0	5.1	0.3
Taux d'intérêt à court terme ⁴	13	13	0
Zone euro			
PIB réel (croissance/niveau) ²	2.3	2.8	3.0
Déflateur de la consommation (inflation/niveau des prix) ²	1.6	1.6	0.0
Balance commerciale ³	2.5	2.4	-0.3
Balance des opérations courantes ³	1.0	0.9	-0.2
Taux d'intérêt à court terme ⁴	358	358	0

1. Augmentation continue de 0.5 % de la croissance de la demande intérieure *ex ante* plus augmentation continue de 0.5 % de la croissance de la PTF dans les pays de l'OCDE hors États-Unis.

2. Les chiffres des deux premières colonnes sont des taux annuels de variation ; les chiffres de la dernière colonne indiquent le *niveau* en 2009 par rapport au scénario de référence.

3. En pourcentage du PIB.

4. En points de base.

Notes

1. Malheureusement, il n'existe pas de mesure simple permettant d'apprécier la soutenabilité des déficits de balance courante. La soutenabilité serait fonction notamment de la part appropriée des actifs américains libellés en dollars dans les portefeuilles des investisseurs, du risque perçu que présentent les États-Unis comme emprunteur, et de l'attrait comparatif des autres destinations des investissements. Il est donc probable que la capacité des États-Unis de financer leur déficit extérieur avec une monnaie de réserve entraîne une limite de soutenabilité plus élevée que pour les autres économies du même type. Les déficits de balance courante restent toutefois un sujet d'inquiétude croissant car ils alourdissent l'encours de la dette qui risquerait de devenir toujours plus difficile à financer [voir Greenspan (2003, 2004, par exemple)]. Voir également Mann (1999, 2002) pour une analyse plus approfondie de la notion de soutenabilité.
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).
4. Voir l'appendice pour un calcul de la relation à l'état d'équilibre entre la balance courante et la dette.
5. Par exemple, bien que la lire italienne ait chuté de près de 20 pour cent au cours des années 80 et 90, ni le taux de change effectif réel, ni la balance courante n'ont évolué selon une véritable tendance.
6. Cela est vrai aussi bien pour l'élasticité de transmission à court terme que pour celle à long terme (Campa et Goldberg, 2002).
7. 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 n'intègrent pas non plus l'impact possible de l'assouplissement quantitatif sur le yen.
8. 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.
9. 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 (détenteurs étrangers de titres libellés en dollars subissant les fluctuations des taux de change en plus de la baisse des prix des obligations). De même, on a présumé qu'il n'y a pas d'effets de patrimoine aux États-Unis provenant de plus-values sur les avoirs financiers libellés en monnaies étrangères.

10. Ce scénario suppose (ce qui est légèrement irréaliste) que le dollar évolue de la même manière par rapport à toutes les monnaies. Dans la pratique, les pays très exposés à l'économie des États-Unis (comme le Canada) subiront probablement moins de fluctuations bilatérales.
11. On notera que le graphique 5 combine les modifications du taux de change effectif *nominal* retenues dans le scénario avec les 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).
13. Toutefois, 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.
14. 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.
15. 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.
16. L'assainissement budgétaire s'effectue par une baisse des dépenses publiques équivalente à 1.5 pour cent du PIB nominal, conjuguée à une augmentation des recettes fiscales équivalente à 4.5 pour cent du PIB nominal, de façon progressive à horizon de six ans. La moitié de l'assainissement budgétaire total est réalisée par l'augmentation des recettes fiscales indirectes (jusqu'à 3 pour cent du PIB), tandis que les recettes fiscales directes augmentent de 1.5 pour cent du PIB.
17. Les taux d'intérêt à long terme tendraient également à baisser. De fait, 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 terme. Il se peut aussi qu'un assainissement budgétaire crédible entraîne une baisse des primes de risque sur les taux d'intérêt à long terme.

18. Le degré de compensation de l'épargne privée en réponse à la hausse de l'épargne publique peut varier selon la composition des modifications des dépenses et 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).
19. Dans les simulations, il n'a pas été tenu compte des effets de confiance ou du comportement « ricardien ».
20. Dans le scénario 2B, 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.
21. 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 1A.
22. 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 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). L'ampleur de cette hausse semble certes peu plausible, mais elle était nécessaire pour réaliser l'objectif d'amélioration de la balance commerciale des États-Unis de 2 pour cent du PIB. Il est toutefois difficile de savoir dans quelle mesure ce choc joue le rôle des déterminants plus généraux du côté de l'offre que le présent scénario s'efforce d'appréhender.
23. L'indice de performance commerciale qui est utilisé pour calculer les taux de croissance au graphique 8 est légèrement différent de la mesure de la part de marché à l'exportation qui est présentée au graphique 7. La part de marché à l'exportation est calculée en pourcentage des exportations (hors États-Unis), alors que les indices de performance à l'exportation se fondent sur une moyenne pondérée des importations chez les partenaires commerciaux.
24. Comme indiqué plus haut, la tendance récente à une moindre déflation et les prévisions plus récentes de l'OCDE tablant à terme sur une inflation positive au Japon montrent que ces simulations, qui partent d'une déflation persistante jusqu'en 2009, pourraient être trop négatives.

Annexe

STABILISER LA DETTE EXTÉRIEURE RAPPORTÉE AU PIB

À l'équilibre stationnaire, la balance courante requise pour stabiliser la dette nette rapportée au PIB à un niveau particulier (d) est fonction du taux de croissance nominale du PIB (g). Cette relation à l'état d'équilibre peut être décrite comme suit :

Une première approximation du rapport entre la dette et la balance courante (abstraction faite des effets de réévaluation) prend la forme suivante :

$$D_t = D_{t-1} + CA_t \quad [1]$$

où D est le niveau de la dette extérieure nette et CA la balance courante.

La division des deux membres de l'équation [1] par Y (PIB nominal), en supposant que Y augmente à un taux constant g , donne :

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}(1+g)} + \frac{CA_t}{Y_t} \quad [2]$$

Si l'on prend une variable écrite en lettres minuscules pour représenter un ratio en termes de PIB, il s'ensuit de [2] que :

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{(1+g)} + ca_t \quad [3]$$

Ainsi, sur le long terme (lorsque $d_t = d_{t-1}$), le ratio de balance courante requis pour stabiliser la dette nette rapportée au PIB est :

$$ca = d \frac{g}{(1+g)} \quad [4]$$

Dans le scénario de référence où $g = 0.05$ et $ca = -0.05$, il s'ensuit que $d = -1.05$, autrement dit que la dette extérieure nette se stabilise à 105 pour cent du PIB. De même, dans le scénario où ca se redresse à -0.03 , d se stabilise à -0.63 (la dette extérieure nette équivalant à 63 pour cent du PIB).

BIBLIOGRAPHIE

- 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, mai.
- 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*, n° 397.
- DE SERRES, A. et F. PELGRIN (2003), « La baisse du taux d'épargne privée durant les années 90 dans les pays de l'OCDE : Contribution des déterminants autres que la richesse », *Revue économique de l'OCDE*, n° 36.
- DREW P., A. DOWNES, 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), Observations formulées par Alan Greenspan, président du Conseil de la réserve fédérale, lors de la 21^e Annual Monetary Conference cofinancée par le Cato Institute et *The Economist*, Washington, DC, 20 novembre.
- GREENSPAN, A. (2004), Observations formulées par Alan Greenspan, président du Conseil de la réserve fédérale, *Current Account*, devant l'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. (1999), « Is the US Trade Deficit Sustainable? », Institute for International Economics, Washington.
- MANN, C. (2002), « Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n° 3.
- MANN, C. (2003), « The US Current Account, New Economy Services and Implication for Sustainability », document à l'origine rédigé en prévision de la conférence organisée par l'Institute for International Studies: European Forum, Stanford University, octobre 2002, révisé en août 2003. www.iie.com/publications/papers/mann0104.pdf.

- 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 », Document présenté lors du Federal Reserve Bank of Kansas City symposium sur le thème « Global Economic Integration: Opportunities and Challenges » à 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*, 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.