

ETATS-UNIS : FINANCEMENT DE LA BALANCE COURANTE

Sources : Extraits d'articles publiés par : Recherche Dresdner RCM Gestion et Dresdner Kleinwort Benson, mars 2000 ; La Lettre de conjoncture de la BNP, avril 2000.

1. Introduction

La balance courante américaine s'est sensiblement dégradée au cours de l'année passée en réaction à la crise des pays émergents. Le déficit courant devrait être de l'ordre de 3.6 % du PIB, correspondant au niveau le plus élevé depuis 1987. Face à une reprise de la croissance mondiale, le financement du déficit courant devient problématique en raison de la réallocation de l'épargne mondiale vers d'autres zones économiques au détriment des Etats-Unis. Une telle réallocation des flux de capitaux ne se ferait pas alors sans ajustement de certaines variables financières (dollar, taux longs). Dans quelles conditions de tels ajustements peuvent avoir lieu ? Pour cela, il faut comprendre les causes du dérapage de la balance courante. Sont-elles conjoncturelles, structurelles ou liées à un manque de compétitivité du dollar ? En fait, toutes ces causes interviennent dans des proportions différentes dans le creusement du compte courant. À moyen terme, des ajustements se produiront à la fois sur le dollar et sur les taux d'intérêt - notamment sur les obligations privées - compte tenu d'une probable hausse de l'aversion au risque.

1. Rappel sur la balance des paiements courants

La balance des paiements courants se décompose en deux éléments qui s'équilibrent : la balance courante et la balance des capitaux. Un déficit de la balance courante signifie automatiquement des entrées de capitaux pour le financer. Autrement dit, la balance courante est toujours financée.

La balance des paiements courants mesure la différence entre les ressources et les dépenses d'un pays, ou encore les besoins (ou capacités) de financement d'un pays. Ainsi, un déficit de la balance courante signifie que les dépenses excèdent les revenus. Un déficit important est souvent interprété comme un signal de difficultés financières. L'équivalence entre la balance courante et la balance des capitaux se fait à travers un ajustement des taux d'intérêt et du dollar.

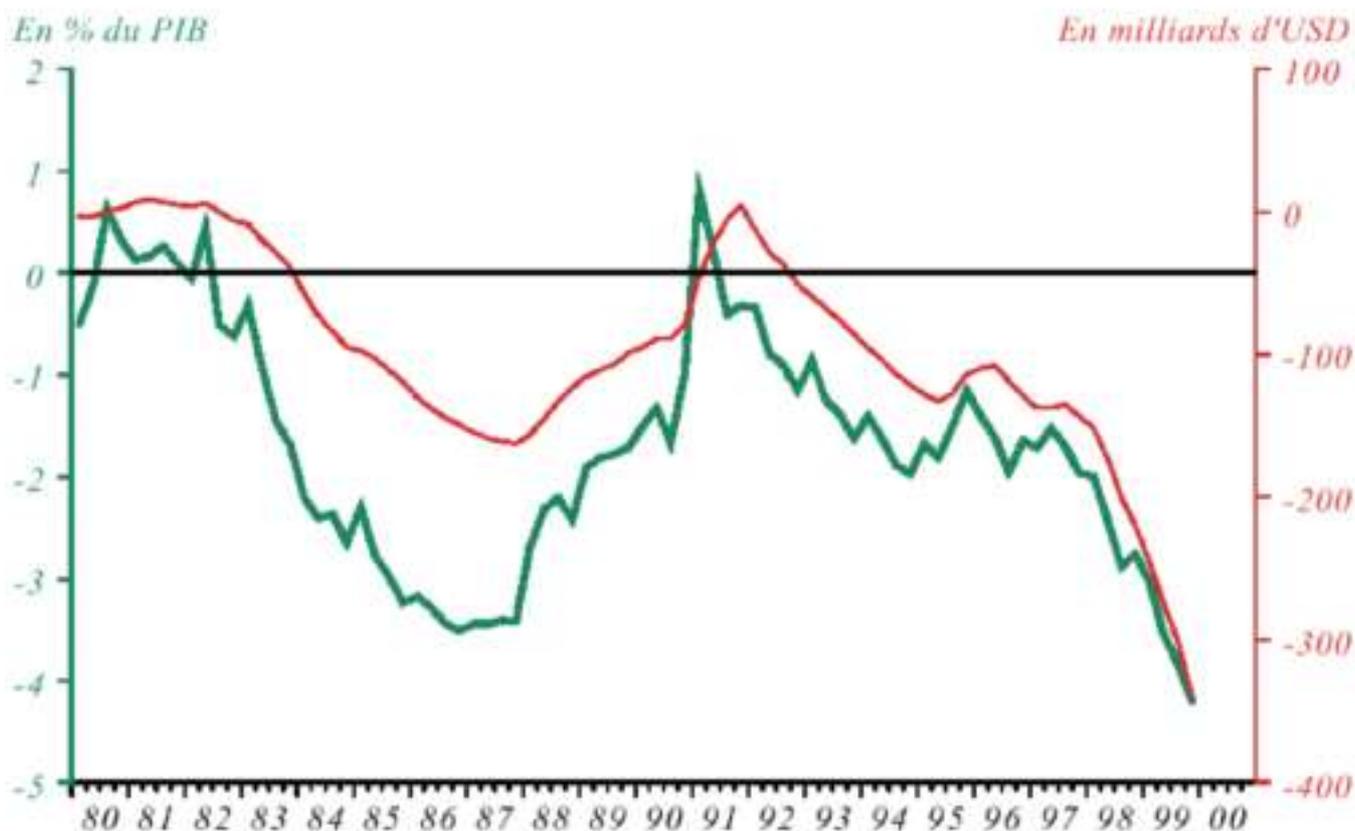
2. Évolution de la balance courante américaine

2.1 Les biens et services

Jusqu'au début des années 1980, la balance courante est demeurée à l'équilibre, enregistrant durant quelques années des excédents limités. À partir de 1982, le déficit se creuse pour atteindre le niveau de 3.6 % du PIB en 1987. Ce déficit se résorbe temporairement pour devenir légèrement positif en 1991 en réaction à la récession. Par la suite, il se creuse à nouveau et s'affichait à 2.7 % du PIB en 1998. En 1999, le déficit courant s'est encore aggravé, atteignant des montants de l'ordre de 80 Mds par trimestre contre 45 Mds en 1998. Sur l'ensemble de l'année 1999, le déficit courant serait d'environ 330 Mds de dollars, soit près de 3.6 % du PIB. À l'exception de la balance des services, toutes les autres composantes sont négatives. Le déficit des biens marchands explique en grande partie le dérapage de la balance courante. Suite à la crise asiatique, les exportations ont sensiblement chuté du fait du ralentissement de l'activité dans le reste du monde. Dans le même temps, les importations ont fortement progressé sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure tirée par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises¹.

¹ En termes de marchés, l'élargissement du déficit commercial se constate à l'égard de tous les partenaires commerciaux des Etats-Unis. Il a été cependant plus particulièrement marqué à l'égard de l'Europe et de la Chine. L'Europe a contribué à près du quart de l'élargissement du déficit entre fin 92 et fin 99 sous le double effet d'un écart de croissance très nettement favorable aux Etats-Unis (notamment entre 93 et 98), et de l'appréciation du dollar. La Chine a, quant à elle, contribué à un peu plus du cinquième de l'élargissement - avec notamment une très forte contribution entre 95 et 97 due aux effets retardés de la «déévaluation» du yuan de janvier 94. La contribution du Japon au creusement du déficit courant américain, qui avait été extrêmement forte au cours de la décennie 80, a été limitée à 12 %.

EVOLUTION DU SOLDE COURANT



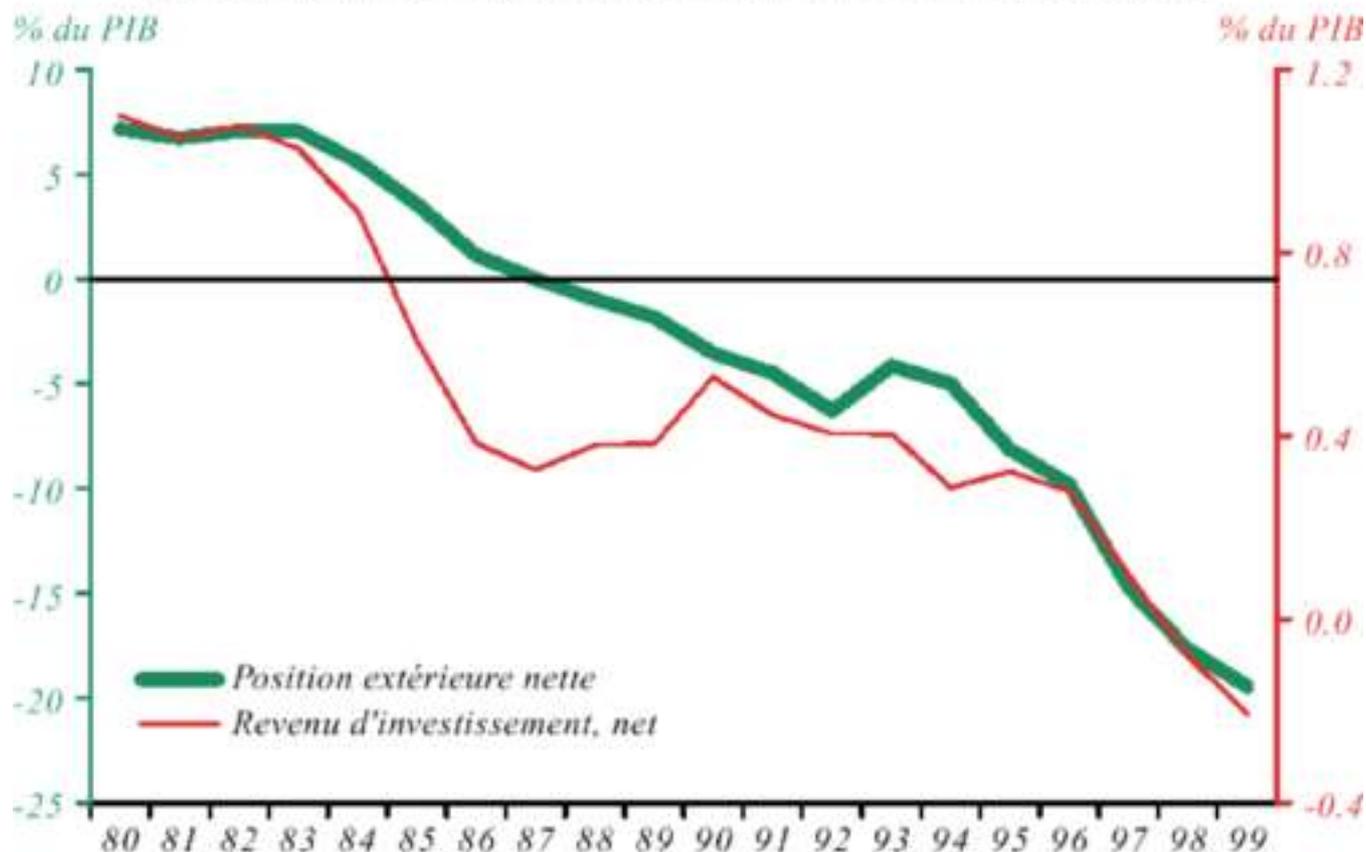
Source : BNP avril 2000

2.2 Les revenus d'investissement

Ils sont déficitaires depuis 1985. La position extérieure nette des Etats-Unis² est devenue négative, conséquence des déséquilibres courants importants enregistrés durant la décennie 80. La détérioration s'accélère sensiblement depuis 1995 : en quatre ans, la dette nette des Etats-Unis à l'égard du reste du monde a fait plus que doubler en valeur, passant d'un peu plus de 750 Mds USD en 1996 à environ 1 800 Mds USD en 1999, soit près de 20 % du PIB.

²La position extérieure d'un pays est le solde entre ses avoirs extérieurs bruts (les actifs détenus par ce pays sur l'étranger) et de ses engagements extérieurs bruts (les créances détenues par l'étranger sur le pays considéré).

POSITION EXTERIEURE NETTE ET REVENUS D'INVESTISSEMENT



Source : BNP avril 2000

Partant, les revenus d'investissement ont commencé à diminuer. Néanmoins, en raison d'un écart de rendements entre les actifs et les engagements extérieurs américains significativement positif, le poste n'est devenu négatif qu'à partir de 1997. En 1999, un déficit record de 25 Mds USD a ainsi été enregistré - soit 7,5 % du déficit courant - alors que le solde était encore largement positif autour de 20-25 Mds USD dans le milieu des années 90.

3. Le financement du déficit courant

Le détail de la balance des capitaux nous enseigne que ce sont essentiellement des flux d'investissement de portefeuille (en particulier les achats d'obligations privées et d'actions) qui ont financé ces deux dernières années le déficit de la balance courante. Ainsi, les achats d'actions et surtout d'obligations privées par les non résidents s'élevaient à environ 234 Mds de dollars sur les 3 premiers trimestres de l'année 1999 contre 218 Mds sur l'ensemble de l'année 1998. En revanche, les non résidents ont montré peu d'intérêt pour les Treasuries probablement en raison des faibles rendements offerts comparés aux obligations privées. Par ailleurs, le solde des investissements directs est globalement à l'équilibre. Les récentes opérations de fusions acquisitions n'ont pas contribué au financement de la balance courante, car ces opérations se sont faites essentiellement par échanges d'actions.

De 1992 à 1996, le déficit courant a été financé essentiellement par les banques centrales qui reconstituaient leurs réserves afin de limiter la chute du dollar (jusqu'en 1995) puis assurer sa hausse. Par la suite, les agents privés ont pris le relais en achetant des actifs libellés en dollar (obligations privées et actions). En 1998, les banques centrales ne sont intervenues qu'à la suite de la crise russe qui avait entraîné une correction du dollar par crainte d'une crise systémique. D'un point de vue géographique, le déficit courant américain a été financé ces dernières années par le Japon, l'Europe et l'Asie du Sud Est (Chine compris) dont les balances courantes sont excédentaires.

4. Les causes du déficit courant

Le creusement du déficit courant s'explique par un manque d'épargne face à un investissement dynamique, par l'élargissement du différentiel de croissance entre les Etats-Unis et le reste du monde et enfin par un manque de compétitivité-change du dollar.

4.1 Un manque d'épargne

Les Etats-Unis font appel à l'épargne des non résidents pour financer leur projet d'investissement et leur consommation. De fait, si le taux d'épargne des ménages a sensiblement baissé ces dernières années, l'Etat possède en revanche un excédent budgétaire contribuant à la stabilité du taux d'épargne de la Nation. Autrement dit, les entreprises privées ont besoin de capitaux ; elles émettent des obligations privées souscrites par les non résidents.

Si le taux d'épargne de la Nation est demeuré globalement stable, l'investissement a, en revanche, sensiblement progressé surtout avec l'explosion des technologies de l'information. Ce déficit apparaît donc vertueux dans la mesure où il permet de perpétuer la croissance et de dégager des gains de nature à rembourser les créanciers, écartant ainsi le risque d'un défaut de paiement. La situation n'était pas la même dans les années 80, où l'épargne des non résidents était principalement destinée à financer un "excès de consommation".

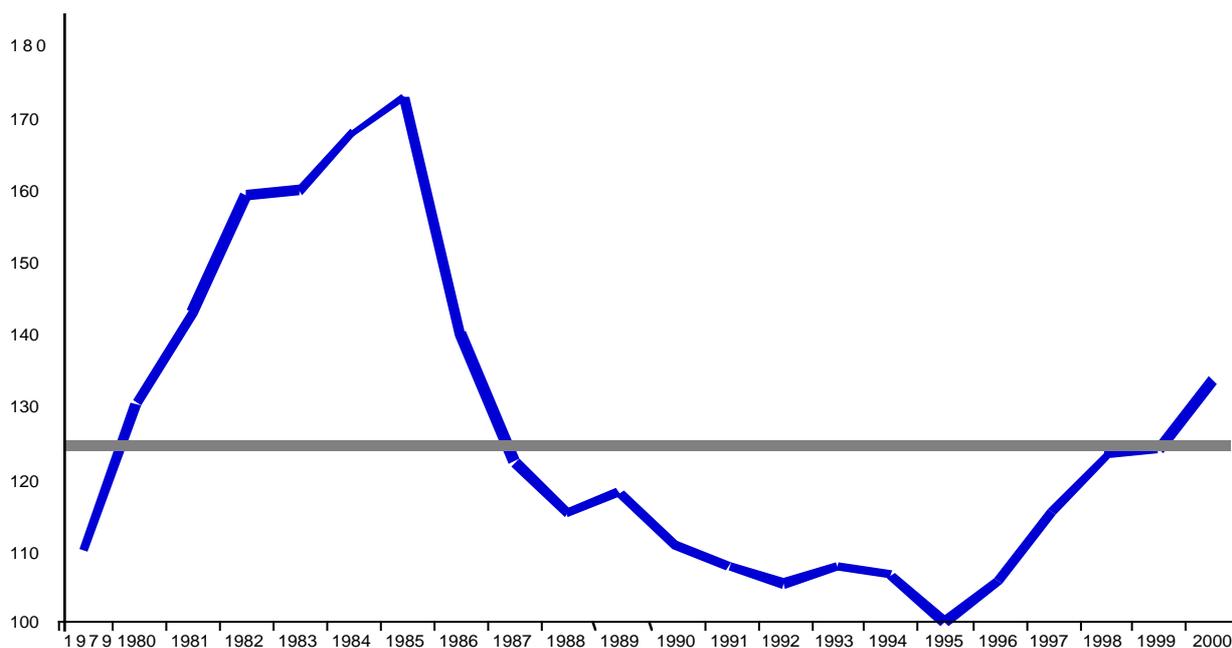
Cependant, depuis 1997, l'épargne des non résidents finance aussi la consommation des ménages, dont la croissance est aujourd'hui supérieure à celle du revenu disponible brut, en raison des effets richesse liés à la forte hausse du marché boursier.

4.2 L'élargissement du différentiel de croissance

Le différentiel de croissance entre les Etats-Unis et le reste du monde a également contribué au creusement du déficit courant. La crise des pays émergents de 1997 a entraîné un fort ralentissement de la croissance mondiale. Depuis 1997, les exportations américaines ont fortement chuté alors que les importations augmentent sous l'effet d'un renchérissement du dollar et de la forte détente des taux longs qui a suivi la crise des pays émergents. Ainsi, l'accélération de la croissance américaine à partir de 1992-93 a engendré le creusement du déficit commercial.

4.3 Une dégradation de la compétitivité du change

Depuis 1995, le taux de change effectif réel (déflaté des coûts unitaires salariaux) du dollar n'a cessé de s'apprécier sous l'effet du différentiel de croissance, qui a alimenté les achats d'actifs financiers par les non résidents. Aujourd'hui, il se situe au dessus de sa moyenne calculée depuis 1979.



Source : Statistiques financières internationales, FMI, juillet 2000.

La dégradation du solde courant s'explique donc par la faiblesse de l'épargne face au dynamisme de l'investissement ; par l'élargissement de l'écart conjoncturel entre les Etats-Unis et le reste du monde ; par la hausse du dollar effectif réel.

5. Comment résorber le déficit courant ?

Pour le moment, le creusement du déficit courant pose peu de problèmes. À court terme, l'économie américaine (dont la croissance reste supérieure à celle de l'Europe et du Japon) continuera à attirer des capitaux étrangers. En outre, la situation actuelle est différente de la période des années 80 dans la mesure où le déficit public a disparu. De ce fait, l'endettement du secteur privé est mieux toléré des investisseurs car il est considéré comme générateur de richesse.

5.1 Les risques d'une poursuite du creusement du déficit de la balance courante

Le creusement du déficit courant entraîne chaque année une accumulation importante de la dette extérieure, proche de 20 % du PIB en 1999. Un tel phénomène pourrait entraîner une défiance des investisseurs étrangers en raison du risque d'un défaut de paiement. Par ailleurs, la reprise de la croissance mondiale peut entraîner une réallocation des flux de capitaux vers d'autres zones économiques plus attrayantes. Face à cela, le paiement d'une prime de risque supplémentaire (hausse des taux longs, baisse du dollar) s'avérera nécessaire pour attirer les capitaux des non résidents afin de financer le déficit courant.

Le déficit courant américain est avant tout structurel. L'endettement extérieur excessif entraîne un effet boule de neige sur les intérêts de la dette. Le déficit cumulé atteint environ 1800 Mds de dollars. Si le déficit courant devait poursuivre une telle trajectoire de 300 Mds par an avec une croissance autour de 3.7 % et des taux d'intérêt proche de 7.0 %, le ratio dette extérieure/ PIB pourrait atteindre le niveau de 60 % dans une dizaine d'années.

Durant les années 80, la réduction du déficit courant s'est opérée en réduisant le déficit budgétaire. Aujourd'hui, l'ajustement ne peut provenir que d'une modification du comportement des agents privés puisque les finances publiques sont excédentaires.

5.2 Les moyens de réduire la balance courante.

À moyen terme, la réduction ou même la stabilisation du déficit de la balance courante nécessite un rééquilibrage de la balance commerciale (en raison du poids des intérêts de la dette). Arithmétiquement, la stabilisation du déficit commercial exige un taux de croissance des exportations au moins égal à celui de croissance des importations multiplié par le poids des importations relativement aux exportations. Le ratio importations/exportations étant actuellement de 1,5, cela signifie que les exportations doivent croître une fois et demie plus vite que les importations pour que le déficit commercial cesse de s'élargir, ce qui paraît peu probable.³

Un ajustement de la balance courante ne peut donc se faire que par un ralentissement des importations, en freinant la demande intérieure, le cas extrême étant une récession, comme en 1991, qui provoquerait une forte décélération de l'investissement et de la consommation des ménages. En resserrant la politique monétaire comme c'est le cas actuellement, la demande intérieure devrait ainsi peu à peu ralentir.

L'ajustement de la balance courante se fera également à travers une forte baisse du taux de change effectif réel. De plus, le ralentissement de la croissance américaine provoquera une baisse des flux de capitaux qui ont soutenu le dollar ces dernières années. Les investisseurs réalloueront leurs liquidités vers d'autres zones économiques plus attrayantes.

Comme durant chaque période d'affaiblissement trop prononcé du dollar, les banques centrales devront acheter des Treasuries pour limiter la baisse du dollar, qui bénéficie toujours de son statut de devise internationale. De 1992 à 1997, ce sont essentiellement les banques centrales étrangères qui ont contribué au financement de la balance courante dans le but de limiter une forte appréciation de leur propre devise vis-à-vis du dollar. Aussi, les interventions des banques centrales persisteront même si le dollar n'est plus en situation de monopole, avec l'émergence de l'euro comme nouvelle monnaie de réserve.

6. Conclusion

Si pour l'heure, le déficit courant ne pose pas de problèmes de financement, tout ralentissement de la croissance provoquera un ajustement de variables financières. En effet, il est peu probable que l'intérêt des investisseurs étrangers pour les marchés américains s'accroisse significativement. L'an passé, les marchés de titres privés américains avaient en effet bénéficié d'une série de facteurs favorables qui devraient progressivement s'émousser : un dollar fort, une conjoncture économique exceptionnelle, de très bonnes performances boursières et des rendements sur la dette privée en forte hausse. Dès lors, la marge de manœuvre est étroite. La Fed doit impérativement ralentir la croissance de la demande intérieure sous peine de voir l'ajustement s'effectuer brutalement sur le change et/ou sur les taux d'intérêt. Compte tenu d'élasticités relativement faibles des importations et des exportations au niveau du change, la dépréciation du cours de change devrait être en effet très importante (plus de 20 %) pour permettre une réduction du déficit vers des niveaux raisonnables.

³ Des calculs économétriques font apparaître que l'élasticité des importations en volume à la demande intérieure (2,2 %) est plus forte que celle des exportations en volume à la demande adressée par le reste du monde (1,2). En d'autres termes, une hausse de 1 % de la demande intérieure américaine entraîne une hausse de 2,2 % des importations, alors qu'une progression de 1 % de la demande mondiale n'entraîne qu'une hausse de 1,5 % des exportations américaines. Conséquence, lorsque la croissance américaine accélère nettement au-dessus de la croissance mondiale - par exemple au milieu des années 80 ou depuis 1997 - le déficit commercial américain se creuse rapidement. Inversement, pour que le déficit commercial se réduise de façon notable, il faut que les Etats-Unis enregistrent une croissance de leur demande intérieure significativement moins forte que celle du reste du monde.

Annexe : la balance des paiements américaine de 1993 à 1999 (milliards de dollars).

Source : *Statistiques Financières Internationales*, juillet 2000, F326-F327.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Compte de transactions courantes	-85,29	-121,69	-113,57	-129,29	-143,85	-220,56	-338,92
<i>Biens</i>	-130,72	-164,14	-171,88	-189,37	-194,71	-244,97	-344,82
<i>Services</i>	60,77	65,74	74,34	85,05	89,98	80,69	77,27
Total Biens et services	-69,95	-98,40	-97,54	-104,32	-104,73	-164,28	-267,55
– Recettes	641,79	702,07	793,48	849,81	938,54	933,91	960,10
– Dépenses	-711,73	-800,47	-891,02	-954,13	-1043,27	-1098,19	-1227,65
<i>Revenus</i>	23,17	15,91	19,41	17,21	3,23	-12,21	-24,77
<i>Transferts courants</i>	-38,53	-39,19	-35,44	-42,29	-42,35	-44,07	-46,59
Compte de capital	-0,03	-0,3	0,5	0,67	0,12	0,60	-0,17
Compte financier	83,60	125,37	146,50	187,42	287,38	216,60	369,49
<i>Investissements directs</i>	-31,86	-33,26	-39,84	-3,71	-0,69	60,54	130,35
– Américains à l'étranger	-84,41	-80,70	-99,48	-92,69	-109,95	-132,83	-152,16
– Étrangers aux E-U	52,55	47,44	59,64	88,98	109,26	193,37	282,51
<i>Investissements de portefeuille</i>	-35,27	79,09	137,41	251,86	294,79	164,01	237,43
– Avoirs	-146,25	-60,31	-100,07	-115,86	-89,17	-102,82	-97,88
– Engagements	110,98	139,40	237,48	367,72	383,96	266,83	335,31
<i>Autres investissements</i>	150,73	79,53	48,93	-60,73	-6,72	-7,96	1,70
– Avoirs	31,03	-40,91	-121,38	-178,88	-265,16	-50,39	-131,28
– Engagements	119,70	120,44	170,31	118,15	258,44	42,43	132,98
<i>Avoirs de réserve</i>	-1,38	5,35	-9,75	6,67	-1,01	-6,73	8,72
Erreurs et omissions nettes	3,10	-8,73	-23,68	-65,46	-142,63	10,09	-39,12