

Pourquoi y aurait-il ralentissement de l'économie américaine ?

Les institutions internationales et le gouvernement américain prévoient une stabilité ou un léger ralentissement de la croissance américaine en 2006 par rapport à 2005. D'autres annoncent une crise de l'immobilier, de la solvabilité des emprunteurs ; d'autres prévoient une crise de change avec l'ouverture supplémentaire du déficit extérieur.

Toutes ces crises se produiront probablement, mais plus tard, et peut-être même bien plus tard.

En effet, l'équilibre actuel est très robuste :

- 1- la Chine, les pays exportateurs de pétrole et les investisseurs privés japonais refinancent le déficit extérieur des Etats-Unis et vont continuer à le faire ;*
- 2- ceci implique une création monétaire mondiale forte, et le maintien des achats importants d'obligations en dollar ;*
- 3- avec, de ce fait, un écart important entre la croissance des revenus et les niveaux de taux d'intérêt aux Etats-Unis, l'endettement des ménages et la hausse des prix des actifs se poursuivent, la croissance américaine reste forte ;*
- 4- puisque la croissance américaine est forte, le déficit extérieur des Etats-Unis s'aggrave, les prix des matières premières restent élevés, les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis nettement supérieurs à ceux dans le Reste du Monde. De ce fait, l'accumulation de réserves en Chine et dans les pays producteurs de matières premières, l'accumulation d'actifs en dollar, se poursuivent et s'amplifient, et l'équilibre est perpétué, avec même une accélération de la croissance américaine.*

Rédacteur : *Patrick ARTUS*

Beaucoup d'observateurs sont (un peu ou beaucoup) pessimistes sur l'économie américaine

La plupart des prévisions prévoient **la stabilité ou un (léger) ralentissement en 2006 de l'économie américaine** par rapport à 2005 (tableau 1).

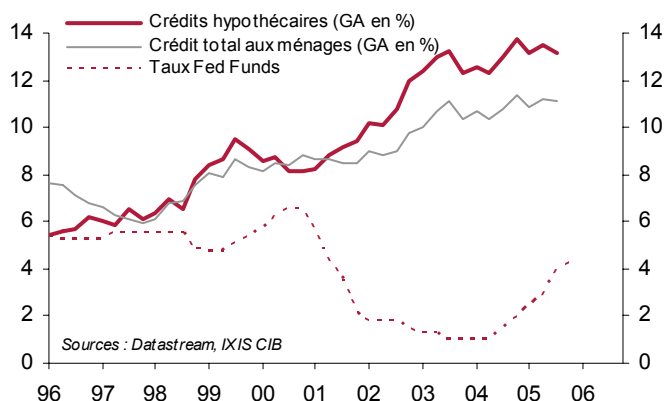
Mais, au contraire, d'autres analystes prévoient **une crise immobilière**, avec recul des prix des maisons, une crise de solvabilité des ménages emprunteurs en raison du niveau élevé de la dette, de la remontée des taux courts (**graphiques 1 et 2**).

Tableau 1
Etats-Unis : prévisions des différents organismes de croissance du PIB (en % par an)

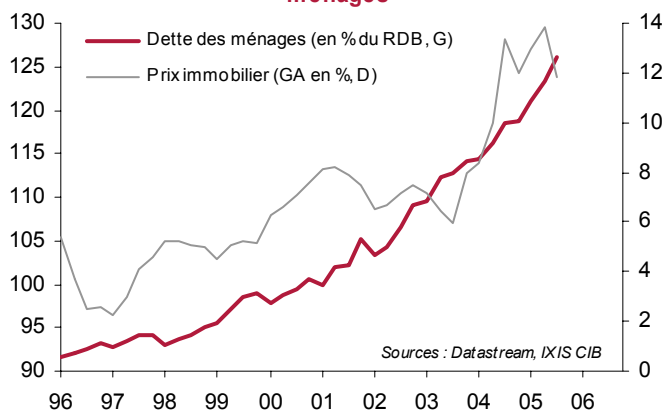
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Consensus Forecast (en Novembre de chaque année)	5,2	1,1	2,3	2,9	4,4	3,6	3,3
OCDE	4,9	1,7	2,5	2,5	4,7	3,6	3,6
FMI	5,2	1,3	2,2	2,6	4,3	3,5	3,6
CBO (consensus Nov)	4,9	1,7	0,8	2,2	4,5	3,7	3,4
OMB (consensus Nov)	4,8	1,7	0,7	2,3	4,7	3,6	3,5
IXIS CIB	3,7	0,8	1,6	2,7	4,2	3,6	3,3
Observée	3,7	0,8	1,9	3,0	4,2	--	--

Sources: consensus forecast, OCDE, FMI, IXIS CIB

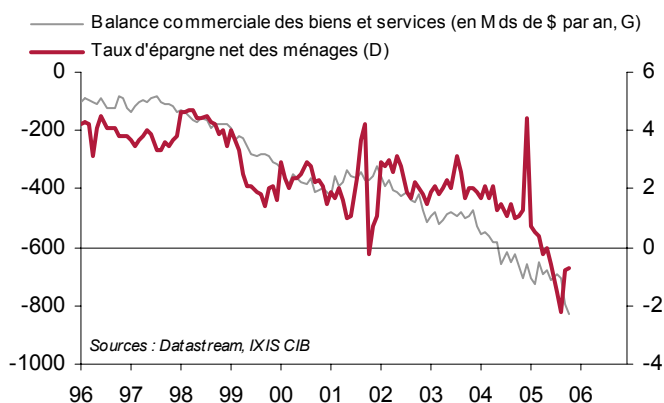
Graphique 1
Etats-Unis : crédits aux ménages et taux d'intérêt



Graphique 2
Etats-Unis : prix immobilier et dette des ménages



Graphique 3
Etats-Unis : balance commerciale et taux d'épargne des ménages



De plus, bien sûr, **la hausse du déficit commercial des Etats-Unis**, lié à la poursuite de la baisse du taux d'épargne des ménages (**graphique 3**), inquiète (à juste titre) et fait annoncer à certains une crise de la balance des paiements.

Ces crises se produiront probablement à long terme lorsque le régime de change mondial aura changé, mais nous voulons montrer que **l'équilibre économique observé aujourd'hui est très robuste, et peut même conduire à une accélération et non à un freinage de la croissance des Etats-Unis en 2006.**

Notre raisonnement est **en quatre étapes** :

- 1- la Chine, les pays exportateurs de pétrole et le Japon vont continuer à refinancer le déficit extérieur des Etats-Unis.
- 2- Ceci va maintenir une liquidité mondiale abondante, des achats importants d'obligations américaines par les non-résidents, des taux d'intérêt à long terme bas.
- 3- D'où un écart important entre la croissance et les taux d'intérêt aux Etats-Unis, impliquant la poursuite de la hausse de l'endettement, des prix des actifs, de la demande ;
- 4- La croissance ainsi stimulée aux Etats-Unis y accroît le déficit extérieur et fait progresser les prix des matières premières (donc l'accumulation de réserves de change dans le Reste du Monde), ainsi que l'écart de taux court favorable aux Etats-Unis (d'où la poursuite de flux de capitaux) ; **l'équilibre ainsi décrit s'auto-amplifie donc.**

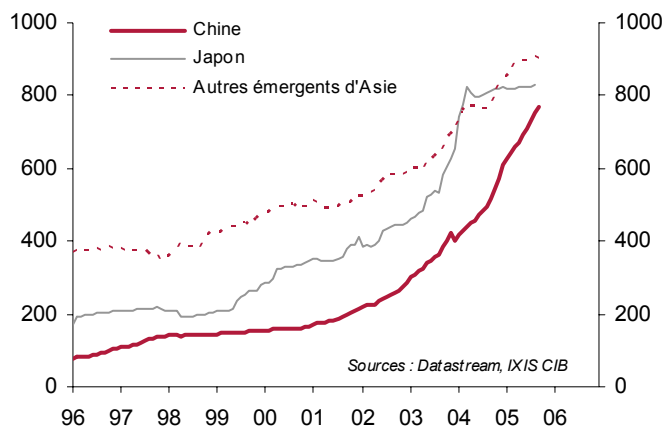
**Etape # 1 :
refinancement assuré
du déficit extérieur des
Etats-Unis**

Le refinancement du déficit extérieur des Etats-Unis (voir graphique 3) a aujourd'hui trois sources majeures :

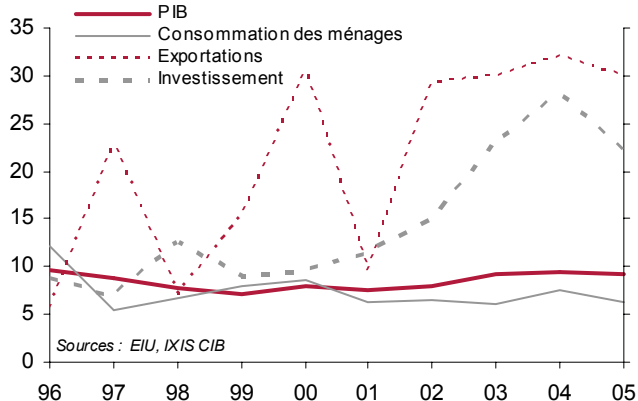
- (1) **L'accumulation de réserves de change en Chine**, les autres pays émergents d'Asie et le Japon ayant presque arrêté d'accumuler des réserves (**graphique 4**). Nous reviendrons ci-dessous sur le cas important du Japon.

La stratégie de croissance de la Chine ne pouvant être qu'une stratégie de croissance tirée par les exportations et les investissements associés (**graphique 5a**), étant donné le faible niveau de revenu par tête du pays, **la Chine** gagne énormément de parts de marché (**graphique 5b**), **et n'a pas d'autre choix que d'accumuler dans ses réserves de change les excédents correspondants**, pour éviter l'appréciation du change qui freinerait ses exportations.

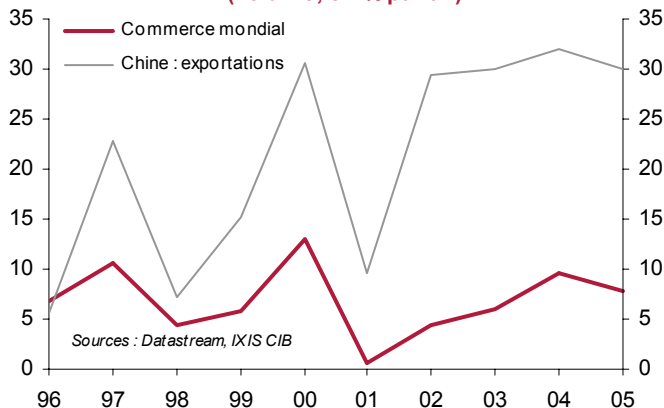
Graphique 4
Réserves de change (en Mds de \$)



Graphique 5a
Chine : PIB, consommation, investissement et exportations (volume, en % par an)

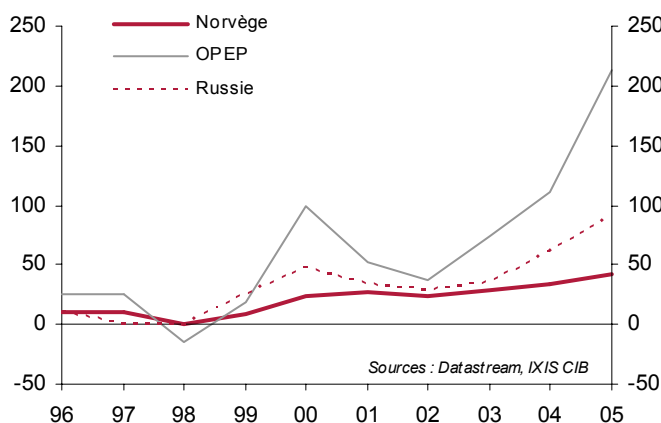


Graphique 5b
Chine : exportations et commerce mondial (volume, en % par an)

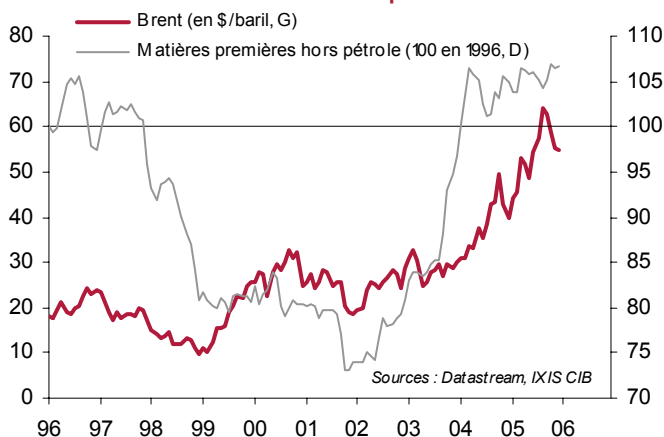


(2) **L'accumulation de réserves de change par les pays exportateurs de pétrole (plus largement de matières premières, graphique 6a), qui durera tant que les prix des matières premières seront élevés (graphique 6b), point sur lequel nous allons revenir.**

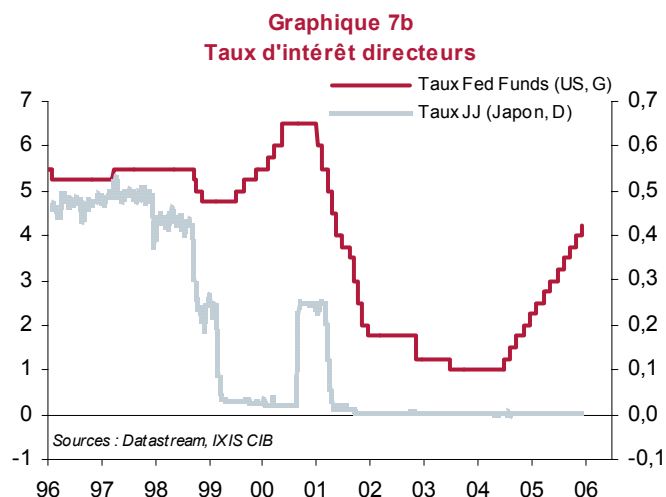
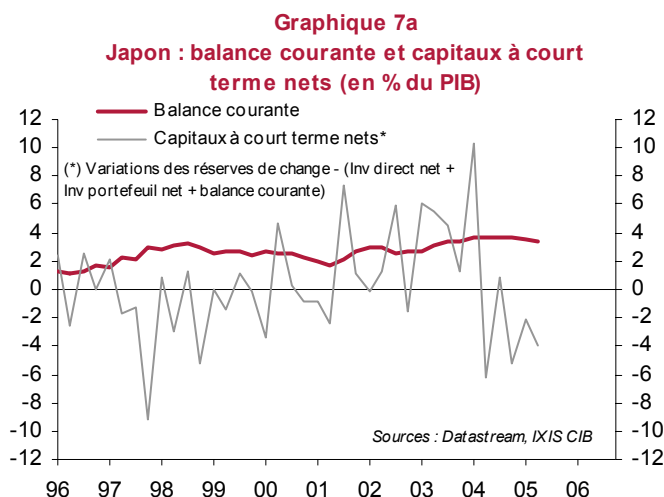
Graphique 6a
Balance courante (en Mds de \$)



Graphique 6b
Prix des matières premières



(3) **L'investissement en actifs monétaires en dollars d'une partie des portefeuilles des investisseurs privés japonais**, qui génère de fortes sorties de capitaux à court terme du Japon (surtout vers les Etats-Unis) (**graphique 7a**), et durera (et peut-être s'amplifiera compte tenu du potentiel de diversification en devises des actifs détenus massivement en yens au Japon), tant que **l'écart de taux d'intérêt à court terme** entre les Etats-Unis et le Japon sera aussi important (**graphique 7b**), point sur lequel nous allons aussi revenir.

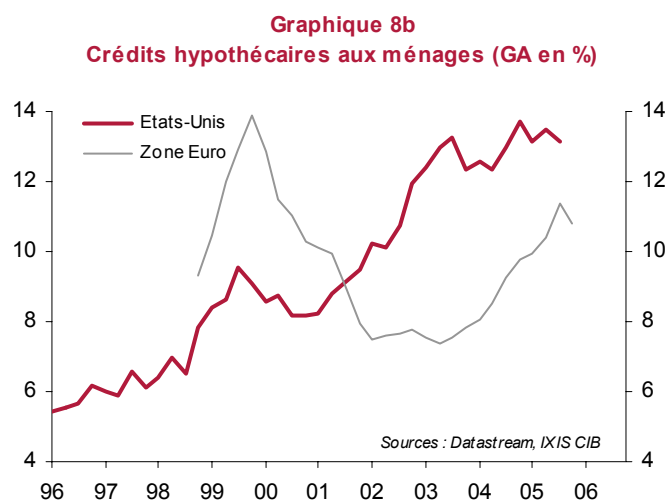
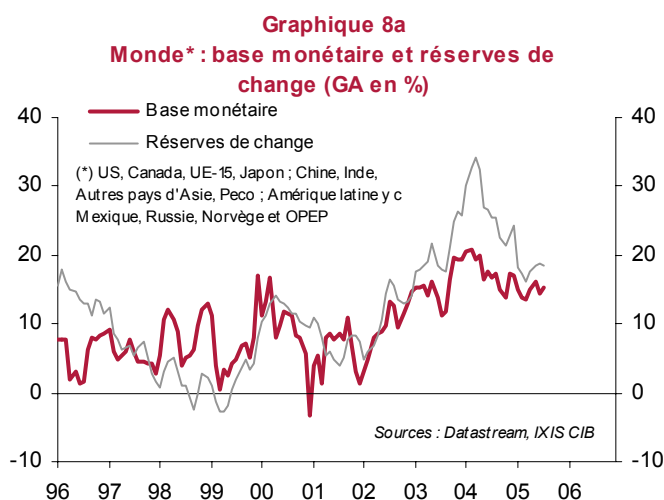


Au total, **tant que l'équilibre actuel dure, le déficit extérieur des Etats-Unis est financé, et même largement financé.**

Etape #2 : ce financement aboutit à des taux d'intérêt à long terme bas et à des prix d'actifs élevés aux Etats-Unis

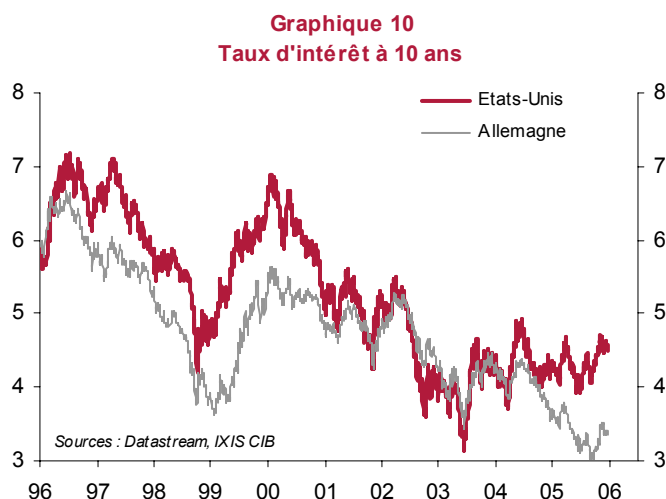
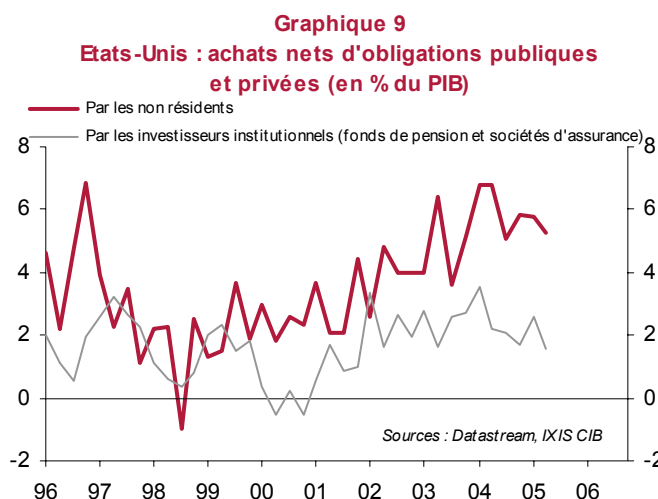
Le financement décrit ci-dessus du déficit extérieur des Etats-Unis aboutit à **une hausse des prix d'actifs et à une baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis** par deux mécanismes :

(1) **L'accumulation de réserves de change** (par la chine, les pays exportateur de pétrole) **conduit à une forte croissance de la liquidité** (de la base monétaire) mondiale (**graphique 8a**) qui alimente la distribution de crédit hypothécaire (**graphique 8b**) et les achats d'actifs divers par les investisseurs.



(2) Il y a donc **de très fortes acquisitions d'obligations américaines** par les non-résidents (soit banques centrales, soit investisseurs privés), qui conduisent à une situation ex-ante d'excès de demande sur le marché des obligations en dollars (**graphique 9**).

Tant que cet équilibre dure, on aura la poursuite de la hausse du prix de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis (graphique 2) et des taux d'intérêt à long terme faibles (graphique 10).



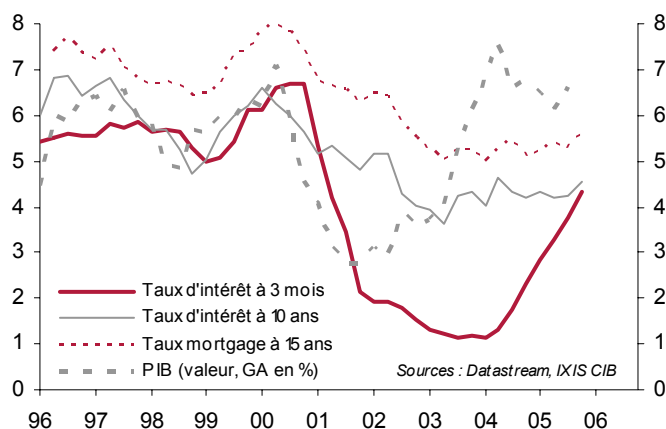
Etape # 3 : le bas niveau des taux d'intérêt à long terme, par rapport à la croissance nominale aux Etats-Unis, soutient la croissance économique

L'importance des achats d'obligations américaines par les non-résidents conduit donc, aux Etats-Unis, à **un niveau de taux d'intérêt à long terme qui d'une part, est très faible par rapport au taux de croissance nominale, d'autre part qui n'est pas influencé par la remontée des taux de la Réserve Fédérale (graphique 11).**

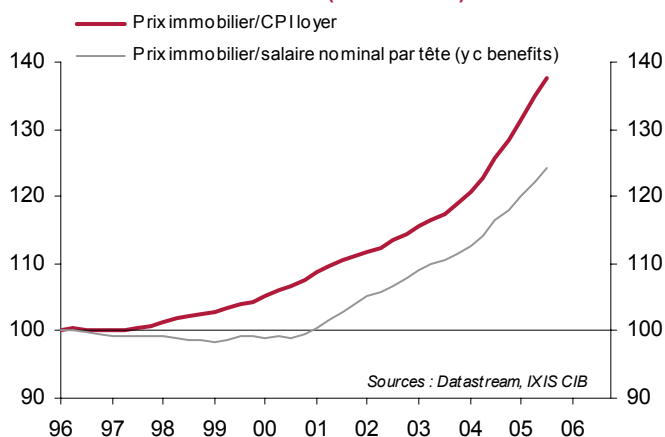
Lorsque le taux de croissance des revenus est nettement supérieur aux taux d'intérêt, on obtient une situation très particulière où :

- **la valorisation (théorique) des actifs est très forte**, ce qui s'applique en particulier aux prix des maisons (**graphique 12**) ;
- **les contraintes de solvabilité disparaissent**, puisque la croissance des revenus, étant supérieure au taux d'intérêt, fait mécaniquement baisser les taux d'endettement, ceci permet des taux d'endettement très élevés (graphiques 2, 8b).

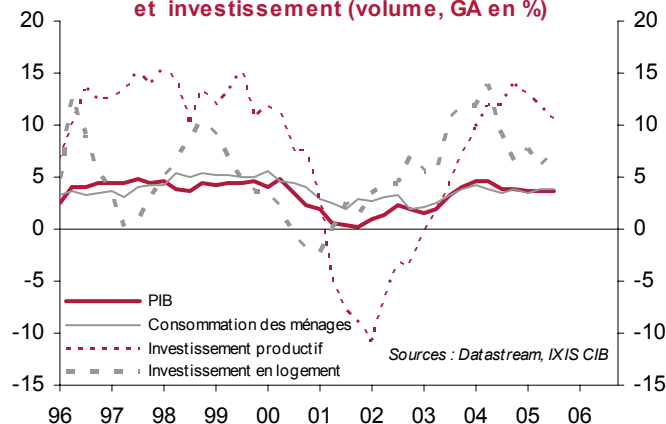
Graphique 11
Etats-Unis : taux d'intérêt et PIB



Graphique 12
Etats-Unis (100 en 1996)



Graphique 13
Etats-Unis : PIB, consommation des ménages et investissement (volume, GA en %)



Si la richesse progresse et s'il est normal de s'endetter davantage, la croissance de la demande (y compris de l'investissement des entreprises stimulé par la demande des ménages) et de l'activité réelle est forte (graphique 13) avec un taux d'épargne des ménages en baisse (graphique 3).

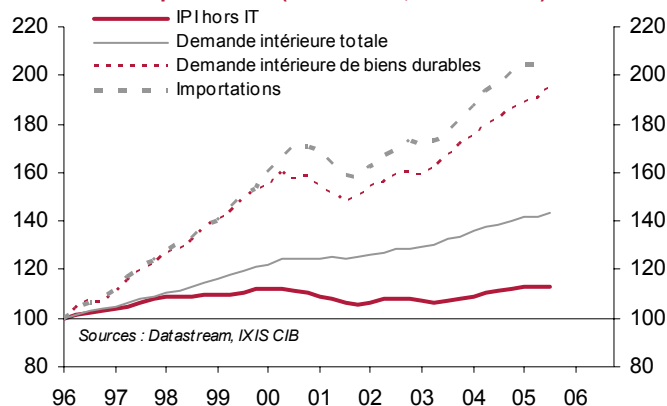
Etape # 4 : la forte croissance aux Etats-Unis perpétue et amplifie la dynamique décrite ci-dessus

La croissance est donc forte aux Etats-Unis, grâce aux maintiens de taux d'intérêt bien inférieurs au taux de croissance. **Ceci à trois conséquences qui perpétuent l'équilibre décrit ci-dessus, et en amplifient les caractéristiques :**

- (1) **le déficit extérieur des Etats-Unis continue à s'ouvrir**, et ceci conduit à une accumulation de réserves de change encore plus forte en Chine.

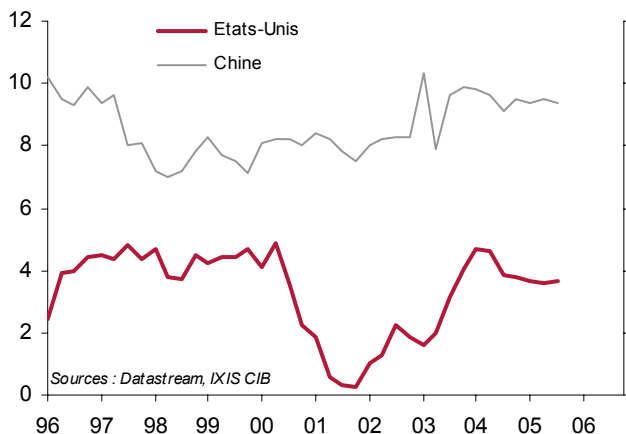
Puisque la croissance est forte et que, **l'industrie américaine (hors IT) est incapable de satisfaire la demande intérieure (graphique 14)**, le déficit commercial des Etats-Unis va continuer à s'ouvrir (graphique 3), **d'où une accumulation de réserves de change encore plus rapide en Chine (graphique 4).**

Graphique 14
Etats-Unis : IPI, demande intérieure et importations (en volume, 100 en 1996)

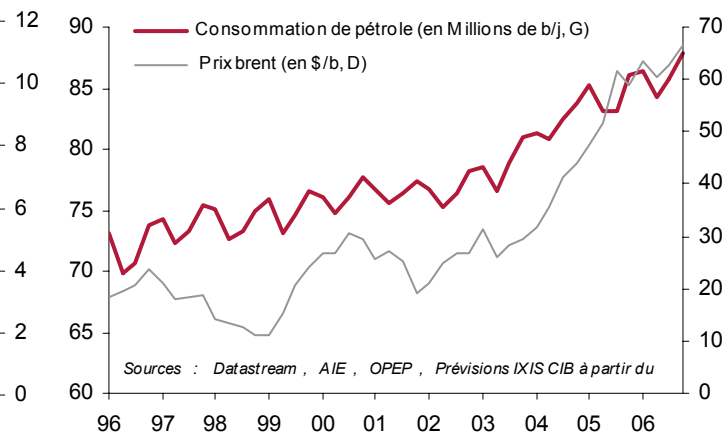


(2) Puisque la croissance américaine reste forte, et, que, parallèlement et en conséquence, la croissance chinoise reste forte (on sait qu'elle est beaucoup plus forte que ce que montrent les chiffres officiels du PIB, **graphique 15**), la demande mondiale des matières premières va continuer à progresser, ainsi que les prix des matières premières (graphique 6b, **graphique 16**) ; **ceci va accroître la taille des surplus investissables par les pays exportateurs de matières premières** (graphique 6a).

Graphique 15
PIB (volume, GA en %)



Graphique 16
Demande mondiale et prix du pétrole



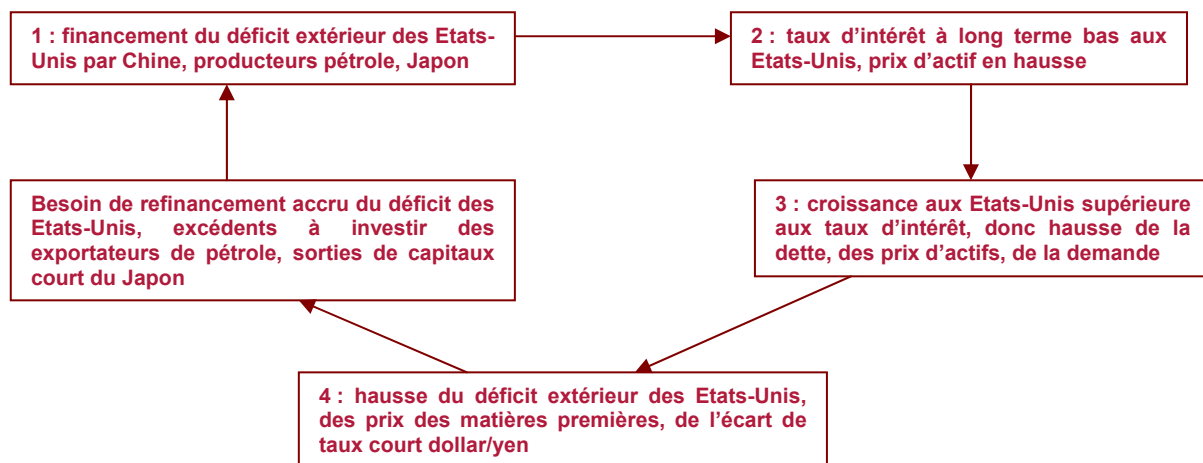
(3) Puisque la croissance américaine va rester forte, **l'écart de taux d'intérêt à court terme entre les Etats-Unis et le Japon va subsister** (graphique 7b), et **les capitaux à court terme vont continuer à se déplacer du Japon vers les Etats-Unis**.

La croissance américaine renforce donc l'accumulation de réserves de change et les flux de capitaux courts vers les Etats-Unis. Ceci nous ramène à l'étape # 1 de notre enchaînement, en amplifiant encore la taille des effets.

Synthèse : un équilibre durable et qui s'auto-amplifie

Les quatre étapes que nous avons décrites ci-dessus s'enchaînent comme le montre le **schéma 1**.

Schéma 1
Dynamique de l'équilibre



L'équilibre que nous avons décrit s'auto-entretient donc, et s'auto-amplifie.

Ceci ne cessera que lorsque les pays qui accumulent des réserves de change (Chine) pourront supporter une chute du dollar, donc seront passés à une stratégie de croissance basée sur la demande intérieure ; que lorsque de nouvelles technologies feront baisser à nouveau le prix du pétrole, que lorsque les investisseurs japonais auront suffisamment diversifié en devises leurs portefeuilles, **c'est-à-dire dans très longtemps.**

D'ici là, les inquiétudes sur la croissance, les prix d'actifs, les taux longs aux Etats-Unis sont infondées.