Flash

Recherche économique | Économie | 3 avril 2006 | N° 2006 - 140

Le risque avec le recyclage des surplus des pays émergents : que la compétitivité des pays avancés ne s'améliore jamais

L'accroissement de la concurrence des pays émergents peut être analysé comme l'apparition d'un nouveau concurrent, pour le partage du commerce mondial, ayant des prix de production bas. La dynamique "normale" dans les pays avancés, après ce choc, est une perte de compétitivité, donc une perte d'activité réelle, qui fait baisser progressivement les prix jusqu'au moment où la compétitivité est restaurée et où il y a retour au plein emploi.

Mais si, en outre, le recyclage des surplus commerciaux des pays émergents sur les marchés financiers des pays avancés y fait baisser les taux d'intérêt et y fait monter les prix des actifs, il y a risque qu'une dynamique divergente apparaisse : l'activité n'est jamais beaucoup réduite dans les pays avancés (croissance du crédit, effets de richesse), de ce fait les coûts de production n'y diminuent pas suffisamment, et il y a maintien perpétuel de déficits extérieurs, et accumulation perpétuelle d'excédents par les émergents. La dynamique "normale" apparaît, par exemple, au Japon, en Allemagne ; la dynamique "divergente", avec recyclage crédit et effets de richesse, aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne.

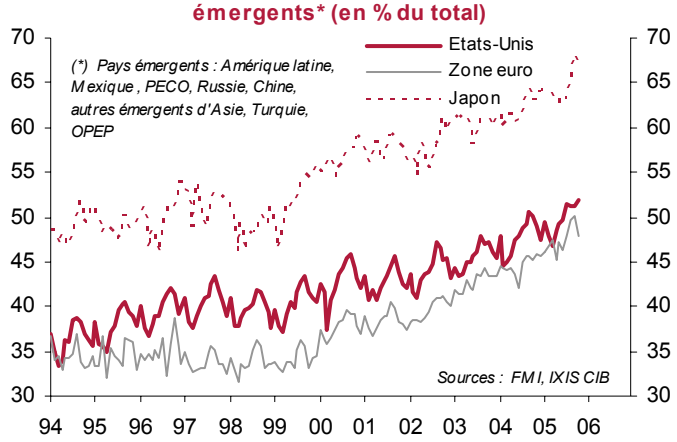
Rédacteur : *Patrick ARTUS*

IXIS
CORPORATE & INVESTMENT BANK
GROUPE CAISSE D'EPARGNE

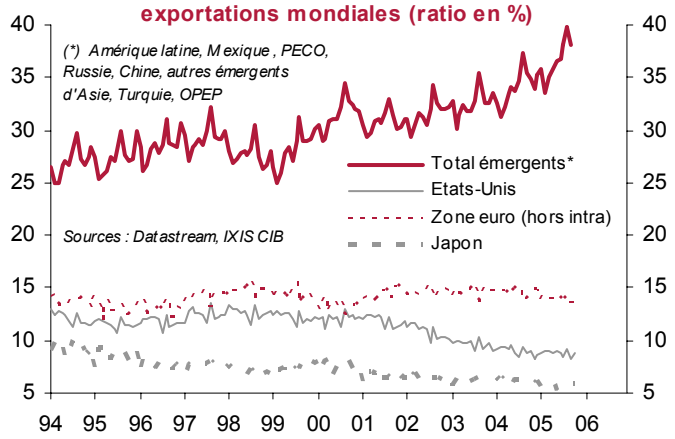
Le "choc" des émergents : de nouveaux concurrents avec des prix de vente bas

On peut représenter l'intensification de la concurrence en provenance des pays émergents (les gains de parts de marché des émergents sont évidents, **graphiques 1 et 2**), comme l'apparition de nouveaux concurrents ayant des coûts de production, des prix de vente très bas par rapport à ceux des pays avancés **(graphique 3).** La dynamique "normale" des économies des pays avancés est alors connue.

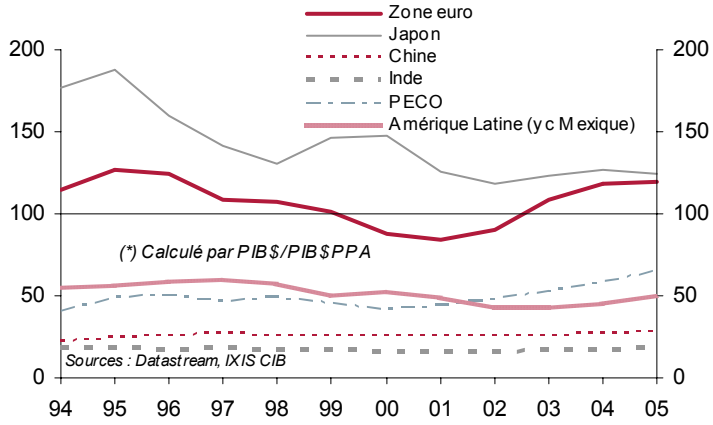
Graphique 1
Importations en provenance des pays émergents* (en % du total)



Graphique 2
Part de différentes zones dans les exportations mondiales (ratio en %)



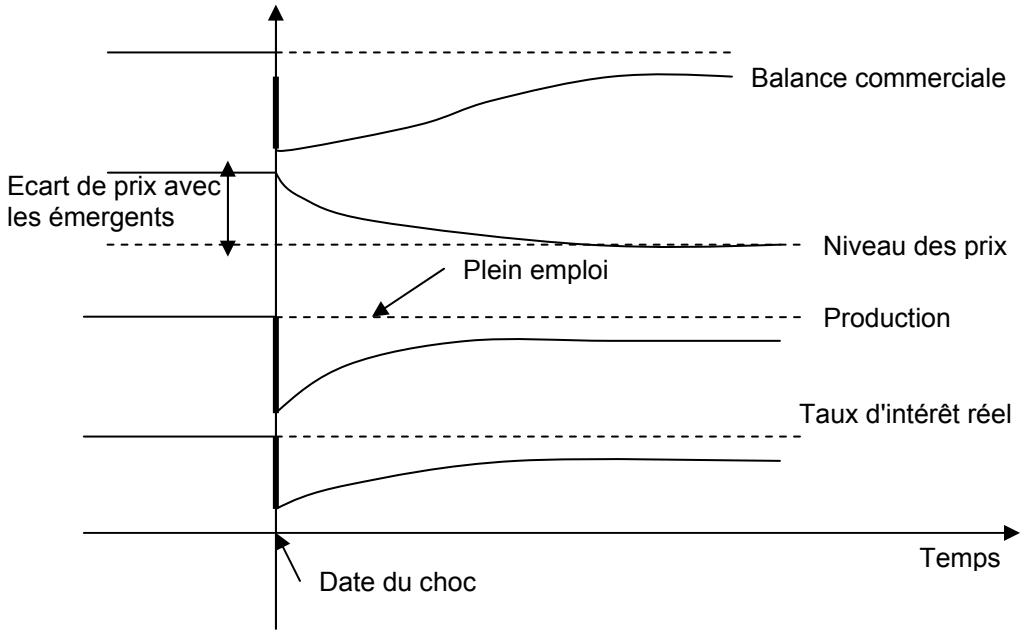
Graphique 3
Coût salarial unitaire* (Etats Unis = 100)



La dynamique "normale" dans les pays avancés après le choc des émergents

Après ce choc (apparition de nouveaux concurrents avec des prix de production bas), **la dynamique "normale" des pays avancés a l'allure suivante :**

Schéma 1
Effets du choc des émergents



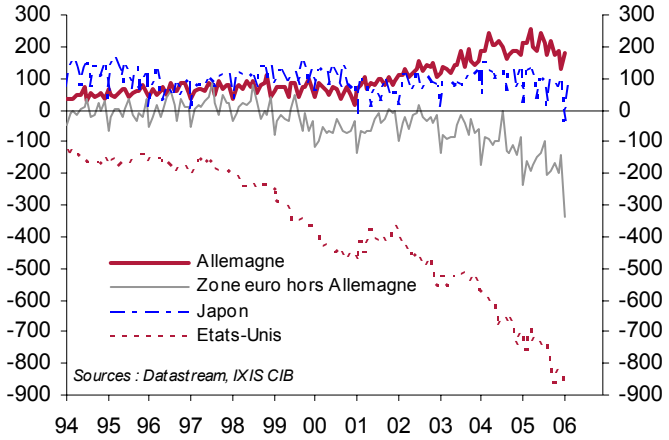
A la date du choc, les pays avancés subissent une perte de compétitivité (due à l'écart de prix avec les pays émergents) qui provoque une dégradation du commerce extérieur, une perte de production et d'emplois. Le passage au sous-emploi conduit à une baisse du taux réel et à une baisse de l'inflation. Cette dernière se poursuit tant que le niveau de prix dans les pays avancés reste supérieur au niveau de prix dans les pays émergents, et il y a donc réduction progressive du handicap de compétitivité.

A long terme, il y a réégalisation des prix entre les pays émergents et les pays avancés ; le déficit commercial disparaît, la production revient au niveau de production de plein emploi, le taux d'intérêt réel retourne à son niveau initial.

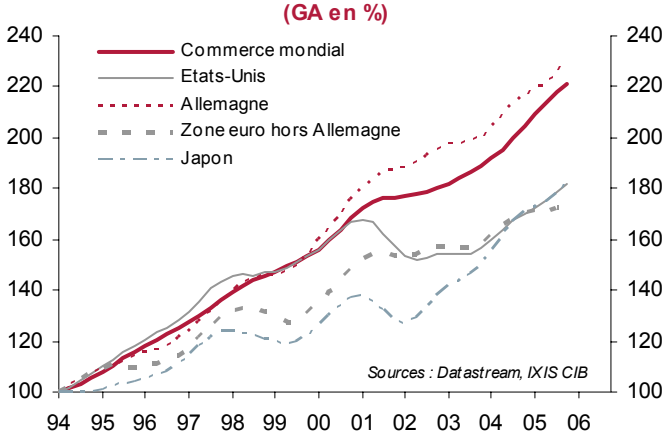
Qu'observe-t-on dans les différents pays (ou régions) ? Nous regardons la situation des Etats-Unis, de l'Allemagne, de la zone euro hors Allemagne, du Japon.

La balance commerciale avec les émergents montre de faibles déficits, stables, **au Japon et en Allemagne,** au contraire une aggravation du déficit dans **la zone euro hors Allemagne et aux Etats-Unis (graphique 4a).** Depuis 2001, **les exportations** croissent rapidement en Allemagne et au Japon, faiblement dans la zone euro hors Allemagne et aux Etats-Unis **(graphique 4b). Les exportations vers les émergents** progressent très peu aux **Etats-Unis (graphique 4c) ;** elles progressent nettement moins vite que les importations depuis les émergents dans **la zone euro hors Allemagne (graphique 4d),** à peu près au même rythme que les importations depuis les émergents en **Allemagne (graphique 4e)** et au Japon **(graphique 4f).** L'effort de **compression des coûts unitaires** est clair en Allemagne et au Japon, inexistant dans la zone euro hors Allemagne et aux Etats-Unis **(graphiques 5a-5b) ;** c'est aussi en Allemagne et au Japon que **l'inflation sous jacente** est la plus faible **(graphique 5c).** C'est aussi au Japon et en Allemagne que l'effort **initial de restructuration de l'industrie** a été le plus important, comme le montrent les évolutions **de l'emploi manufacturier et de la production industrielle (graphiques 5d-5e).**

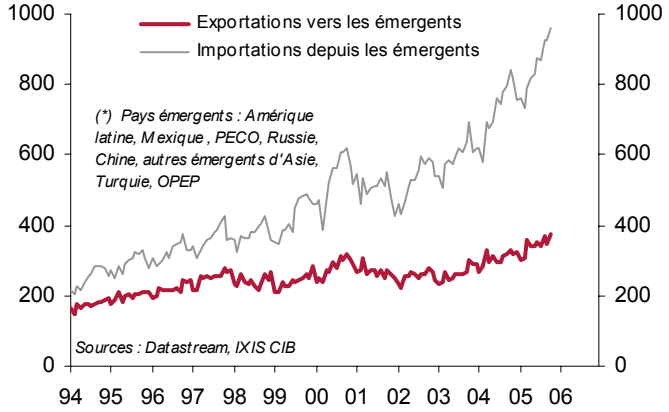
Graphique 4a
Balance commerciale (en Mds $ par an)



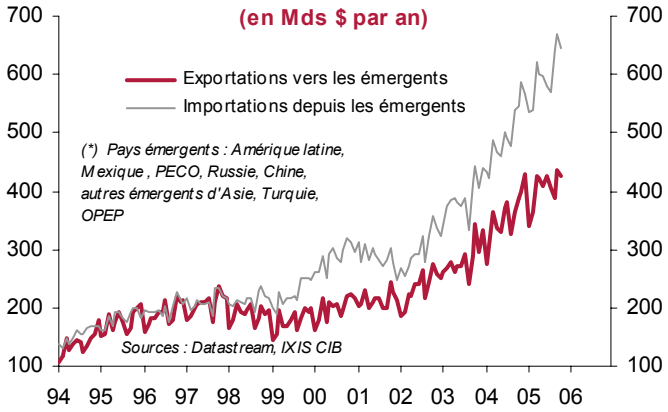
Graphique 4b
Commerce mondial et exportations (GA en %)



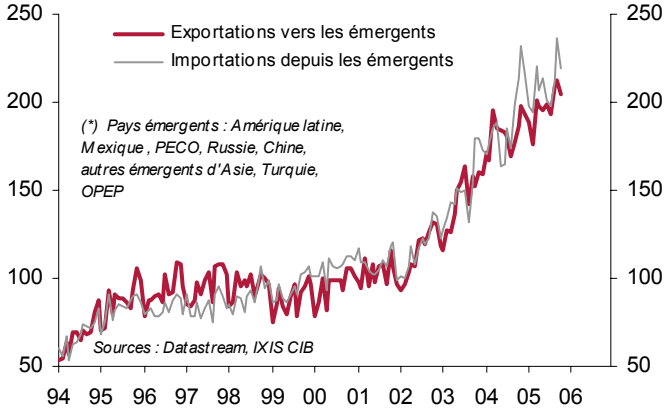
Graphique 4c
Etats-Unis : commerce extérieur avec les émergents* (en Mds $ par an)



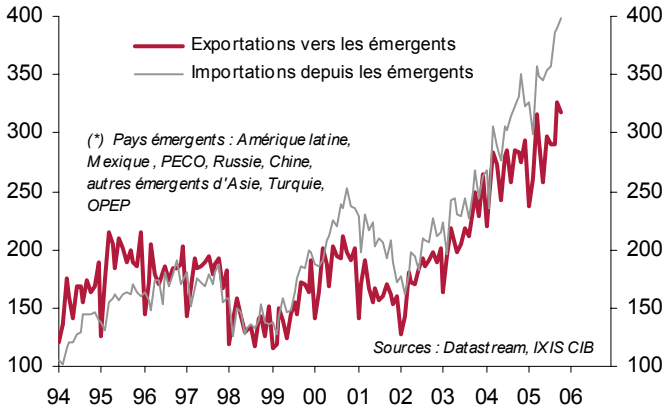
Graphique 4d
Zone euro hors Allemagne : commerce extérieur depuis les émergents* (en Mds $ par an)



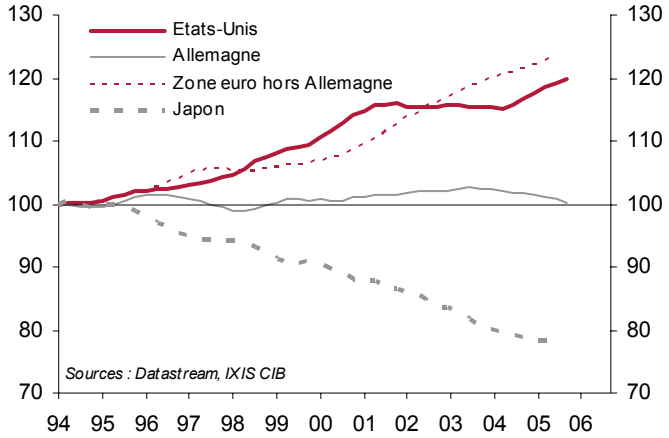
Graphique 4e
Allemagne : commerce extérieur avec les émergents (en Mds $ par an)



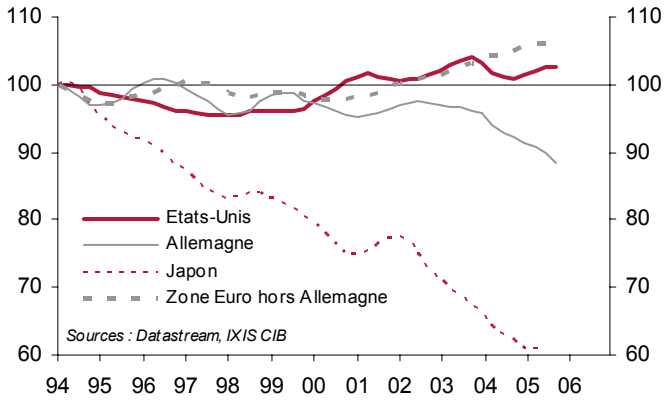
Graphique 4f
Japon : commerce extérieur avec les émergents (en Mds $ par an)



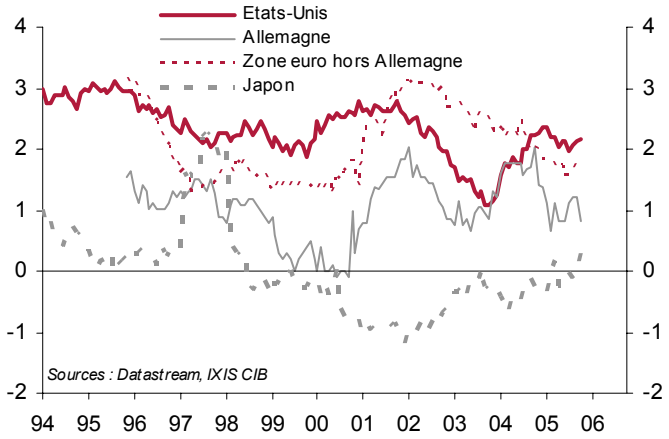
Graphique 5a
Coût salarial unitaire (base 100 en 1994)



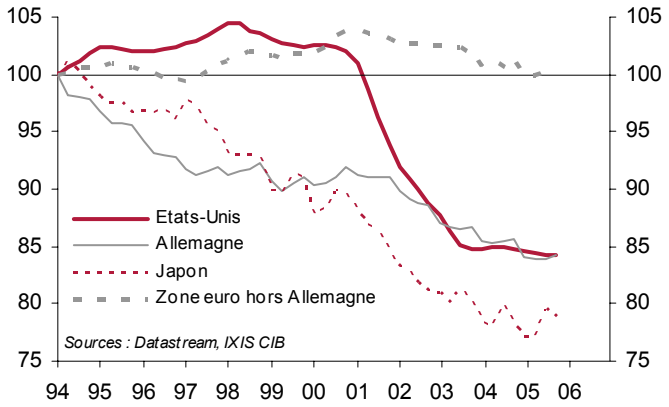
Graphique 5b
Coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier (100 en 1994)



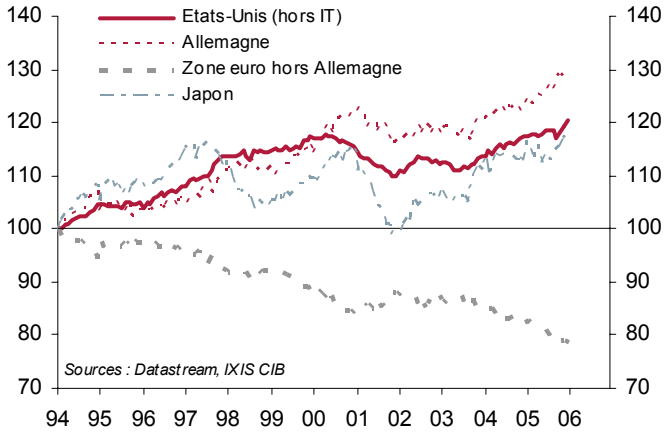
Graphique 5c
Inflation sous jacente (GA en %)



Graphique 5d
Emploi manufacturier (100 en 1994)

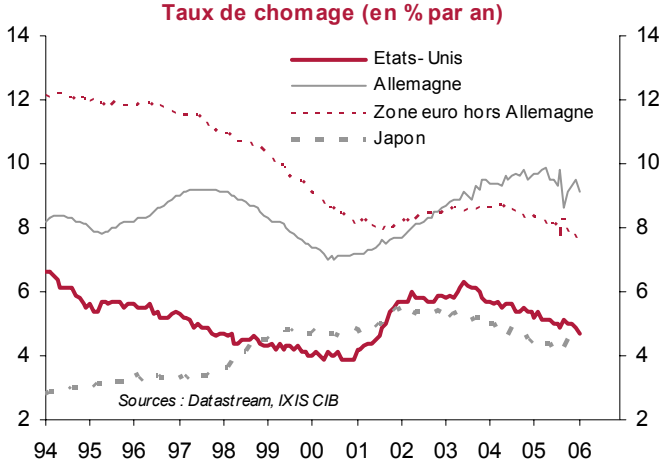


Graphique 5e
Production industrielle (100 en 1994)

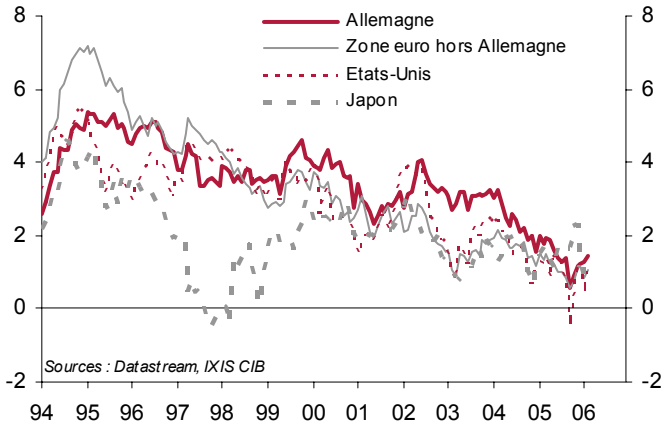


Au total, **on voit au Japon et en Allemagne une dynamique qui ressemble à la dynamique théorique vue plus haut :** compression initiale des coûts et chute de production et d'emplois, suivies d'une amélioration des échanges extérieurs. Le redressement de la production et de l'emploi **(graphique 5f)** ne fait clairement que commencer, tandis que le soutien de l'activité par les taux d'intérêt réels bas est à peu près similaire partout depuis 2001 **(graphique 5g).**

Graphique 5f
Taux de chomage (en % par an)



Graphique 5g
Taux d'intérêt réel à court terme (3 mois)

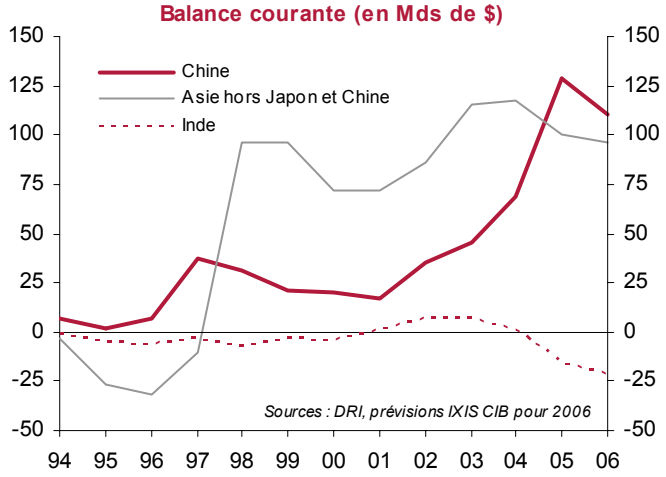


Au contraire, **dans la zone euro et aux Etats-Unis, on ne voit pas d'amélioration des échanges avec les émergents, et l'effort initial de compression des coûts de production dans l'industrie est inexistant. La dynamique théorique semble donc ne s'appliquer qu'à l'Allemagne et au Japon.**

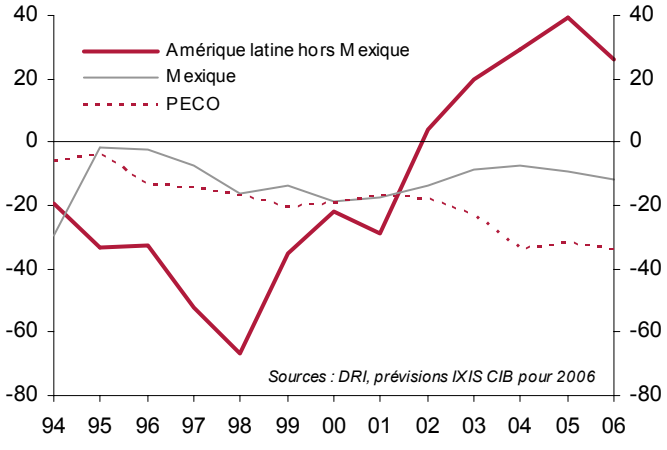
Recyclage des surplus des pays émergents : une possible source de déstabilisation

Les pays émergents présentent **(en Asie, en Amérique Latine, pour les pays exportateurs de matières premières** mais, pas pour l'Inde, pour les pays d'Europe Centrale ou pour le Mexique...) des excédents commerciaux croissants **(graphiques 6a-6b-6c)** qui sont réinvestis sur les marchés financiers des pays avancés.

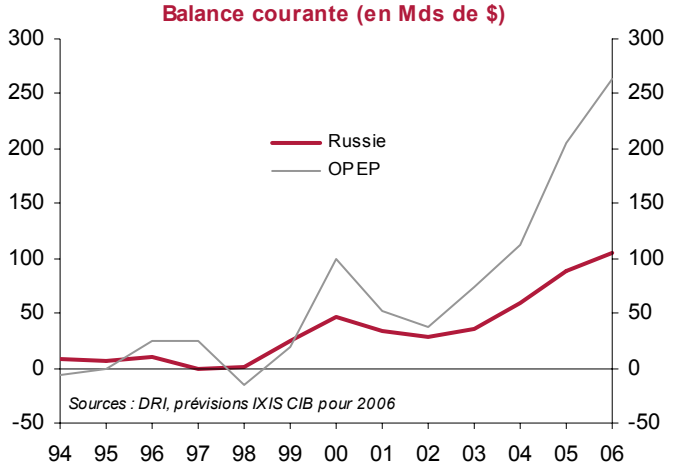
Graphique 6a
Balance courante (en Mds de $)



Graphique 6b
Balance courante (en Mds de $)



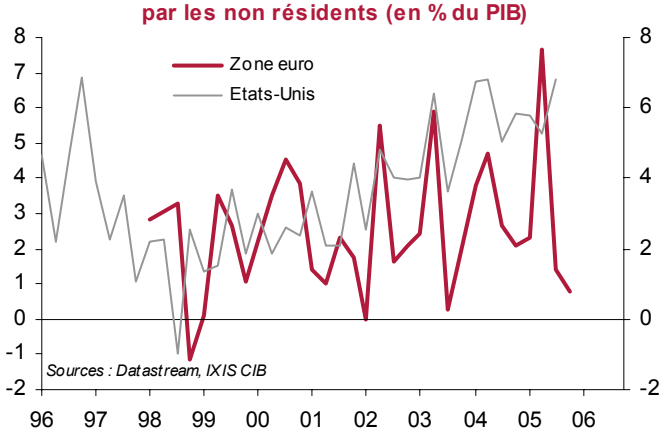
Graphique 6c
Balance courante (en Mds de $)



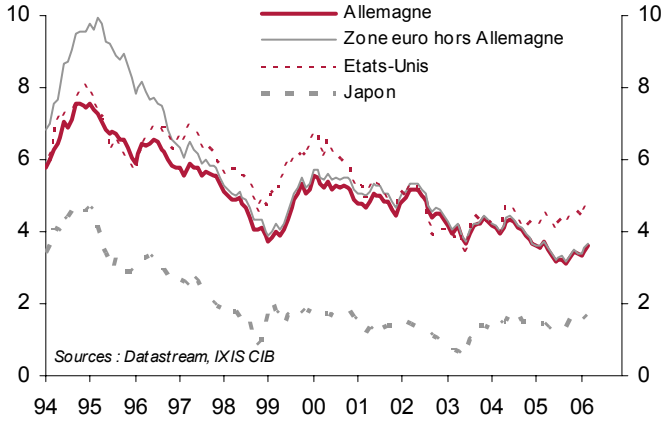
Les effets de **ce recyclage des surplus des émergents sont connus :**

- forte demande pour les obligations des pays avancés (Etats-Unis et zone euro, **graphique 7a**), donc maintien de taux d'intérêt à long terme faibles **(graphiques 7b-7c) ;**

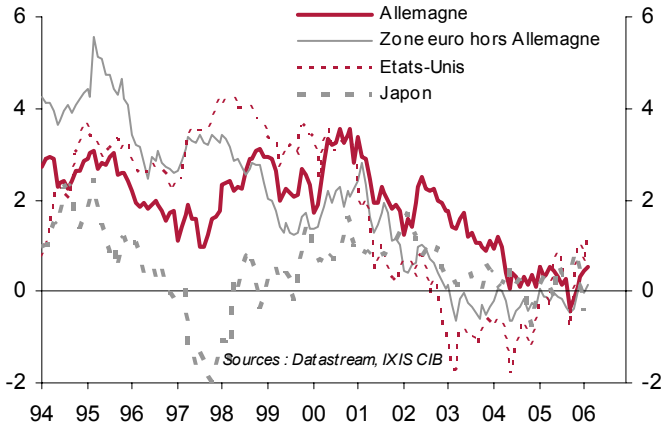
Graphique 7a
Achats nets d'obligations publiques et privées par les non résidents (en % du PIB)



Graphique 7b
Taux d'intérêt à 10 ans

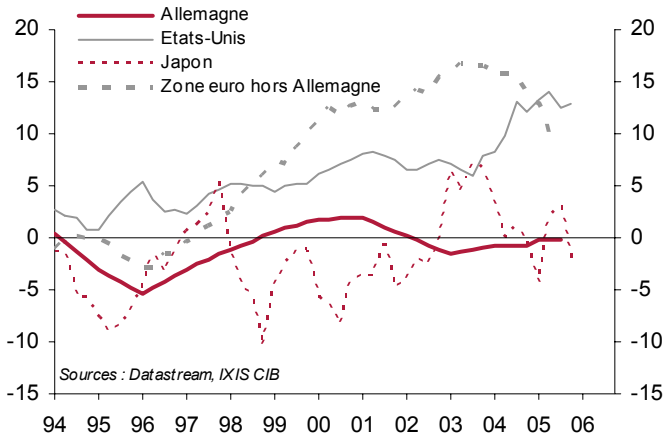


Graphique 7c
Taux d'intérêt réel à long terme (10 ans)

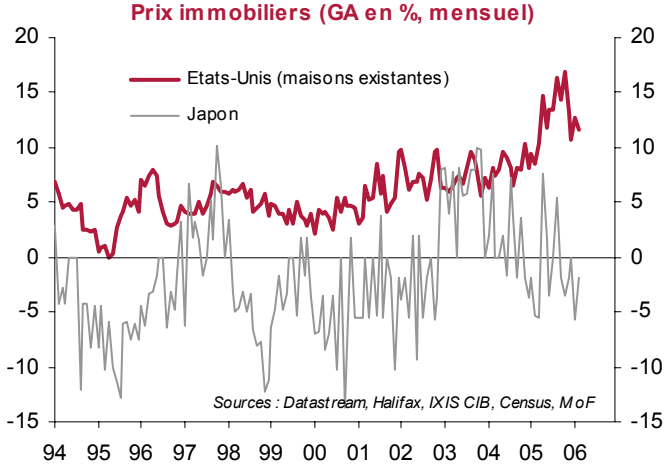


- soutien des prix des actifs (immobilier dans la zone euro hors Allemagne et aux Etats-Unis, pas en Allemagne ou au Japon ; actions à nouveau depuis 2003), soit par des achats directs depuis les pays émergents, soit par la baisse des taux d'intérêt **(graphiques 8a-8b-8c) ;**
- soutien de la **distribution de crédit,** avec l'abondance de la liquidité mondiale **(graphique 9)** qui stimule l'offre de crédit, et par les taux d'intérêt bas qui stimulent la demande de crédit **(graphiques 10a-10b-10c-10d).**

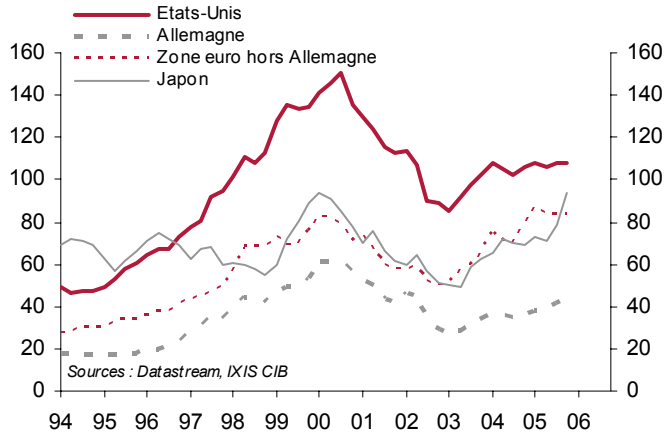
Graphique 8a
Prix immobiliers (GA en %, trimestriel)



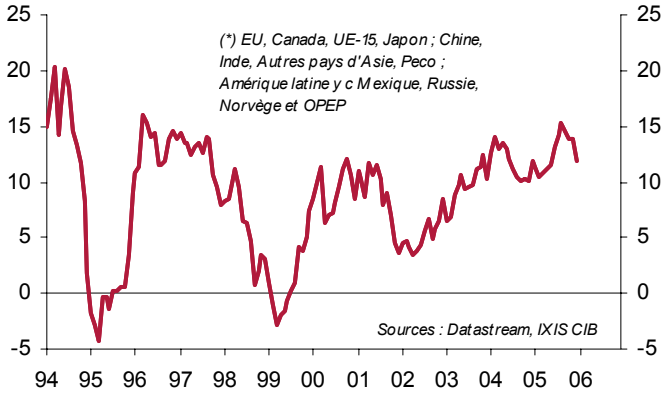
Graphique 8b
Prix immobiliers (GA en %, mensuel)



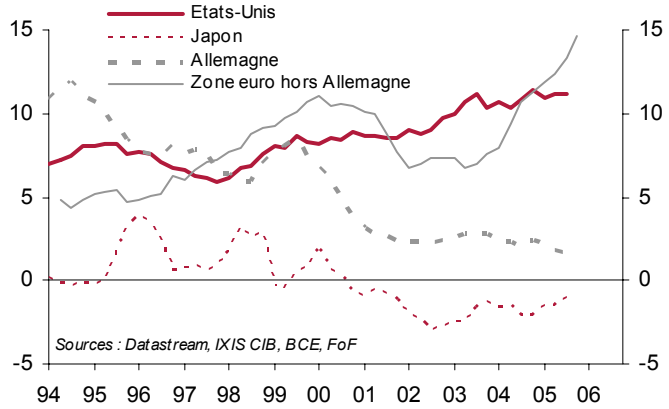
Graphique 8c
Capitalisation boursière (en % du PIB)



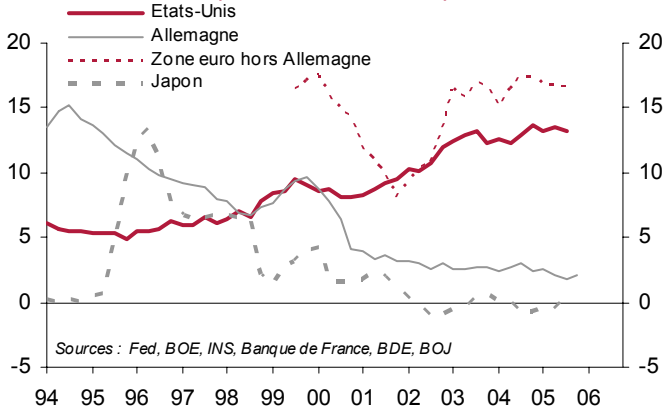
Graphique 9
Monde* : base monétaire en monnaie nationale (GA en %)



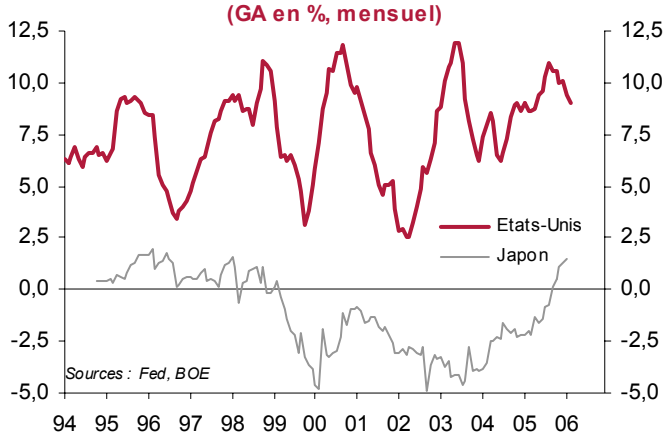
Graphique 10a
Crédit bancaire aux ménages (GA en %, trimestriel)



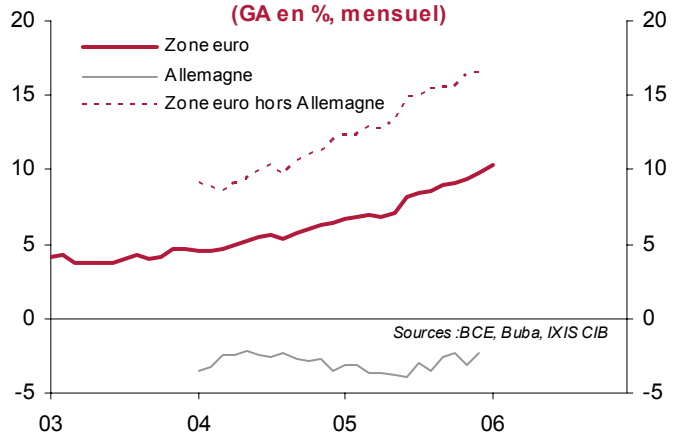
Graphique 10b
Crédits hypothécaires aux ménages (GA en %, trimestriel)



Graphique 10c
Crédit bancaire au secteur privé
(GA en %, mensuel)



Graphique 10d
Crédit bancaire au secteur privé
(GA en %, mensuel)



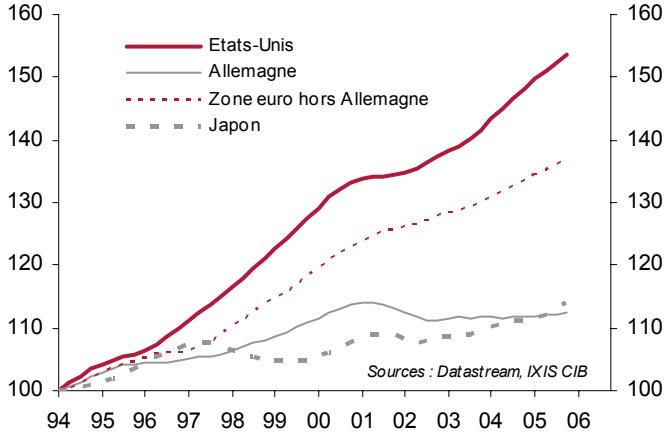
On voit, on le sait, apparaître ici **une forte différence entre d'une part les Etats-Unis et la zone euro hors Allemagne, d'autre part l'Allemagne et le Japon. Dans ces deux derniers pays, la croissance du crédit est inexistante, les prix de l'immobilier ne montent pas, et le soutien de la croissance par le recyclage des surplus des émergents est inexistant.**

Aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne, au contraire, on a bien le risque d'une divergence due à ce recyclage. La dynamique "normale" vue plus haut après le choc des émergents implique une disparition progressive du handicap de compétitivité des pays avancés par la baisse des coûts et des prix de production due à la faiblesse de l'activité.

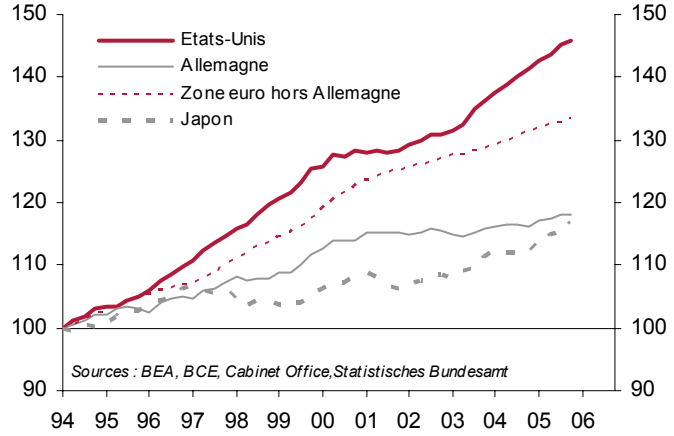
Mais si le recyclage des surplus des émergents conduit à une baisse des taux d'intérêt, à de forts effets de richesse et à une croissance forte du crédit, le "choc des émergents" peut bien ne pas entraîner de baisse de l'activité, ni donc de baisse de coûts et d'amélioration de la compétitivité.

Ceci semble bien être le cas aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne, à la différence de l'Allemagne et du Japon. Regardons les évolutions observées des coûts (graphiques 5a-5b), de l'emploi (graphique 5d), de la demande intérieure **(graphique 11a)** et du PIB **(graphique 11b)** dans ces deux groupes de pays.

Graphique 11a
Demande intérieure (volume, base 100 en 1996)



Graphique 11b
PIB en volume (100 en 1994 Q1)



On voit bien une dynamique complètement différente au Japon et en Allemagne : pertes de revenu, de demande, de production, associées à la réduction des coûts unitaires industriels ; dans la zone euro hors Allemagne et aux Etats-Unis, poursuite d'une progression rapide de la demande sans réduction des coûts.

On voit bien l'absence de compression importante de la demande, des coûts, de l'emploi, aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne, par rapport à l'Allemagne et au Japon, due à la différence importante, vue plus haut, dans l'évolution du crédit et des prix des actifs qui soutiennent la demande intérieure aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne.

Synthèse : le bon et le mauvais côté du recyclage des surplus des émergents

Le "choc" de la concurrence des émergents conduit normalement à une perte d'activité dans les pays avancés qui, à long terme, restaure leur compétitivité par la baisse des coûts salariaux et des prix.

Mais il faut tenir compte des effets du recyclage des excédents des pays émergents. Dans les pays où il provoque une forte hausse du crédit et des prix des actifs (Etats-Unis et zone euro hors Allemagne, non Allemagne et Japon) :

- **le bon côté du recyclage** est qu'il soutient l'activité et l'emploi par la baisse des taux d'intérêt, les effets de richesse ;

- **le mauvais côté** est qu'il empêche, de ce fait, la baisse des coûts de production et la restauration de la compétitivité, donc génère la perpétuation du déficit extérieur et de l'insuffisance de compétitivité des pays avancés concernés.