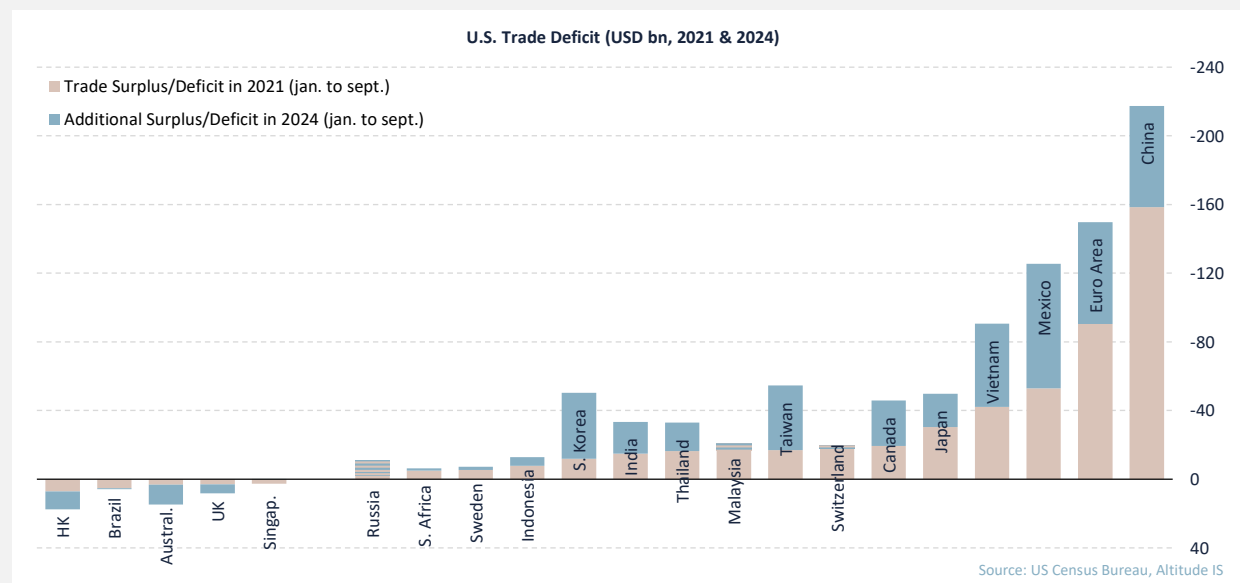


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication le 25 novembre 2024

"DONALD TRUMP PEUT-IL RÉDUIRE LE DÉFICIT COMMERCIAL AMÉRICAIN ?"

- Le déficit commercial américain atteint des records
- Il a des causes multiples mais il n'est lié ni aux services, ni au pétrole
- Le déséquilibre extérieur reflète la faiblesse de l'épargne aux États-Unis
- Cette situation favorise la croissance économique mais affaiblit le dollar

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "D'où provient le déficit commercial américain ?"



ANALYSE DES MARCHES FINANCIERS

La nouvelle est presque passée inaperçue mais les États-Unis viennent de publier un déficit commercial record : -660 milliards depuis le 1^{er} janvier, dont -84 milliards de dollars au cours du seul mois de septembre. Cela pourrait représenter 4.8% du Produit Intérieur Brut (PIB) en fin d'année. **Faut-il s'en soucier ? Donald Trump peut-il y remédier ?** Lors de ses discours de campagne, fidèle à sa ligne protectionniste, le futur président a envisagé d'accroître les droits de douane pour les produits importés, mais aussi les taxes pour les entreprises américaines qui délocalisent leur production à l'étranger. À l'inverse, celles qui produisent localement bénéficieraient de réductions fiscales et de coûts énergétiques avantageux. Cette prise de position s'inscrit dans la continuité de sa première présidence,



durant laquelle il avait instauré des droits de douane sur divers produits pour réduire le déficit commercial, en particulier avec la Chine. Cependant, malgré ses efforts, le déficit commercial avait continué de s'aggraver, soulevant des questions sur l'efficacité réelle de telles mesures.

Les lecteurs familiers avec la notion de déficit commercial ou souhaitant arriver dans le vif du sujet pourront directement se rendre à la section B. Quant à ceux qui veulent connaître l'impact sur le taux de change, ils se référeront à la section C.

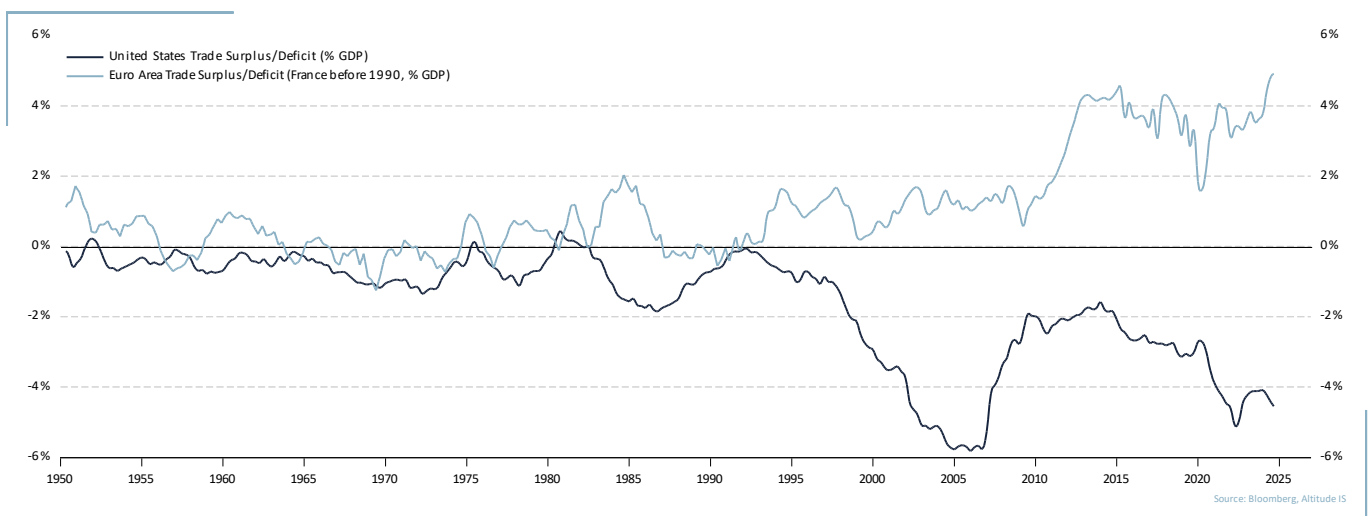
A. Comment un déficit commercial se forme-t-il ? Une question plus complexe qu'il n'y paraît.

La balance commerciale d'un pays correspond à la différence entre les exportations et les importations de biens et services. Si elle est positive, le pays affiche un excédent. Si elle est négative, on parle de déficit commercial. Rien de plus simple à première lecture. Un solde positif suggère un pays en bonne santé, en situation de domination concurrentielle. A contrario, un solde négatif évoque une économie moribonde, en souffrance sur le marché international. Toutefois, les termes économiques sont trompeurs : l'emploi des qualificatifs positif et négatif est correct d'un point de vue comptable mais il n'implique aucune évidence à propos de la santé de l'économie. Les économistes aiment à dire qu'à l'instar du cholestérol, **il existe de bons et de mauvais déficits commerciaux.**

Le déficit commercial est le résultat d'une conjugaison de nombreux facteurs, que l'on peut diviser en quatre grandes catégories, deux bonnes et deux mauvaises :

- 1- **Une demande qui excède les capacités de production :** Lorsqu'une nation se développe rapidement ou qu'elle s'enrichit, sa demande intérieure pour certains biens de production ou de consommation courante bondit, et avec elle ses importations. Ainsi, un solde commercial dans le rouge ne signifie pas nécessairement une situation de faiblesse conjoncturelle. Au contraire. Ce phénomène permet d'expliquer pourquoi les États-Unis, dont la croissance économique est plus dynamique que celle de la Zone Euro ou du Japon, souffrent d'un colossal déficit commercial au profit de ces pays (cf. Graphique de la semaine & Fig. 2).

Fig. 2 – Déficit commercial, aux États-Unis et en Zone Euro



- 2- **Une amélioration de la compétitivité-prix :** En achetant à l'étranger des ressources ou des biens intermédiaires moins chers que sur le territoire national, les entreprises augmentent leur rentabilité.



Elles peuvent ainsi abaisser les coûts ou améliorer la qualité de leur production et, in fine, faire croître leurs ventes et leurs marges. Ainsi, lorsque General Motors importe ses freins du Canada, le constructeur automobile américain génère un déficit commercial pour les États-Unis mais cette importation l'aide à produire des voitures moins chères et à en vendre davantage. De la même manière, lorsque Apple importe le squelette de ses ordinateurs d'Asie, il gagne en compétitivité-prix, mais le design, les logiciels et le marketing demeurent *Made in USA*, élaborés et produits par des ouvriers américains dont les salaires peuvent progresser grâce à l'économie faite par la marque sur les composants asiatiques. D'autres multinationales, notamment dans la technologie et la pharmacie, choisissent d'implanter leur siège en Irlande pour bénéficier d'une fiscalité attractive et produire à moindre coût. Ces sociétés contribuent également à une balance commerciale déficitaire.

- 3- **Une position concurrentielle défavorable sur les marchés internationaux :** A contrario, dans certains cas, un déficit commercial peut être le signe d'une situation de faiblesse économique, et notamment de désindustrialisation. La production étrangère est tellement bon marché ou de meilleure qualité que les importations viennent supplanter la production domestique, contribuant ainsi à détruire des emplois et à faire croître le taux de chômage du pays.
- 4- **Une progression excessive des prix :** Enfin, le déséquilibre de la balance commerciale peut venir d'une flambée des prix ou d'une appréciation importante de la monnaie nationale. Dans les deux cas, les biens et services produits sur le territoire national sembleront relativement chers en comparaison internationale, freinant les exportations et facilitant les importations. Ces situations ont vocation à n'être que temporaires puisque le ralentissement des ventes aura tendance à réduire la pression inflationniste ou à engendrer une dépréciation du taux de change.

Dans tous les cas, la comptabilité nationale stipule que **le déficit commercial est le reflet d'un autre déséquilibre, celui qui prévaut entre l'épargne et l'investissement** : $X-M=S+(T-G)-I$. Si une économie connaît un déficit commercial, c'est qu'elle investit davantage qu'elle n'épargne. Elle finance son excès d'investissement en utilisant une partie de l'épargne étrangère (cf. Fig. 3) : elle emprunte vis-à-vis du reste du monde (cf. Fig. 4). C'est ce que Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed définissait, dès 2005, comme le *Global Saving Glut*.

Fig. 3 – Taux d'épargne, aux US et en Europe

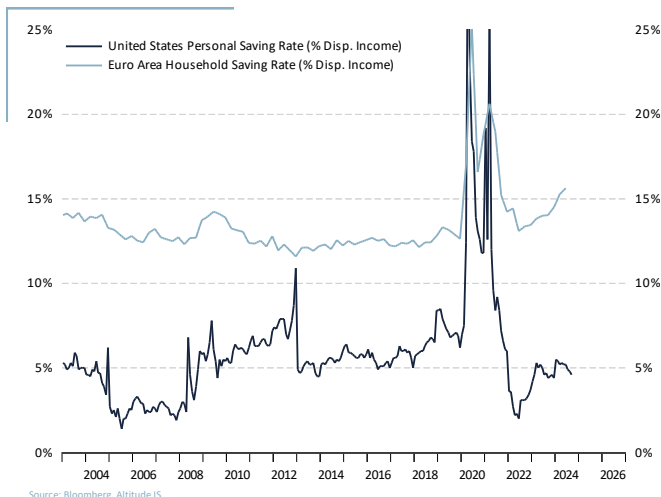
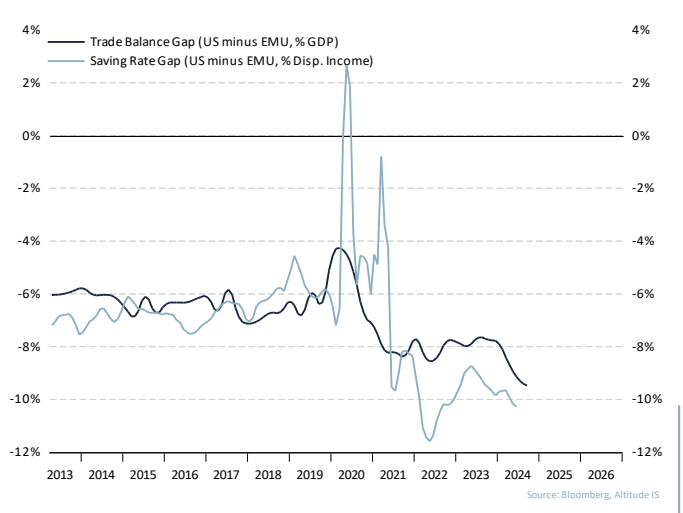


Fig. 4 – Déficit commercial & déficit d'épargne



Au cours de son premier mandat, Donald Trump avait déjà cherché à réduire le déficit commercial américain, déjà en augmentant les droits de douane. Son administration n'est jamais parvenue à ses fins car elle a été confrontée à la réalité comptable.

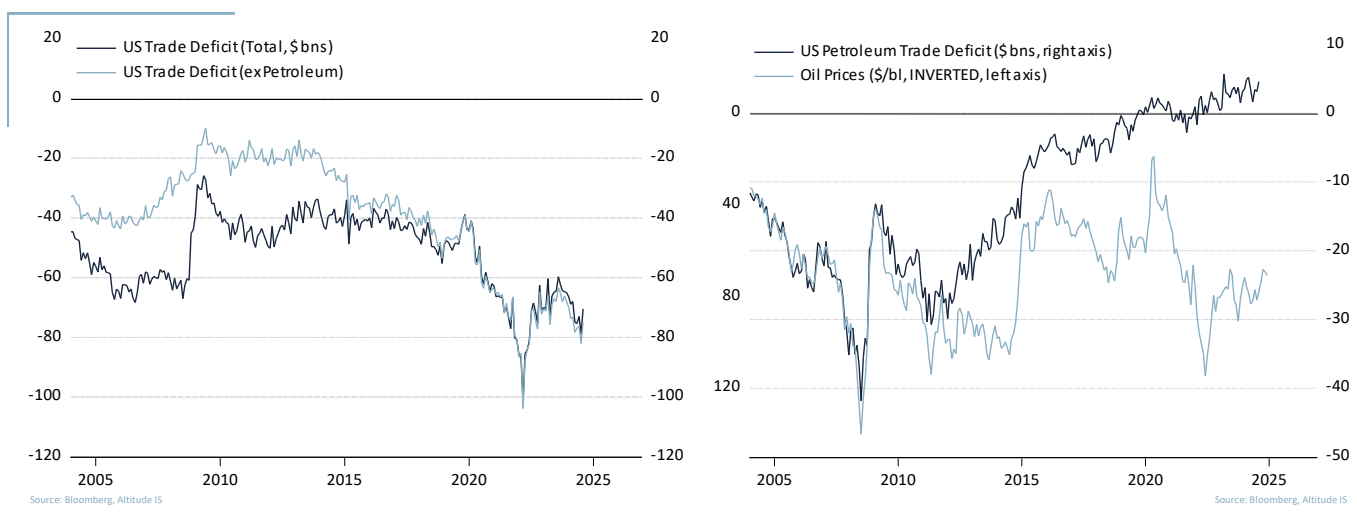


Le rétablissement de l'équilibre commercial américain nécessitait d'augmenter l'épargne privée. Or, en prenant des mesures pour inciter les entreprises à investir et les ménages à dépenser, l'administration Trump faisait mécaniquement chuter l'épargne. Au cours des quatre dernières années, Joe Biden a été confronté à la même problématique et il est fort probable que Donald Trump, lors de son second mandat, ne parvienne toujours pas à trouver la martingale. **Toute la difficulté consiste à rééquilibrer la balance commerciale américaine sans que l'accroissement de l'épargne ne génère de ralentissement économique aux États-Unis ... ni par ricochet au niveau mondial.**

B. Quelle est la particularité du déficit commercial américain ?

Au cours des neuf premiers mois de l'année, le solde commercial des États-Unis est déficitaire à hauteur de -660 milliards de dollars. Historiquement, et c'est une nouvelle fois le cas cette année, **ce déficit est principalement dû aux échanges de biens** (-881 milliards) tandis que les services affichent une très nette balance positive (+221 milliards). **Sans surprise, la Chine** que Donald Trump a souvent pointée du doigt **représente un tiers du déséquilibre** (cf. Graphique de la semaine). Vient ensuite la Zone Euro, emmenée par l'Allemagne mais aussi l'Irlande, l'Italie et la France. Entre les deux grands voisins que sont le Mexique et le Canada, se trouvent le Japon, l'incontournable Vietnam, mais aussi Taïwan et la Corée du Sud qui ont triplé leur solde depuis 2021. A l'autre bout du spectre, et c'est à noter car peu souvent mentionné, les États-Unis exportent plus qu'ils n'importent vers Hong-Kong, le Brésil, l'Australie et le grand allié européen qu'est le Royaume-Uni.

Fig. 5 – Déficit commercial US, avec et sans pétrole Fig. 6 – Déficit pétrolier US & cours du pétrole



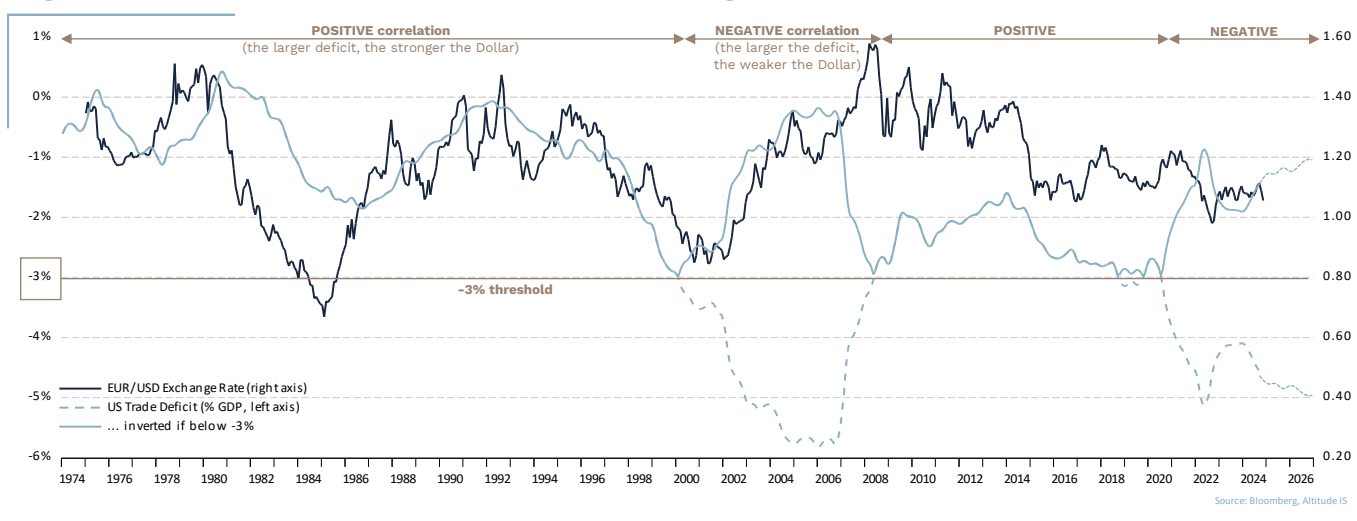
A ce stade de l'analyse, il est intéressant de ventiler le déficit par catégorie. **Contrairement à la situation historique et aux idées reçues, le déficit commercial américain ne s'accroît pas à cause de la facture pétrolière.** Au contraire, il est exclusivement lié aux biens non énergétiques (cf. Fig. 5). A la fin des années 2000, après la Grande Crise Financière (GFC), sous l'impulsion de George W. Bush puis sous la présidence de Barack Obama, les États-Unis ont soutenu la production de pétrole de schiste. Les résultats sont probants puisque le déficit pétrolier est passé de -386 milliards en 2008 à un surplus de +42 milliards en 2024. Depuis 2020, exception faite de l'inadéquation entre le pétrole extrait et celui qui est consommé, les États-Unis sont auto-suffisants pour leurs besoins en énergie fossile. Au vu des cours actuels du pétrole, sans cette augmentation de leur capacité de production, le déficit pétrolier des États-Unis s'élèverait à quelque -300 milliards par an (cf. Fig. 6), venant encore alourdir le déséquilibre extérieur existant.



C. Déficit commercial et taux de change, une relation à double sens

Sur les marchés financiers, le déficit commercial a son importance. Il est, par exemple, une variable significative dans nos modèles économétriques pour anticiper l'évolution du dollar. Ce n'est pas la variable la plus importante mais elle a son intérêt. Comme nous l'avons décrit dans la partie A, une balance commerciale déficitaire peut signifier que la demande domestique excède les capacités de production, que l'économie est en plein essor. Dans ce cas précis, à l'instar de la période 1975-1999, un déficit commercial va de pair avec un afflux de capitaux vers les États-Unis et, in fine, une appréciation du dollar (cf. Fig. 7). **En revanche, si le déficit commercial devient trop important**, ce qui est le cas depuis 2000 puisqu'il dépasse -3% du PIB, les investisseurs estiment qu'il est la conséquence d'une perte de compétitivité à l'international. Les capitaux fuient, **la relation s'inverse et le dollar chute à mesure que le déficit s'accroît.**

Fig. 7 – Déficit commercial américain et taux de change EUR/USD



Conclusion :

Le déficit commercial n'est pas une variable économique facile à appréhender. Il ne doit pas être perçu comme un problème, même si les économistes préfèrent toujours l'équilibre aux excédents ou aux déficits. Celui des États-Unis a des causes multiples mais il n'est lié ni aux services, ni au pétrole.

Il persistera tant que les Américains auront la possibilité de vivre au-dessus de leurs moyens et qu'ils importeront des voitures, des appareils électriques, des médicaments et des produits de technologie avancée.

Donald Trump tentera d'y remédier dès sa prise de fonction mais, comme lors de son premier mandat, il sera contraint par son refus de faire croître l'épargne des Américains. Tant que le déficit commercial sera excessif, le dollar en pâtira.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)
Equities							
World (MSCI)	854.1	55.24	1.4%	0.5%	19.7%	22.8%	-17.9%
USA (S&P 500)	5969	61.49	1.7%	2.1%	26.7%	26.3%	-18.1%
USA (Dow Jones)	44297	65.44	2.0%	3.3%	19.5%	16.2%	-6.9%
USA (Nasdaq)	19004	57.43	1.8%	2.4%	27.4%	44.7%	-32.5%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	497.3	46.23	0.1%	-2.4%	8.4%	19.5%	-11.4%
UK (FTSE 100)	8262	59.05	2.5%	-0.2%	10.6%	7.7%	4.6%
Switzerland (SMI)	11717	43.99	0.8%	-3.7%	8.6%	7.1%	-14.3%
Japan (Nikkei)	38780	46.07	-0.9%	-0.3%	16.3%	31.0%	-7.8%
Emerging (MSCI)	1087	35.03	0.2%	-4.7%	8.9%	10.2%	-19.8%
Brazil (IBOVESPA)	129126	48.87	1.0%	-0.6%	-3.8%	22.3%	4.7%
Mexico (IPC)	50430	39.59	0.0%	-3.4%	-9.9%	22.4%	-5.8%
India (SENSEX)	79956	47.76	2.0%	-1.2%	10.9%	20.3%	5.8%
China (CSI)	3848	44.43	-2.6%	-2.2%	16.0%	-9.1%	-19.8%
Com. Services (MSCI World)	120.1	47.74	-0.1%	1.1%	26.7%	38.1%	-35.3%
Cons. Discretionary (MSCI World)	406.0	57.37	0.9%	4.7%	16.0%	29.5%	-31.5%
Cons. Staples (MSCI World)	281.2	49.31	1.9%	-2.1%	7.5%	3.2%	-6.0%
Energy (MSCI World)	263.9	65.91	2.5%	3.8%	12.6%	6.0%	34.5%
Financials (MSCI World)	185.3	67.50	1.1%	4.1%	28.6%	16.4%	-9.2%
Health Care (MSCI World)	363.8	32.69	1.4%	-6.0%	5.6%	4.1%	-5.7%
Industrials (MSCI World)	395.9	55.93	1.5%	1.0%	18.4%	22.5%	-12.6%
Info. Tech. (MSCI World)	761.5	54.86	1.7%	-0.1%	30.5%	51.4%	-30.9%
Materials (MSCI World)	331.8	40.62	2.2%	-4.7%	-0.1%	12.6%	-11.0%
Real Estate (MSCI World)	1010	50.83	1.9%	-0.9%	5.7%	5.3%	-26.6%
Utilities (MSCI World)	170.0	50.48	1.7%	-2.2%	19.0%	1.6%	-3.8%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.67%	32.59	-0.1%	-1.8%	-1.3%	5.7%	-16.2%
USA (Sovereign)	4.43%	39.18	0.1%	-0.9%	0.8%	4.1%	-12.5%
Euro Area (Sovereign)	2.67%	60.44	0.4%	0.8%	2.0%	7.1%	-18.5%
Germany (Sovereign)	2.15%	61.32	0.6%	0.9%	0.9%	5.6%	-17.8%
UK (Sovereign)	4.37%	50.78	0.7%	-1.3%	-2.3%	5.6%	-17.1%
Switzerland (Sovereign)	0.51%	67.06	0.5%	1.3%	4.9%	7.9%	-12.5%
Japan (Sovereign)	0.86%	27.78	-0.1%	-0.7%	-2.0%	0.9%	-2.8%
Emerging (Sovereign)	6.99%	52.16	0.6%	0.2%	7.3%	11.0%	-17.4%
USA (IG Corp.)	5.25%	42.06	-0.1%	-0.4%	2.5%	8.5%	-15.8%
Euro Area (IG Corp.)	3.18%	61.74	0.3%	0.3%	4.4%	8.2%	-13.6%
Emerging (IG Corp.)	6.46%	42.78	0.0%	-0.2%	7.1%	6.7%	-14.9%
USA (HY Corp.)	7.24%	63.22	0.2%	0.7%	8.2%	13.4%	-11.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.75%	79.28	0.0%	0.4%	7.3%	12.1%	-10.6%
Emerging (HY Corp.)	8.45%	66.22	0.7%	1.3%	14.5%	13.1%	-12.4%
World (Convertibles)	449.7	70.73	1.9%	2.8%	11.7%	12.3%	-18.2%
USA (Convertibles)	617.7	76.56	2.8%	4.7%	13.7%	14.6%	-20.1%
Euro Area (Convertibles)	230.8	71.65	0.5%	2.5%	13.7%	7.3%	-11.1%
Switzerland (Convertibles)	251.1	24.39	-3.0%	-4.2%	-6.7%	5.8%	-19.1%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1584	75.70	n.a.	-0.5%	9.3%	7.8%	-6.9%
Macro	1323	64.00	n.a.	-1.7%	5.8%	1.6%	1.3%
Equity Long Only	2212	67.58	n.a.	-2.0%	12.0%	15.9%	-16.4%
Equity Long/Short	1657	75.44	n.a.	-0.2%	12.7%	7.7%	-10.7%
Event Driven	1702	74.10	n.a.	-0.4%	7.3%	7.3%	-4.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1625	93.24	n.a.	0.7%	10.6%	6.6%	2.3%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1643	81.99	n.a.	-0.4%	8.4%	7.8%	-2.0%
Credit	1584	87.01	n.a.	0.2%	7.7%	8.1%	-5.0%
Credit Long/Short	1607	90.10	n.a.	0.5%	8.6%	11.2%	-1.4%
Commodity	1759	82.29	n.a.	2.4%	12.7%	7.3%	10.5%
Commodity Trading Advisors	1314	51.99	n.a.	-3.2%	5.6%	-3.6%	5.3%
Volatility							
VIX	15.24	41.85	-5.6%	-16.3%	22.4%	-42.5%	25.8%
VSTOXX	17.97	47.35	4.4%	-3.5%	32.4%	-35.0%	8.4%
Commodities							
Commodities (CRB)	533.4	n.a.	-0.3%	0.1%	4.5%	-8.0%	-4.1%
Gold (Troy Ounce)	2668	n.a.	2.2%	-2.9%	29.3%	13.1%	-0.8%
Silver (Troy Ounce)	30.69	n.a.	-1.5%	-9.0%	29.0%	-0.7%	2.8%
Oil (WTI, Barrel)	71.71	n.a.	7.0%	-0.5%	0.1%	-10.7%	4.2%
Oil (Brent, Barrel)	76.09	n.a.	3.6%	0.4%	-2.0%	-4.5%	5.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	107.07	67.83	0.7%	2.7%	5.7%	-2.1%	8.2%
EUR	1.0453	30.70	-1.4%	-3.2%	-5.3%	3.1%	-5.8%
JPY	154.59	42.45	0.0%	-1.5%	-8.8%	-7.0%	-12.2%
GBP	1.2573	32.66	-0.8%	-3.0%	-1.2%	5.4%	-10.7%
AUD	0.6507	41.74	0.0%	-1.5%	-4.5%	0.0%	-6.2%
CAD	1.3968	43.37	0.3%	-0.5%	-5.2%	2.3%	-6.8%
CHF	0.8913	33.45	-0.9%	-2.7%	-5.6%	9.9%	-1.8%
CNY	7.2468	30.41	-0.2%	-1.7%	-2.0%	-2.8%	-7.9%
MXN	20.409	41.46	-1.0%	-2.1%	-16.8%	14.9%	5.3%
EM (Emerging Index)	1744.8	33.20	-0.1%	-1.1%	0.3%	4.8%	-4.8%
XBT	98124	n.a.	3.9%	47.0%	130.8%	157.0%	-64.3%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

