

Ajustement et réponses de politique économique

Président : Rodrigo de RATO Y FIGAREDO, Directeur général, Fonds monétaire international	101
Intervenant : Otmar ISSING, Membre du Directoire, Banque centrale européenne « Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux »	103
Rapporteurs : Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ, Directeur adjoint, CEPII	118
Kristin FORBES, Professeur, MIT Sloan School of Management	121
YI Gang, Sous-gouverneur, Banque populaire de Chine	126

Rodrigo de RATO Y FIGAREDO

Directeur général

Fonds monétaire international

Je souhaiterais tout d'abord remercier la Banque de France de m'avoir invité à cet important symposium. Le sujet qui nous intéresse cet après-midi est celui de l'ajustement économique et des réponses de la politique économique. Nos intervenants sont invités à répondre aux questions suivantes, que je me permets de reprendre textuellement : « de quelle façon le secteur privé peut-il agir face aux déséquilibres mondiaux ? », et « quel rôle devraient jouer les politiques économiques pour assurer un ajustement ordonné et non déstabilisateur ? ». Je laisse le soin à nos intervenants de répondre à l'essentiel de ces questions, mais permettez-moi de vous donner brièvement mon point de vue.

Nous savons que les déséquilibres des balances des paiements à l'échelle mondiale et, de manière plus générale, le profil géographique actuel de la croissance de l'économie mondiale ne sont pas soutenables à long terme. Les États-Unis doivent accroître leur épargne nette — tant publique que privée — et l'inverse doit se produire dans d'autres pays. Si le déficit du solde des transactions courantes des États-Unis se maintenait à son niveau actuel, cela signifierait la croissance indéfinie de leur endettement extérieur, or il est difficile de croire que les investisseurs privés et les banques centrales, qui devraient alors détenir des avoirs américains, acceptent cet état de chose. Mais pour que la croissance mondiale soit durable, non seulement les États-Unis, mais d'autres pays également devront s'atteler à la tâche.

Bien entendu, même sans ajustements par le biais de la politique économique, le secteur privé peut modifier son comportement et entraîner une correction graduelle des déséquilibres. Un accroissement de l'épargne privée aux États-Unis et une diminution de l'épargne doublée d'une augmentation de l'investissement ailleurs — notamment dans les pays émergents d'Asie — pourraient ainsi permettre de surmonter sans heurts la situation actuelle.

Pour que cela se produise il faudrait cependant que plusieurs conditions soient remplies. Par exemple, les particuliers, les entreprises et les banques centrales en dehors des États-Unis doivent sans doute être

disposés, pendant un certain temps, à détenir un volume croissant d'avoirs américains sans bénéficier d'une prime de risque substantielle. Le moins que l'on puisse dire c'est que cela ne sera pas chose aisée.

Le risque principal est celui d'un ajustement brutal et désordonné — une chute soudaine de la demande d'avoirs américains entraînant une forte diminution de leur valeur et de celle du dollar, de même qu'une forte poussée des taux d'intérêt aux États-Unis. L'effet de cet ajustement ne se limiterait pas aux États-Unis : il se ferait sentir chez les exportateurs qui desservent les marchés américains et chez les emprunteurs des pays à marché émergent qui souffriraient de la montée des taux. Cet ajustement annoncerait une période de grave instabilité pour les marchés financiers et pour l'économie mondiale.

À ce risque s'ajoute un autre, qui n'est pas formulé de manière explicite dans les questions de cet après-midi, mais sur lequel nous devons toutefois porter notre attention. En l'absence d'une réaction internationale concertée aux déséquilibres mondiaux, ce n'est pas uniquement le secteur privé qui risque de réagir de façon fragmentaire et déstabilisatrice mais aussi les gouvernements.

Le FMI est issu des durs enseignements tirés de l'effondrement de l'économie mondiale durant les années trente. Cette sombre décennie nous a montré que les crises économiques et financières, les déséquilibres des balances des paiements et les perturbations de taux de change relevaient de la sphère internationale et que toute tentative d'un pays de trouver une échappatoire nationale plutôt qu'une solution internationale à ses problèmes économiques — ce qu'il est convenu d'appeler l'« égoïsme sacré » —, n'appauvrit pas uniquement ses voisins mais aussi sa propre population. Rien d'étonnant à ce que la dépression de l'Entre-deux guerres ait été à la fois le produit et la cause d'un regain de nationalisme. Nous vivons aujourd'hui dans un monde intégré, nous vivons à l'heure de la mondialisation, mais nous ne sommes pas à l'abri du nationalisme. Que dire en effet de certains débats sur la constitution européenne ou bien encore du discours protectionniste qui s'élève

du Congrès des États-Unis ? Et nous ne pouvons qu'imaginer les pressions que subissent en Chine ceux qui préconisent une vision internationale de la politique économique. Qui plus est, le sentiment d'insécurité que beaucoup de gens ressentent face aux effets de la mondialisation les rend encore plus vulnérables au nationalisme. C'est l'une des raisons pour lesquelles je souhaite axer le travail du FMI sur l'aide aux pays membres pour qu'ils recueillent les fruits de la mondialisation économique et financière tout en en réduisant les risques. Il est donc d'autant plus urgent de s'attaquer aux déséquilibres mondiaux.

S'agissant des mesures que les gouvernements devraient prendre, les recommandations du FMI, auxquelles s'associent d'ailleurs nos pays membres, sont claires. En Europe, les gouvernements doivent se doter de stratégies globales de promotion de la croissance pour faire face au chômage et au vieillissement démographique, en réduisant les rigidités qui pèsent sur les marchés du travail, des produits et des services. Les pays émergents d'Asie doivent assouplir leur régime de change et prendre des mesures pour accroître l'investissement dans certains cas et l'améliorer dans d'autres. Les pays producteurs de pétrole qui jouissent d'un cadre macroéconomique et budgétaire solide peuvent contribuer à réduire les déséquilibres mondiaux en augmentant les dépenses productives dans des secteurs prioritaires. Les États-Unis, quant à eux, doivent réduire leur déficit budgétaire, en prenant — de l'avis général — des mesures de mobilisation des recettes, notamment en élargissant l'assiette fiscale.

Ces grandes orientations sont amplement partagées. Elles ont reçu l'appui du G 7, du G 20, du CMFI et de pratiquement toutes les instances internationales. Comme nos intervenants aujourd'hui, on peut privilégier telle mesure plutôt que telle autre et l'on peut parfois préconiser des mesures complémentaires, mais il existe un consensus sur la nécessité d'agir ensemble. Des progrès — certes modestes — ont récemment été accomplis qui devraient réduire les déséquilibres, mais il reste beaucoup de chemin à parcourir.

Nous avons la chance d'avoir parmi nous aujourd'hui certaines des personnes qui ont enrichi la réflexion sur les déséquilibres mondiaux et qui sont à même de traduire cette réflexion en actes concrets. Kristin Forbes et Agnès Bénassy-Quéré sont des universitaires reconnues par les autorités de leur pays et par leurs pairs pour l'acuité et la profondeur de leur analyse. De plus, il se trouve que Kristin Forbes est la plus jeune économiste à avoir jamais siégé au Comité des conseillers économiques du président des États-Unis. Yi Gang, sous-gouverneur de la Banque populaire de Chine, conseiller éclairé du gouverneur, assume d'importantes responsabilités dans les domaines de la politique monétaire et de la politique de change. Otmar Issing, membre du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, a de ce fait une perspective de l'économie européenne et de l'économie mondiale au service de la pratique.

M. Issing sera notre premier intervenant et je l'invite à ouvrir notre débat.

Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux

Otmar ISSING

Membre du Directoire

Banque centrale européenne

L'expression « déséquilibres mondiaux » fait florès ces derniers temps. Elle couvre un large éventail de phénomènes économiques à l'œuvre à l'échelle de la planète et a été à l'ordre du jour de pratiquement tous les forums internationaux ces dernières années. La plupart des responsables de la politique économique pensent de conserve que les déséquilibres mondiaux constituent aujourd'hui l'un des défis majeurs au niveau international et une menace importante pour la stabilité économique et financière dans le monde. Ils sont peu nombreux, en revanche, à partager une vision précise de ce qui constitue ces déséquilibres. Le phénomène tient en partie aux importants déséquilibres commerciaux avec un pays, les États-Unis, qui enregistre des déficits élevés, et croissants, du compte des transactions courantes, tandis que d'autres, essentiellement les pays asiatiques et les pays exportateurs de pétrole, dégagent des excédents tout aussi élevés. Les déséquilibres proviennent également de la sphère financière, dans la mesure où d'importants flux de capitaux internationaux se sont orientés, et continuent de se diriger, vers les États-Unis afin de permettre à ce pays de financer ses déficits des transactions courantes. L'ampleur de ces déséquilibres a pris des proportions préoccupantes au cours des dernières années, le déficit courant américain, et les flux de capitaux correspondants, atteignant 700 à 800 milliards de dollars en 2005, soit plus de 6 % du PIB américain. Ces facteurs constituent à l'évidence un risque pour la stabilité macroéconomique et financière mondiale, qui doit être surveillé étroitement par les responsables de la politique économique.

Mais comment les autorités compétentes doivent-elles relever ce défi ? Il convient de reconnaître que, si la plupart des responsables partagent de sérieuses

préoccupations quant à la situation actuelle, des divergences substantielles existent entre eux quant aux causes sous-jacentes et aux mesures devant être prises. Globalement, les responsables divergent sur deux points fondamentaux. Le premier point est la question de savoir si les déséquilibres mondiaux actuels résultent de mauvaises politiques macroéconomiques ou s'ils ne sont qu'une conséquence, induite par les marchés, de décisions libres et conscientes des opérateurs de marché face aux fondamentaux économiques.

La question est importante, car elle détermine, ou du moins influence, ce que sera le mécanisme d'ajustement des déséquilibres. Si la structure actuelle des flux commerciaux et de capitaux résulte essentiellement des fondamentaux économiques, il est probable que le mécanisme d'ajustement s'exerce fondamentalement par le biais de variations de prix et de quantités reflétant les décisions et les préférences des opérateurs de marché. Il semble même contradictoire, du point de vue sémantique, de qualifier les flux commerciaux et de capitaux actuels de « déséquilibre » s'ils traduisent principalement les relations sur les marchés. Dans ce cas, les déséquilibres refléteraient plutôt un équilibre induit par les marchés et seraient un résultat parfaitement « équilibré », la politique n'ayant nullement influencé la structure existante des flux mondiaux au titre des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux.

En fait, une large palette de facteurs économiques déterminent le solde des transactions courantes d'un pays. Les évolutions en termes de productivité et de démographie ainsi que la pyramide des âges d'un pays, en plus de préférences temporelles, sont autant de facteurs influençant fortement le solde des transactions courantes d'un pays et susceptibles

NB : Je remercie Marcel Fratzscher pour sa précieuse contribution.

d'entraîner, à terme, d'importantes variations de ses comptes extérieurs. Ces facteurs déterminent donc ce que le solde des transactions courantes naturel, ou « équilibré », d'un pays devrait être. Toutefois, un processus dicté par le marché peut entraîner une « surréaction », c'est-à-dire une situation dans laquelle les prix et quantités en vigueur, l'offre et la demande, ne peuvent se maintenir aux niveaux observés sans accroître le risque de brusques variations des flux commerciaux et financiers. Un point important sur lequel la plupart des observateurs s'accordent est le fait que le déficit courant élevé des États-Unis, et les excédents correspondants enregistrés ailleurs dans le monde, devront, à un certain moment, être réduits fortement, même si le calendrier exact du nécessaire ajustement ne peut être fixé avec certitude. La principale préoccupation, de ce fait, tient à la nature du processus d'ajustement. La crainte existe qu'un ajustement déterminé par les seules forces du marché ne s'opère brusquement et n'exerce des effets néfastes importants sur la croissance économique mondiale et la stabilité financière. La politique peut donc jouer un rôle important de prévention d'une « surréaction » des marchés, ou à tout le moins lui revient-il d'adoucir le processus d'ajustement et de veiller à ce qu'il n'emprunte une voie brutale, dommageable pour l'économie mondiale. La politique ne serait donc pas à l'origine des déséquilibres, mais pourrait jouer un rôle important dans leur résorption.

Si, en revanche, les déséquilibres mondiaux sont dus à de mauvaises politiques macroéconomiques, il semble évident que les agents économiques privés sont susceptibles d'avoir réagi de façon appropriée, selon leurs préférences individuelles, les déséquilibres sur les marchés reflétant strictement les mesures politiques.

Dans les deux cas, que les déséquilibres d'aujourd'hui soient le résultat de phénomènes à l'œuvre sur les marchés ou proviennent essentiellement de décisions politiques, la question fondamentale est de savoir ce que les responsables de la politique économique doivent faire et quelles mesures doivent être prises pour résorber ces déséquilibres mondiaux. La menace que constituent les déséquilibres mondiaux concerne clairement chaque acteur de l'économie globalisée. Toutes les parties prenantes doivent, par conséquent, prendre part à la résolution de ce problème. Les derniers communiqués du G 7 ont tous souligné la responsabilité partagée face aux déséquilibres mondiaux. Les communiqués ont mis en particulier

trois éléments à l'avant-plan : des politiques visant à accroître l'épargne privée et publique aux États-Unis, une plus grande flexibilité des cours de change en Asie et davantage de réformes structurelles en Europe pour une croissance plus forte.

Parmi ces politiques, certaines sont à coup sûr plus importantes que d'autres et les différences d'appréciation entre les responsables de la politique économique, les universitaires et certains autres observateurs ont trait au dosage adéquat de ces politiques et à ce que l'on peut attendre des contributions des diverses démarches politiques en vue d'un règlement ordonné des déséquilibres mondiaux actuels. Il n'existe certainement pas un facteur unique expliquant les déséquilibres existants ou y apportant une solution, et un ensemble de politiques doivent être appliquées, mais il importe cependant de comprendre quels canaux comptent plus que d'autres.

Cet article a donc pour objectif d'évaluer l'importance relative de ces politiques, en prenant en compte en particulier les éléments fournis par les études analytiques. Cet article passe en revue les facteurs à l'œuvre ainsi que les mécanismes d'ajustement. Il s'appuie volontairement sur une large gamme de considérations et adopte une perspective de long terme, n'analysant pas seulement les évolutions de ces trois dernières années, mais étudiant également les tendances lourdes en termes de déséquilibres mondiaux au cours de la décennie écoulée.

I | Quelques caractéristiques des déséquilibres des comptes courants

Le compte de transactions courantes des États-Unis est le principal élément des déséquilibres mondiaux des flux commerciaux et de capitaux. Il a enregistré un déficit de quelque 5,7 % du PIB en 2004, qui devrait atteindre 700 à 800 milliards de dollars en 2005, soit au moins 6 % du PIB. Le graphique 1 présente une ventilation géographique des contreparties du déficit courant américain depuis 1990. La première caractéristique intéressante est la forte dégradation du déficit courant des États-Unis, qui était presque nul en 1991 et s'est creusé de manière pratiquement continue pour atteindre un nouveau record en 2005.

Un deuxième élément important à noter est que les contreparties du déficit courant américain étaient, initialement, surtout des pays asiatiques. Le Japon, la Chine et certains pays asiatiques émergents ont enregistré de substantiels surplus de leur compte courant depuis la crise asiatique de 1997-1998. Ces surplus ont atteint près de 400 milliards de dollars en 2005. Plus récemment, dans un environnement marqué par la hausse des cours du pétrole, les pays producteurs de pétrole sont également devenus exportateurs nets et devraient comptabiliser des excédents courants de quelque 350 milliards de dollars en 2005. Enfin, la zone euro a, quant à elle, le plus souvent enregistré un léger surplus courant ces quinze dernières années, ce qui correspond parfaitement au fait que la zone euro est l'une des économies les plus riches et les plus productives du monde, dont la structure démographique requiert une épargne nette à moyen terme. Il convient, par conséquent, de signaler que la zone euro n'a pas réellement contribué à l'accumulation des déséquilibres actuels sur les vingt dernières années (cf. graphique 1).

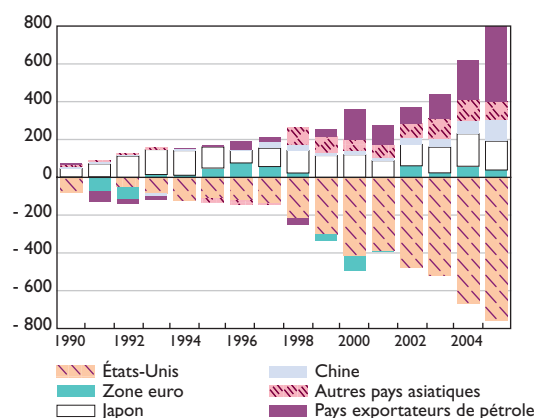
Les contreparties des déséquilibres des comptes courants dans le monde sont les flux de capitaux

sur les comptes financiers des balances de paiements. Ce n'est pas seulement l'ampleur des déséquilibres courants qui importe, mais aussi la façon dont ils sont financés. Le graphique 2 montre, pour la période comprise entre 1990 et 2004, la composition des flux nets à destination des États-Unis qui ont permis à ce pays de financer le déficit de son compte de transactions courantes. Le fait marquant de ces flux de financement est qu'ils ont été, ces dernières années, largement dominés par des placements à revenu fixe, c'est-à-dire des investissements de portefeuille en obligations. Ces entrées nettes considérables sous la forme de titres de créance reflètent largement l'accumulation de réserves par les banques centrales étrangères, évoquée plus loin dans cet article. De plus, il est intéressant de noter que les États-Unis ont été un exportateur net d'IDE (investissements directs à l'étranger) et même d'investissements en actions.

Les parties suivantes analysent successivement le rôle des politiques macroéconomiques aux États-Unis et la portée de la « surabondance » d'épargne mondiale, l'importance des politiques de change en Asie et les réformes structurelles en Europe.

Graphique 1 Soldes courants de certaines économies

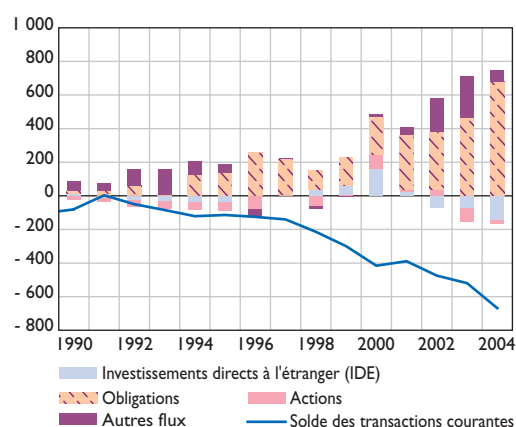
(en milliards de dollars)



Source : Bureau américain d'analyse économique (BEA) et calculs de la BCE

Graphique 2 Financement du compte courant américain (ventilation par instruments)

(en milliards de dollars)



Source : BRI

2| Le rôle des politiques macroéconomiques

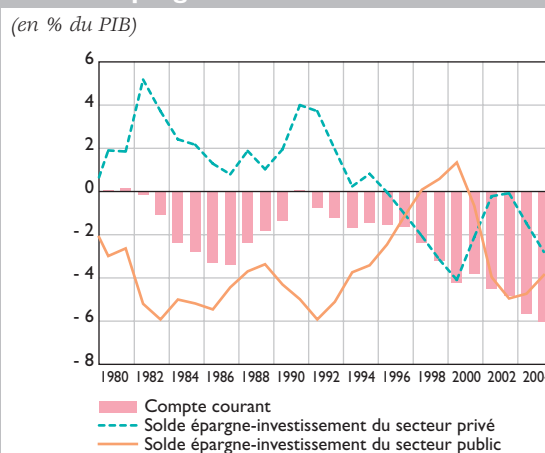
Plusieurs politiques macroéconomiques ont joué un rôle crucial dans l'accumulation, au niveau mondial, des déséquilibres financiers et des comptes courants au cours des dernières décennies.

2|1 Les déséquilibres épargne-investissement dans les secteurs privé et public et la productivité

L'excédent ou le déficit du compte courant d'un pays est, par définition, la différence entre l'épargne et les investissements des secteurs et des entreprises publics et privés. Un élément important de toute analyse des déséquilibres mondiaux est donc de savoir si des variations sensibles des composantes sous-jacentes du ratio épargne-investissement peuvent être observées et de s'interroger sur les facteurs à l'origine de ces évolutions.

Le graphique 3 montre qu'un élément frappant des évolutions macroéconomiques aux États-Unis ces vingt-cinq dernières années a été le recul plus ou moins constant du solde épargne-investissement dans le *secteur privé*. Plus précisément, si l'investissement privé américain s'est maintenu autour de 15 à 20 % du PIB, en suivant les évolutions du cycle économique, l'épargne privée nette s'est réduite de façon significative, revenant d'environ 8 % du PIB au début des années quatre-vingt à moins de 2 % en 2005¹. Alors que le solde épargne-investissement privé tend généralement à s'améliorer en période de récession, il est demeuré négatif lors du ralentissement conjoncturel observé entre 2001 et 2003. Le déséquilibre épargne-investissement privé aux États-Unis explique donc l'aggravation presque constante, jusqu'à plus de 6 % du PIB en 2005, du déficit du compte courant ces quinze dernières années. En volume, les États-Unis sont devenus de loin le plus grand débiteur net du monde, l'encours net de ses engagements vis-à-vis du reste du monde s'établissant entre 20 et 25 % du PIB américain.

Graphique 3 États-Unis : compte courant et solde épargne-investissement



Note : Les données pour 2005 sont des projections.

Sources : BEA, Perspectives économique mondiale du FMI ; calculs de la BCE

Pourquoi l'épargne privée américaine s'est-elle contractée si fortement, pour revenir à un niveau aussi bas, au cours de la décennie écoulée ? On distingue, en principe, deux corpus d'explications. Le premier se fonde sur l'argument selon lequel ce recul est un « phénomène d'équilibre », qui s'explique par des perspectives durablement positives pour l'économie américaine, dont il ressort que les décisions du secteur privé entraînant un déficit élevé du compte courant peuvent être parfaitement rationnelles. Selon la seconde série d'arguments, cette contraction serait essentiellement liée aux décisions politiques. Par conséquent, le phénomène observé actuellement d'une faible épargne en termes nets ne serait que temporaire et devrait être inversé à moyen ou à long terme grâce à de nouvelles orientations politiques.

Il existe, à l'appui du premier argument, plusieurs indications selon lesquelles les évolutions structurelles de l'économie américaine dans les années quatre-vingt-dix seraient, en partie, à l'origine des hausses des déficits courants conformes aux fondamentaux de l'économie américaine. Une étude de la BCE (Bussière, Fratzscher et Müller, 2004) a conclu que le déficit courant structurel que les États-Unis peuvent s'autoriser en termes de solvabilité (c'est-à-dire soutenable à moyen terme et pouvant être financé grâce à une hausse du revenu permanent) est plus important que pour la plupart des autres

¹ La définition de l'épargne nette retenue ici exclut la consommation de capital fixe.

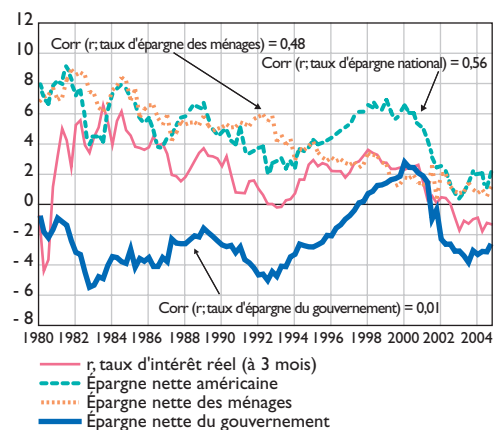
économies développées. En particulier, d'un point de vue intertemporel, une hausse temporaire du déficit courant peut être justifiée si un pays enregistre une croissance supérieure à celle de ses principaux partenaires commerciaux. Un choc positif de la productivité, spécifique à un pays, augmente le revenu permanent des ménages et des entreprises, et induit une augmentation immédiate de la consommation privée et une baisse de l'épargne. L'accroissement de la productivité entraîne une hausse du rendement des investissements, qui attirent à leur tour les capitaux étrangers et permettent à un pays dans une telle situation de financer son déficit courant.

Plusieurs travaux universitaires ont montré l'importance de la productivité pour expliquer les évolutions des soldes courants. Il est difficile de dire dans quelle mesure le déficit du compte courant américain peut s'expliquer par l'augmentation de la productivité et l'accélération de la croissance aux États-Unis. Les conclusions empiriques des travaux majeurs conduits par Glick et Rogoff (1995) signalent cependant qu'une hausse de 1 % de la productivité spécifique d'un pays réduit le solde du compte de transactions courantes de 0,15 % du PIB. Globalement, étant donné que la croissance de la productivité est sensiblement plus rapide aux États-Unis que chez nombre de ses partenaires commerciaux, cette élasticité suggère qu'environ un tiers du déficit courant des États-Unis peut s'expliquer par la hausse plus rapide de la production.

Pour les tenants de la seconde explication, les décisions politiques ont pu contribuer au recul de l'épargne américaine et à la hausse, en particulier, de la consommation privée. Ces évolutions peuvent avoir participé, in fine, à l'accumulation des déséquilibres mondiaux actuels. Le graphique 4 propose une comparaison de l'évolution du taux d'épargne net et des taux d'intérêt réels à court terme aux États-Unis. L'évolution des courbes des deux séries est très proche, avec un coefficient de corrélation de 0,56, ce qui suggère que le recul des taux d'épargne au cours de la décennie écoulée peut être lié à la baisse des taux d'intérêt réels, qui sont, par ailleurs, devenus négatifs ces dernières années. Le graphique 4 montre également le taux d'épargne des ménages et le taux d'épargne net des administrations publiques. Le coefficient de corrélation de 0,48 entre l'épargne des ménages et les taux d'intérêt réels entre 1980 et 2004 est élevé, même s'il a été plus bas dans la dernière décennie. Il semble donc bien que la baisse des taux

Graphique 4 États-Unis : taux d'intérêt réel et épargne

(taux d'intérêt en % et épargne en % du PIB)



Note : Les dernières données datent du troisième trimestre 2004.

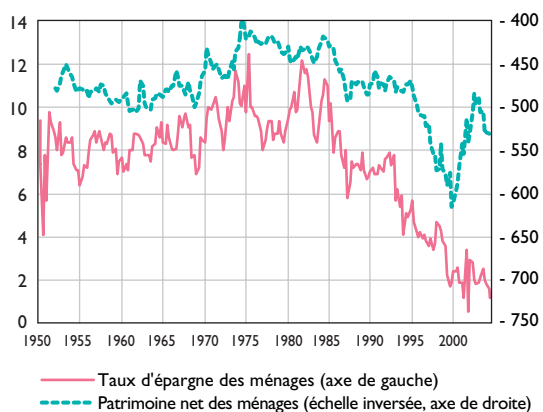
Sources : BEA, BRI ; calculs de la BCE

d'intérêt réels américains peut, du moins partiellement, avoir contribué à la contraction de l'épargne privée, et donc à la hausse du déficit courant américain, même s'il convient de souligner que de nombreux autres facteurs influencent l'évolution de l'épargne privée et qu'il est difficile, en pratique, d'identifier les véritables liens de causalité entre les taux d'intérêt et l'épargne privée. En outre, les répercussions limitées des prix à l'importation sur l'inflation américaine n'ont pas freiné la hausse du déficit courant ces dernières années, malgré la dépréciation du dollar par rapport à plusieurs autres monnaies.

Une possible explication, qui y est étroitement liée, de l'important déficit courant américain a trait aux bulles des prix d'actifs. La fin des années quatre-vingt-dix et le début des années deux mille ont été caractérisés par une envolée sans précédent des marchés boursiers mondiaux, dans le sillage des marchés américains en particulier. La hausse importante des marchés boursiers a entraîné de substantiels effets de richesse, le gonflement du patrimoine des ménages associé aux portefeuilles d'actions contribuant notamment à l'augmentation de la consommation privée et à la diminution de l'épargne. Certains observateurs, à l'instar de Kraay et Ventura (2005), ont émis l'hypothèse que cette évolution a, à son tour, probablement joué un rôle important dans la progression du déficit courant américain au cours de ces années, c'est-à-dire une période pendant laquelle la forte aggravation du déficit commercial américain

Graphique 5 Épargne et patrimoine net des ménages américains

(en % du revenu disponible des ménages)



Note : Les dernières données datent du troisième trimestre 2004.

Source : Global Insight

a totalement résulté de la forte dégradation du déficit épargne-investissement privé. Au cours des dernières années, depuis l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés boursiers en 2000, le marché de l'immobilier résidentiel américain a enregistré de sensibles hausses des prix. Des effets de richesse semblables à ceux du début de l'envolée des cours boursiers ont donc peut-être contribué au faible taux d'épargne privée de ces dernières années.

Le graphique 5 illustre l'étroite corrélation entre le patrimoine net et le taux d'épargne des ménages aux États-Unis. L'évolution marquante est la forte augmentation du patrimoine net des ménages après 1995 (N.B. : l'échelle du patrimoine net des ménages est inversée dans le graphique) conjuguée au net recul de l'épargne des ménages. Même après l'éclatement de la bulle boursière en 2000, le taux d'épargne des ménages s'est à peine redressé, pour diminuer à nouveau, à partir de 2002, dans le contexte de la surchauffe du marché immobilier.

2|2 Le rôle de la politique budgétaire

Un autre facteur, qui peut être essentiel pour comprendre la raison du faible taux d'épargne aux États-Unis, est la politique budgétaire. Ces dernières années, l'attention s'est beaucoup portée sur le rôle de la politique budgétaire américaine en tant que cause et explication de l'augmentation

du déficit courant américain, et plus généralement des déséquilibres mondiaux. Le déficit budgétaire américain s'est élevé à environ 4 % du PIB en 2004, alors que le ratio épargne-investissement privé enregistrait un déficit à hauteur de 1 % du PIB. D'un point de vue purement comptable, le déficit budgétaire américain semble donc être un élément essentiel du déficit courant persistant. Dans une perspective de long terme, toutefois, certains éléments expliquent pourquoi le déficit budgétaire est peut-être moins important que ne le suggère cette vision purement comptable.

Le graphique 3 montre qu'il n'y a généralement pas eu de relation positive entre le compte courant et le solde budgétaire aux États-Unis au cours des vingt-cinq dernières années. En fait, pendant de nombreuses périodes, une relation *négative* a été constatée, comme tout au long des années quatre-vingt et dans la plus grande partie des années quatre-vingt-dix. Le déficit budgétaire américain s'élevait à 5-6 % du PIB au début des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, soit des niveaux supérieurs aux niveaux actuels, alors que le compte des transactions courantes des États-Unis était à peu près à l'équilibre, voire en léger excédent. Les années quatre-vingt-dix sont particulièrement intéressantes dans la mesure où le compte courant américain s'est dégradé continuellement parallèlement à une amélioration notable du solde budgétaire.

Un très large consensus se dégage en effet des études empiriques et dans la littérature universitaire autour de l'idée selon laquelle la relation entre les soldes budgétaires et les soldes de transactions courantes est relativement faible, pour les États-Unis et pour un grand nombre de pays. Le tableau 1 présente les conclusions empiriques de nombreuses études analytiques sur cette question. On peut voir que la plupart des études empiriques révèlent des élasticités entre soldes budgétaires et soldes des transactions courantes d'environ 0-0,3. Dans le cas des États-Unis, cela suggère que le net retournement — de plus de 4 points de pourcentage — du déficit budgétaire, entre 2001 et 2004, a contribué à hauteur de 0 à 1,2 point de pourcentage au déficit du compte courant sur cette période. Le déficit courant s'est en fait détérioré de quelque 2,2 points de pourcentage, passant d'environ 3,8 % en 2000 à quelque 6 % en 2005. L'augmentation du déficit budgétaire a donc pu jouer un rôle dans l'aggravation du déficit

Tableau I : Synthèse des travaux universitaires – Incidence sur le compte courant d’une augmentation d’un point de pourcentage du solde budgétaire

Contributions empiriques		
Étude	Échantillon et méthodologie	Résultat (a)
Summers, 1986	États-Unis, 1950-1985, modèles à une équation	0,25
Bernheim, 1988	États-Unis, Royaume-Uni, Canada et Allemagne, modèles à une équation	0,33 pour les États-Unis
Roubini, 1988	18 pays de l’OCDE, 1961-1985, modèles à une équation	0,14 (Canada) à 0,60 (États-Unis)
Dewald et Ulan, 1990	Comme Roubini (1988) pour les États-Unis	0
Miller et Russek, 1989	États-Unis, données trimestrielles, 1971-1987, MCO et co-intégration	1 ou 0 (selon la méthodologie)
Enders et Lee, 1990	États-Unis, données trimestrielles 1947-1987, VAR	0
Evans, 1990	G7, données trimestrielles et annuelles, 1973-1988 et autres échantillons temporels	0
Normandin, 1994	États-Unis et Canada, données trimestrielles 1970-1993	0-1 pour le Canada, 0 pour les États-Unis
Chinn et Prasad, 2000	18 pays industrialisés, 1971-1995, régressions en panel	0,13 à 0,34 (selon la spécification)
Piersanti, 2000	17 pays de l’OCDE, 1970-1997, MMG	0,16 en moyenne pour les pays du G7, 0,25 pour les États-Unis
Kim et Roubini, 2003	États-Unis, données trimestrielles, 1973-2002, VAR	<0
Bussière, Fratzscher et Müller, 2005	Pays du G7 et de l’OCDE, 1960-2003	0,10 pour le G7, 0,07 pour l’OCDE
Kennedy et Slok, 2005	13 pays de l’OCDE, 1982-2003, régressions en panel	0,08 à 0,33 (selon la spécification)
Contributions théoriques comportant des simulations		
Baxter, 1995	CER	0,5
Kollman, 1998	CER	0
Erceg, Guerrieri et Gust, 2005	MESDG	0,2

(a) en points de %

Source : Bussière, Fratzscher et Müller (2005), tableau A.1

courant américain ces dernières années. Mais le message clé des données disponibles est que la politique budgétaire n’explique qu’une partie limitée du déficit courant actuel.

Pourquoi le lien entre politique budgétaire et solde des transactions courantes a-t-il été, historiquement, si distendu ? Un concept central fréquemment évoqué est celui de *l’équivalence de Ricardo*. Selon ce concept, en principe, une variation du solde budgétaire ne devrait avoir aucune incidence sur le solde des transactions courantes, car elle entraîne un ajustement égal de l’épargne nette du secteur privé. Ainsi, à une augmentation du déficit budgétaire devrait correspondre une hausse équivalente et simultanée de l’épargne privée nette, car les agents économiques, adoptant une perspective intertemporelle, anticipent

le fait que l’accroissement des déficits budgétaires, à un certain moment, entraînera plus tard un relèvement de la fiscalité. De façon empirique, de nombreuses études confirment partiellement la théorie de Ricardo pour le secteur privé, même si la possibilité de reporter la charge fiscale sur les générations futures, les tensions liées notamment aux phénomènes d’habitude et les contraintes de liquidité autorisent des déviations par rapport à l’équivalence ricardienne. Le graphique 3 illustre cette relation négative entre le solde épargne-investissement privé et le déficit budgétaire aux États-Unis, qui ont évolué dans des directions opposées depuis 1980.

Dans l’ensemble, si l’élasticité de 0,3 entre la politique budgétaire et le compte courant se vérifiait aux États-Unis, cela signifierait que 20 % au maximum,

peut-être moins, du déficit courant actuel, de 6 % du PIB, s'expliqueraient par le déficit budgétaire. Il convient évidemment de souligner qu'il s'agit là d'une approximation grossière basée sur l'hypothèse d'une élasticité constante de 0,3, alors que, dans le cas d'une élasticité inférieure, le déficit budgétaire ne justifierait qu'une part encore plus réduite du déficit courant. Il semble toutefois y avoir eu une certaine corrélation positive entre le solde budgétaire américain et le compte courant entre 2001 et 2004, les deux soldes se détériorant de conserve durant cette période. De plus, l'épargne privée nette semble avoir réagi un peu plus faiblement à la forte augmentation du déficit budgétaire au cours de cette période. Toutefois, si l'on peut se livrer à certaines spéculations sur les raisons d'une telle modification², les données ne permettent pas de résoudre la question de savoir si une dissociation importante s'est produite ces dernières années.

En conclusion, les données suggèrent qu'il n'existe qu'une relation limitée entre les soldes budgétaires et le compte courant et, confirmant les réactions partiellement ricardiennes du secteur privé, qu'une relation négative forte associe soldes budgétaires et ratios épargne-investissement privés. Par conséquent, l'assainissement budgétaire est à coup sûr souhaitable à plusieurs égards et peut avoir une incidence à court terme sur la prévention d'une nouvelle aggravation des déséquilibres mondiaux actuels des comptes courants, tout en adressant un signal fort aux marchés de capitaux. Cependant, l'assainissement budgétaire *seul* est probablement insuffisant pour ramener les déséquilibres mondiaux actuels des comptes courants à des niveaux davantage soutenable à moyen et long termes.

2 | 3 Surabondance d'épargne dans le monde ? Interventions sur les marchés des changes

Par définition, les déséquilibres des comptes de transactions courantes comportent deux volets : d'une part, la sphère réelle de l'économie, c'est-à-dire les décisions de consommation et d'investissement, et, d'autre part, la sphère financière, c'est-à-dire le

flux d'investissements « finançant » les déficits des comptes courants. Le débat sur les déséquilibres mondiaux s'est en fait déplacé, quelque peu récemment, pour porter davantage sur l'hypothèse d'une « surabondance d'épargne dans le monde », selon laquelle les déséquilibres des comptes courants ne résulteraient pas nécessairement, pour l'essentiel, d'un excès de consommation et d'investissement des pays déficitaires, mais seraient plutôt la conséquence d'un excès d'épargne dans les pays en surplus (Bernanke, 2005). Les tenants de cette hypothèse proposent donc que les pays en excédent mènent des politiques de renforcement de la capacité d'absorption et d'accroissement des importations afin de réduire leurs surplus.

Cet argument a notamment été avancé dans le cas des importants excédents courants des pays émergents d'Asie. Et, de fait, les données confirment que les économies émergentes d'Asie continuent d'enregistrer des taux d'épargne élevés, très supérieurs à ce qu'ils sont en Europe et en Amérique du Nord. Le graphique 6 montre que le taux d'épargne nationale brut des pays nouvellement industrialisés d'Asie s'est situé autour de 30 à 35 % du PIB depuis 1990. De plus, l'analyse de la situation des pays en voie de développement les plus pauvres d'Asie (cf. graphique 7) indique même une augmentation du taux d'épargne nationale brut à la suite de la crise asiatique de 1997-1998, d'environ 32 % en 1996 à environ 40 % en 2005. L'investissement dans ces pays s'est également redressé après la crise asiatique, dans une mesure bien plus limitée que l'épargne cependant, ce qui s'est traduit par des excédents importants des comptes courants dans les pays émergents d'Asie. La question de savoir si l'investissement est « trop bas » ou l'épargne nationale « excessive » prête bien sûr à débat, mais l'élément essentiel est que l'écart croissant entre épargne et investissement en Asie a entraîné un excédent courant significatif dans la région ces dernières années.

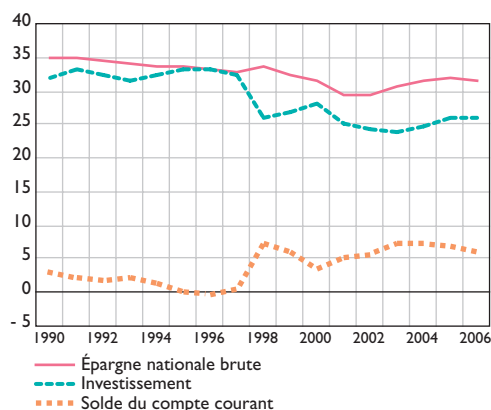
Cela étant, l'hypothèse d'une surabondance de l'épargne comporte une faiblesse fondamentale. Il est en effet difficile de blâmer ces pays de préférer nettement l'épargne et il est encore plus dur de les rendre directement responsables de la consommation et de l'investissement excessifs des pays débiteurs.

² La littérature économique apporte notamment l'explication suivante à une telle modification : le déficit budgétaire américain, dû en grande partie à des réductions de la fiscalité, a pu être partiellement perçu comme une diminution permanente de la fiscalité, tandis que l'ajustement du déficit budgétaire se serait opéré grâce à des diminutions de dépenses publiques non productives. Le rôle potentiel des contraintes de liquidité pour les ménages, qui tendent à amplifier les effets de la politique budgétaire, peut être une explication alternative intéressante et mérite d'être étudié davantage.

Épargne et investissement

Graphique 6 Dans les pays nouvellement industrialisés d'Asie

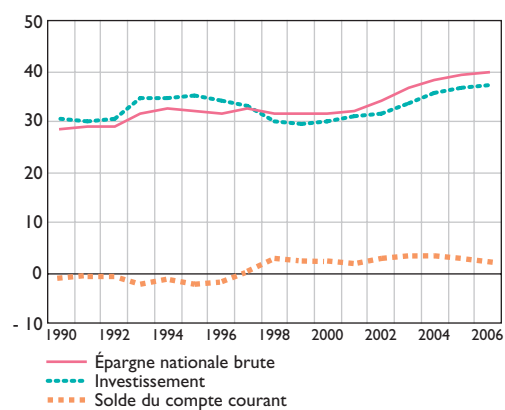
(en % du PIB)



Source : FMI

Graphique 7 Dans les pays en voie de développement d'Asie

(en % du PIB)



Source : FMI

Par définition, un « déséquilibre » du compte courant implique toujours deux parties, l'une qui dégage un excédent d'épargne net et enregistre donc un surplus, l'autre dont la consommation et l'investissement sont excessifs et qui dégage un déficit du compte des transactions courantes. Et si certains pays peuvent choisir d'accumuler des excédents, rien ne contraint automatiquement d'autres pays à consommer ou investir plus qu'ils n'épargnent au sein de leur propre économie. Il existe cependant également plusieurs canaux indirects par lesquels des pays en excédent peuvent influencer les marchés de capitaux et les prix des actifs, et donc contribuer aux déséquilibres des comptes courants.

Un important canal a trait aux interventions sur les marchés des changes. En fait, les banques centrales asiatiques en particulier, tentant de stabiliser les cours de change, sont intervenues massivement sur les marchés des changes et ont accumulé des montants gigantesques d'avoirs de réserve ces dernières années, beaucoup de ces avoirs étant investis en actifs libellés en dollars. À travers ces interventions, les pays asiatiques ont permis aux États-Unis de financer un déficit courant important et croissant à des taux d'intérêt relativement bas. Les données disponibles donnent toutefois à penser que l'influence de ces investissements sur les taux d'intérêt américains a été limitée³.

Par ailleurs, la relation (*ex ante*) entre l'épargne et les niveaux élevés de liquidité mondiale, que nous observons actuellement, demeure une question ouverte. L'hypothèse d'une surabondance d'épargne ignore le fait qu'une part significative de ce qui est mesuré (*ex post*) comme « épargne » est d'abord (*ex ante*) un excès de liquidité.

3| Les politiques de change

Plusieurs communiqués et déclarations ayant ponctué récemment diverses réunions internationales ont souligné la nécessité d'une flexibilité accrue des cours de change en Asie sur la voie de la réduction du déficit courant américain et des surplus asiatiques. En principe, l'appréciation des devises des pays enregistrant des excédents courants par rapport à celles des pays ayant d'importants déficits commerciaux pourrait contribuer à réduire ces déséquilibres.

Le principal argument en faveur de l'appréciation des monnaies asiatiques est le fait que nombre de ces monnaies, le renminbi chinois en particulier, sont nettement sous-évaluées. Une appréciation substantielle de ces monnaies enverrait donc un signal fort selon lequel les gouvernements de toutes les régions sont décidés à réduire les déséquilibres

³ De nombreuses études ont montré que l'incidence de l'épargne considérable des pays asiatiques, qui se traduit par une accumulation massive d'avoirs de réserve par ces pays, a entraîné une diminution des taux à long terme américains d'environ 0,3 à 0,6 % (cf. par exemple, Bernanke, Reinhart et Sack, 2004).

SESSION 3 AJUSTEMENT ET RÉPONSES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

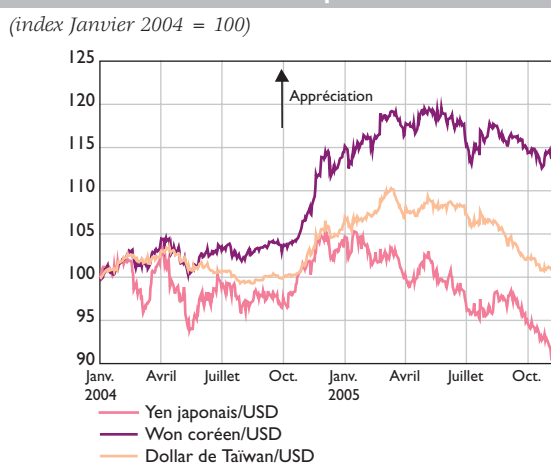
Otmar Issing : « Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux »

mondiaux actuels, grâce à l'adoption de mesures compatibles avec une baisse des surplus courants en Asie et une diminution des déficits aux États-Unis. Une telle orientation réduirait également le risque d'une brusque correction, qui pourrait s'opérer si les marchés n'avaient pas confiance dans la volonté des responsables politiques de traiter la question des déséquilibres mondiaux.

La question centrale est de savoir comment le processus d'ajustements des cours de change, des monnaies asiatiques en particulier, pourra se dérouler dans les années à venir. Il faut tout d'abord noter que des ajustements significatifs des cours de change ont déjà eu lieu ces dernières années. Non seulement l'euro s'est apprécié face au dollar au cours des dernières années, mais plusieurs monnaies asiatiques se sont également renforcées. Le graphique 8 montre que le won sud-coréen, par exemple, s'est apprécié de plus de 15 % par rapport au dollar depuis janvier 2004. Le nouveau dollar taiwanais a également progressé de 7 % en 2004, tandis que le yen japonais est demeuré relativement stable ces dernières années.

Cependant, d'autres monnaies, comme le renminbi chinois et le ringgit malais, sont encadrées par des régimes de change vis-à-vis du dollar beaucoup plus

Graphique 8 Évolutions du cours de change de certaines monnaies asiatiques sélectionnées en 2004



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE

rigides et se sont par conséquent dépréciées fortement en termes effectifs nominaux ces dernières années. La Chine a récemment entrepris certaines réformes de son régime de change, réévaluant le renminbi de 2 % le 21 juillet 2005 et modifiant la structure de ce régime. Bien que cette réforme soit assurément un premier pas dans la bonne direction, il reste à voir si elle permettra, à moyen terme, une réévaluation du renminbi, qui demeure nettement sous-évalué.

Tableau 2 États-Unis – Ventilation des échanges commerciaux et contribution au déficit commercial 1987-2003

(en %)

	1987		2003	
	Part des échanges commerciaux totaux des États-Unis	Part du déficit commercial américain	Part des échanges commerciaux totaux des États-Unis	Part du déficit commercial américain
Zone euro	16,8	12,0	15,0	13,8
Autres pays industrialisés *	9,2	5,1	7,4	3,7
Europe centrale et orientale	1,3	-0,4	1,8	2,3
ALENA	24,6	10,2	31,3	17,3
dont : Canada	19,4	6,8	19,6	10,0
Mexique	5,2	3,4	11,7	7,3
Asie	35,0	63,2	32,6	49,2
dont : Japon	17,2	34,8	8,5	11,9
Chine	1,5	2,0	9,5	23,2
Autres pays asiatiques	16,3	26,4	14,6	14,1
Hémisphère occidental **	5,8	3,5	5,7	3,0
Pays exportateurs de pétrole ***	4,5	6,2	3,8	8,3
Reste du monde	2,8	0,2	2,4	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

* Australie, Danemark, Islande, Nouvelle-Zélande, Norvège, Suède, Suisse et Royaume-Uni

** À l'exclusion du Canada et du Mexique (ALENA) et du Venezuela (pays exportateur de pétrole)

*** Algérie, Iran, Irak, Koweït, Libye, Nigeria, Oman, Qatar, Arabie saoudite, Émirats arabes unis et Venezuela

Source : Direction des Statistiques commerciales, FMI

Le tableau 2 montre quels sont les pays ayant les plus grands déséquilibres du compte courant avec les États-Unis. Il en ressort que la Chine a représenté 23 % du déficit commercial des États-Unis en 2003, la plus large part pour un seul pays, alors que l'Asie dans son ensemble a représenté environ la moitié du déficit total. Toutefois, si la part de la Chine dans le déficit commercial américain a augmenté au cours des quinze dernières années, celle du reste de l'Asie a reculé davantage, ce qui a entraîné une diminution de la part globale de l'Asie, qui est revenue de 63 % en 1987 à 50 % en 2004. La raison de cette évolution est que les pays asiatiques ont de plus en plus sous-traité à la Chine la fabrication de produits manufacturés destinés à l'exportation. Plus de la moitié des exportations totales de la Chine consistent donc aujourd'hui en l'assemblage final de produits à partir de biens intermédiaires importés d'autres pays, principalement asiatiques. Cela explique pourquoi l'excédent commercial croissant de la Chine avec les États-Unis a été partiellement compensé par les déficits commerciaux enregistrés avec d'autres pays d'Asie. Le contenu élevé en importations des exportations chinoises et l'avantage concurrentiel du pays en termes de coûts du travail devraient considérablement réduire l'incidence sur les exportations chinoises de toute appréciation du renminbi, si toutefois les autres pays asiatiques n'adoptent pas la même voie en réévaluant leur monnaie. En fait, au cours de la période 1999-2002, les exportations totales de la Chine ont augmenté de 37 %, malgré une appréciation de 7 % du taux de change réel effectif de sa monnaie.

Il ressort également du tableau 2 que d'autres pays et régions représentent une large part du déficit commercial américain. Le Canada et le Mexique en particulier, qui sont membres de l'ALENA, couvrent 17 % du déficit, contre 14 % pour la zone euro, et ce malgré l'appréciation déjà sensible du dollar canadien et de l'euro par rapport au dollar des États-Unis ces dernières années. Il est important de noter que, si le dollar américain s'est déprécié en termes effectifs ces dernières années, son affaiblissement par rapport à la plupart des monnaies asiatiques est, à de nombreux égards, demeuré relativement modeste. De plus, les répercussions de cette dépréciation du dollar sur les prix intérieurs aux États-Unis ont été très contenues, n'entraînant que des tensions limitées sur les prix des biens de remplacement importés sur les marchés américains et une amélioration de la balance commerciale.

Dans l'ensemble, les travaux universitaires (par exemple, Blanchard, Giavazzi et Sa, 2005) suggèrent qu'une correction effective plus forte du cours de change du dollar américain peut être nécessaire, en particulier par rapport aux monnaies des pays avec lesquels les États-Unis ont un déficit commercial important, afin de contribuer à réduire de façon substantielle le déficit commercial américain. D'un point de vue politique, l'inquiétude tient au fait qu'un ajustement du cours de change, s'il ne s'accompagne pas d'autres mesures, devrait être extrêmement important. Blanchard, Giavazzi et Sa (2005) estiment, par exemple, que le dollar devrait se déprécier, en termes effectifs, de 40 à 90 %, toutes choses égales par ailleurs, pour ramener le déficit courant américain à des niveaux soutenables à long terme.

De la même manière, Edwards (2005) apporte un éclairage complémentaire sur les déséquilibres mondiaux des comptes courants à travers l'analyse de ce que pourrait être le processus de correction aux États-Unis. Analysant certains épisodes passés d'ajustement du compte courant, Edwards soutient que même une réduction modérée de la préférence des investisseurs internationaux pour les actifs américains pourrait entraîner une forte correction, de l'ordre de 3 à 6 %, du déficit des transactions courantes en quelques années, en provoquant une dépréciation effective réelle de 27 à 30 % du dollar. Selon Edwards, cela pourrait également avoir pour effet un fort ralentissement de la croissance économique américaine et mondiale.

Enfin, même si les ajustements des seuls cours de change des monnaies des pays émergents seraient probablement insuffisants pour résoudre les déséquilibres mondiaux actuels, il convient de noter que la question des substantiels excédents courants enregistrés par de nombreuses économies asiatiques constitue un facteur important devant être traité. Étant donné la vigueur de leur croissance économique et leur potentiel de rattrapage des économies plus avancées, ces économies sont des pays de déficits courants « naturels », ainsi que la tendance le montrait jusqu'à l'éclatement de la crise asiatique en 1997-1998. Par conséquent, l'examen des faits montre globalement qu'une faible appréciation des monnaies asiatiques entraînerait une dépréciation limitée du cours de change effectif du dollar américain et aurait une incidence modeste sur les déséquilibres des comptes courants. La question d'un ajustement des cours de change en Asie n'en est pas

moins pertinente, particulièrement en Chine, dans la mesure où un important signal serait ainsi adressé aux marchés financiers quant à la volonté politique en faveur d'une correction progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux.

4| Les politiques structurelles

Les réformes structurelles en Europe sont une priorité pour les responsables politiques européens, car elles sont cruciales en vue de renforcer la croissance et d'améliorer la capacité de résistance de l'économie européenne. Il est également avancé que les réformes structurelles, en Europe et au Japon en particulier, sont susceptibles de jouer un rôle important dans le dénouement des déséquilibres mondiaux actuels. Cet argument se fonde sur le fait que les réformes structurelles devraient permettre une accélération de la croissance réelle et potentielle ainsi qu'une augmentation de la demande, susceptibles d'avoir une incidence négative sur le compte courant des pays adoptant ces réformes, comme l'Europe et le Japon, tout en entraînant une amélioration des soldes courants des autres pays, tels les États-Unis. Il est à noter que la relation entre réformes structurelles et soldes du compte de transactions courantes repose sur trois facteurs principaux : la nature des réformes, leur échéance et le fait de savoir si les réformes affecteront essentiellement les services concurrentiels ou non concurrentiels.

S'agissant des deux premiers facteurs, l'OCDE, dans une étude récente⁴, estime que les réformes des marchés financiers et de produits causeraient une détérioration du compte courant à moyen terme, alors que les réformes des marchés du travail pourraient avoir un effet opposé. L'étude de l'OCDE avance en particulier que les réformes des marchés du travail influent essentiellement sur l'offre effective de travail, réduisant ainsi les salaires et les prix à moyen terme tout en améliorant la rentabilité des capitaux nationaux à long terme. Ce type de réforme structurelle tendrait donc à améliorer les comptes courants à court et moyen termes plutôt qu'à les détériorer sous l'effet du renforcement de la compétitivité des secteurs concurrentiels. À l'inverse, les réformes des marchés de produits devraient accroître l'élasticité-revenu de la demande d'importations, ce qui

ira dans le sens d'une dégradation du compte courant, du moins à moyen terme, avant que les mécanismes de stabilisation n'entrent progressivement en action. Enfin, les réformes des marchés financiers tendent à stimuler les entrées de capitaux étrangers, affaiblissant ainsi également le compte courant. L'équilibre peut être restauré si les entrées de capitaux permettent une amélioration de la productivité, et donc de la compétitivité à long terme.

En outre, dans une étude récente importante, Obstfeld et Rogoff (2004) font valoir qu'une hausse de la productivité chez les partenaires commerciaux des États-Unis ne contribuerait à l'ajustement du déficit courant américain que si elle survenait essentiellement dans les secteurs non concurrentiels. Toutefois, si les réformes structurelles entraînent une nette hausse de la productivité dans les secteurs concurrentiels, les soldes courants peuvent s'améliorer, car les exportations deviennent davantage compétitives et les importations plus chères. Du point de vue politique, cela implique que les réformes structurelles en Europe et au Japon ne contribueront à une réduction du déficit commercial américain que si, en termes relatifs, la productivité augmente dans les secteurs concurrentiels aux États-Unis et dans les secteurs non concurrentiels dans la zone euro et au Japon.

L'argument selon lequel les réformes structurelles en Europe pourraient jouer un rôle significatif dans la réduction des déséquilibres mondiaux souffre, en outre, d'un défaut plus fondamental encore. Le compte courant de la plupart des pays européens, et de la zone euro en particulier, est en effet à l'équilibre, voire en léger excédent, ce qui correspond parfaitement aux fondamentaux économiques de l'Europe, à savoir une économie relativement riche et vieillissante. De nouvelles réformes structurelles dans la zone euro sont donc souhaitables, en tant que telles, puisqu'elles influenceront favorablement la croissance et la capacité de résistance de l'économie européenne. Cependant, affirmer que la zone euro devrait avoir un important déficit courant ne correspond pas à la réalité économique et passe à côté de la question des facteurs expliquant véritablement les déséquilibres mondiaux actuels. Il n'en reste pas moins qu'une croissance plus forte en Europe pourrait, globalement, se traduire par un solde légèrement négatif du compte courant européen

⁴ Cf. OCDE (2004), "Structural policy reforms and external imbalances"

et donc contribuer, du moins partiellement, à la résolution des déséquilibres mondiaux, même si, une nouvelle fois, il ne faut pas surestimer l'ampleur de cette contribution.

5| Les indications pour le probable processus d'ajustement

Quels contours le processus d'ajustement des déséquilibres mondiaux est-il susceptible de revêtir à moyen terme ? Dans cet article, il est signalé que la compréhension des facteurs expliquant les déséquilibres mondiaux actuels est importante en vue d'évaluer de quelle manière le probable mécanisme d'ajustement s'opérera dans les années à venir. Un seul facteur ne peut certainement pas expliquer l'ensemble des déséquilibres ni permettre de les résoudre, et un ensemble de mesures doivent être mises en œuvre, mais il importe néanmoins de pouvoir distinguer les canaux majeurs des autres, moins importants. Bien que la politique budgétaire américaine ait aggravé le déficit du compte courant des États-Unis depuis 2001, un large consensus se dégage des études empiriques selon lequel elle n'a, selon toute vraisemblance, contribué que partiellement à l'accumulation du déficit courant au cours de la décennie écoulée. L'assainissement budgétaire est crucial pour la stabilité économique et un environnement propice à la croissance économique, mais les ajustements budgétaires seuls ne contribueront selon toute probabilité – en raison en partie de leur incidence limitée et en partie de leur manque de flexibilité – que partiellement à une réduction des déséquilibres des comptes courants au cours des prochaines années. L'assainissement budgétaire aux États-Unis n'en reste pas moins un élément important de tout processus d'ajustement harmonieux.

Les données empiriques signalent que les déséquilibres mondiaux actuels proviennent principalement de déséquilibres fondamentaux des *taux d'épargne privée* dans le monde. Le net recul de l'épargne privée aux États-Unis a été le

principal facteur à la base de l'aggravation soutenue du déficit courant américain ces quinze dernières années. La persistance de taux d'intérêt réels bas, les effets de richesse liés à la bulle boursière des années quatre-vingt-dix et, plus récemment, l'explosion des prix de l'immobilier résidentiel ont probablement joué un rôle crucial dans ce déclin de l'épargne privée aux États-Unis. De plus, les taux d'épargne privée en Asie sont restés élevés – voire ont augmenté dans certains cas – depuis la crise financière de 1997-1998. Un tel niveau d'épargne peut, en partie du moins, résulter d'un manque d'intermédiation financière, mais il aide également à comprendre les déséquilibres des comptes courants actuels dans le monde. Par conséquent, les politiques économiques qui contribuent, en particulier, à relever le taux d'épargne privée dans les pays ayant un déficit du compte courant et, dans une certaine mesure, les politiques qui contribuent à réduire l'épargne privée et à augmenter l'investissement dans les pays dont le compte courant est en excédent seront cruciales pour la résorption des déséquilibres mondiaux.

En ce qui concerne les réformes structurelles dans les pays européens et au Japon, elles peuvent contribuer à favoriser la croissance et la résilience et sont de l'intérêt même de ces différents pays. Cependant, elles n'auront probablement qu'une incidence limitée à moyen terme sur les déséquilibres courants, notamment parce que le compte courant de la zone euro reflète actuellement ses fondamentaux à long terme.

Enfin, cet article postule également que la politique de change menée en Asie a contribué aux déséquilibres mondiaux, même s'il convient de ne pas surestimer l'importance de ce facteur. Le dollar des États-Unis s'est déjà déprécié ces dernières années sans grandes conséquences sur les déséquilibres mondiaux. Les études empiriques signalent très largement qu'une baisse de la valeur du dollar devrait être très forte pour entraîner un ajustement significatif des déséquilibres courants dans le monde. Une telle correction pourrait avoir des répercussions extrêmement négatives sur la croissance mondiale et la stabilité du système financier mondial. Il revient aux responsables politiques d'éviter un tel scénario dans les années à venir.

SESSION 3 AJUSTEMENT ET RÉPONSES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Otmar Issing : « Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux »

Globalement, la question des déséquilibres mondiaux est le défi essentiel qui se pose de nos jours aux responsables politiques à l'échelle de la planète. Comme cet article tente de le montrer, la question est extrêmement complexe. De nombreux acteurs et plusieurs politiques macroéconomiques sont impliqués à des degrés divers. Toutefois, les responsables politiques sont aujourd'hui convaincus que les déséquilibres actuels ne sont pas soutenables et ont atteint des proportions préoccupantes, et qu'il convient donc de les éliminer grâce à des mesures décisives. Plus ces déséquilibres continuent de s'accumuler, plus le risque d'un brusque ajustement grandit et plus les coûts de l'ajustement seront élevés pour l'économie mondiale.

Bibliographie

Bernanke (B.) (2005)

"The Global saving glut and the US current account deficit", Homer Jones Lecture, St Louis, Missouri, avril

Blanchard (O.), Giavazzi (F.) et Sa (F.) (2005)

"The US current account and the dollar", MIT, Mimeo, janvier

Bussière (M.), Fratzscher (M.) et Müller (G.) (2004)

"Current account dynamics in OECD and EU acceding countries – An intertemporal approach", Document de travail de la BCE, n° 311, février

Bussière (M.), Fratzscher (M.) et Müller (G.) (2005)

"Productivity shocks, budget deficits and the current account", Document de travail de la BCE, n° 509, août

Chinn (M. D.) et Prasad (E. S.) (2003)

"Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration", Journal of International Economics, n° 59 (1), p. 47-76

Enders (W.) et Bong-Soo (L.) (1990)

"Current account and budget deficits: Twins or distant cousins?", Review of Economics and Statistics, n° 72 (3), p. 373-381

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005)

"Expansionary fiscal shocks and the current account", International Finance Discussion Papers, n° 825, Washington : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve

Glick (R.) et Rogoff (K.) (1995)

"Global versus country-specific productivity shocks and the current account", Journal of Monetary Economics, n° 35, p. 159-192

Kennedy (M.) et Slok (T.) (2005)

"Structural policy reforms and external imbalances", Document de travail du département économique, n° 415, OCDE

Kim (K.) et Roubini (N.) (2003)

"Twin deficits or twin divergence? Fiscal policy, current account and real exchange rate in the US", NYU Stern, Mimeo

Kraay (A.) et Ventura (J.) (2005)

"International risk sharing with demand shocks", Mimeo, Banque mondiale, janvier

Normandin (M.) (1999)

"Budget deficit persistence and the twin deficits hypothesis", Journal of International Economics, n° 49, p. 171-194

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2004)

"The unsustainable US current account position revisited", NBER, Working Paper, octobre 2004

Perotti (R.) (1999)

"Fiscal policy in good times and bad", Quarterly Journal of Economics, n° 114 (4), p. 1399-1436

Piersanti (G.) (2000)

"Current account dynamics and expected future budget deficits: Some international evidence", Journal of International Money and Finance, n° 19, p. 255-271

Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ

Directeur adjoint

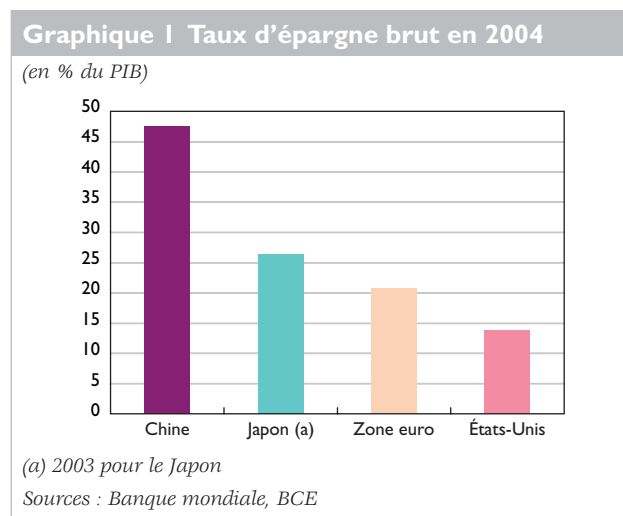
CEPII

Le papier d'Otmar Issing passe en revue les différentes sources de déséquilibres mondiaux et essaie d'évaluer leur importance relative. Il fait valoir que près d'un tiers du déficit courant américain peut être attribué à une croissance plus importante de la productivité aux États-Unis. Cependant, la diminution du taux d'épargne américain est également liée à la faiblesse des taux d'intérêt réels et aux bulles de prix d'actifs, bien qu'il soit difficile d'évaluer la contribution de ces facteurs. En revanche, le papier tend à minimiser l'incidence de la politique budgétaire, qui semble être à l'origine d'au plus 20 % du déficit courant. En ce qui concerne l'hypothèse de la « surabondance d'épargne », Otmar Issing affirme qu'il n'est pas possible de dissocier le manque d'épargne des États-Unis de l'excès d'épargne du reste du monde. Il semble plus judicieux d'observer les politiques macroéconomiques conduites en dehors des États-Unis, notamment les interventions sur les marchés des changes en Asie. Sur cette question, Otmar Issing a tendance à relativiser le rôle des devises asiatiques dans les déséquilibres mondiaux actuels. En effet, quelques ajustements importants ont déjà eu lieu (par exemple, le won), mais une réévaluation du renminbi est peu probable, étant donné l'intégration régionale très forte des différentes économies. Enfin, bien que des politiques structurelles soient nécessaires en soi au sein de l'Union européenne (UE), leur incidence sur les comptes courants serait ambiguë : l'UE est donc relativement démunie pour réduire les déséquilibres mondiaux. En conclusion, s'il incombait au dollar de supporter la charge de l'ajustement, la dépréciation devrait être très importante et entraînerait des conséquences très négatives sur la croissance mondiale et la stabilité du système financier mondial. Par conséquent, des mesures s'imposent pour corriger les déséquilibres épargne – investissement dans chaque pays, bien que l'étude ne précise pas lesquelles.

Je partage pour l'essentiel l'analyse d'Otmar Issing sur ces questions et je vais m'efforcer d'approfondir certains points et de fournir quelques ordres de grandeurs.

L'hypothèse de la surabondance d'épargne

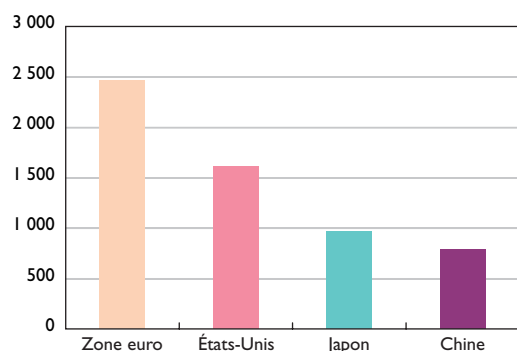
Selon cette hypothèse, la surabondance d'épargne constatée dans différents endroits du monde constitue une des causes essentielles du déficit courant américain : si la dépense des pays asiatiques est inférieure à leur revenu, une dépense supplémentaire est nécessaire pour équilibrer les marchés des biens, et celle-ci provient des États-Unis. Par conséquent, une diminution de l'épargne asiatique contribuerait à réduire le déficit américain, d'autant plus que l'Asie représente une part importante de ce déficit (49 % selon l'étude). Comme il est difficile d'affirmer que l'investissement est trop faible en Asie, notamment en Chine, l'ajustement devrait donc se faire du côté de l'épargne. En effet, le taux d'épargne brute est beaucoup plus élevé en Chine qu'aux États-Unis et même qu'au Japon et dans la zone euro, comme le montre le graphique 1¹. Les causes de ce phénomène ne sont pas entièrement connues, mais l'absence d'un secteur bancaire efficace et d'un régime de protection sociale constitue probablement un facteur important. Par conséquent, la restructuration du système bancaire ainsi que le réaménagement et l'amélioration des systèmes de sécurité sociale pourraient avoir une incidence considérable sur le taux d'épargne.



¹ Le chiffre chinois a été révisé à la baisse, début 2006, en raison de la révision à la hausse du PIB : il reste cependant supérieur à 40 % du PIB.

Graphique 2 Épargne brute en 2004

(en milliards de dollars)



Sources : Banque mondiale, BCE, calculs de l'auteur

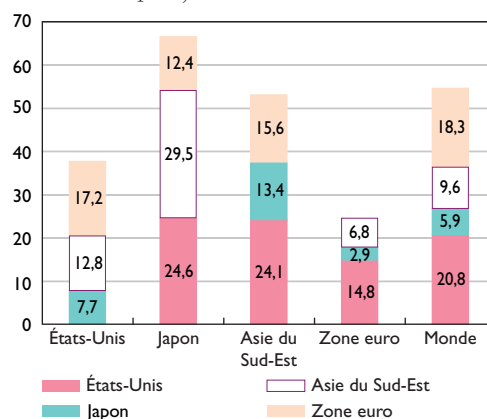
Il convient cependant de nuancer l'analyse dans la mesure où le PIB chinois est encore sept fois inférieur, en dollars courants, à celui des États-Unis : l'épargne brute chinoise est donc beaucoup plus faible que l'épargne américaine (cf. graphique 2). En d'autres termes, pour diminuer l'épargne mondiale de 1 % du PIB américain, le taux d'épargne chinois devrait baisser de 7 points de pourcentage. Pour supprimer le déficit courant américain (6 % du PIB américain), le taux d'épargne chinois devrait diminuer de $6 \times 7 = 42$ points de pourcentage, ce qui le ramènerait au niveau improbable de 0 %.

Qui va tirer la croissance mondiale ?

Une bonne raison pour laquelle le gouvernement américain s'abstient de prendre des mesures relatives au taux d'épargne domestique réside dans l'effet potentiel de telles mesures sur la demande mondiale : toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de ce taux signifierait une baisse de la demande américaine, et donc un fléchissement des exportations des partenaires commerciaux. C'est l'autre façon de formuler l'hypothèse de la surabondance d'épargne : à moins que les taux d'épargne diminuent partout ailleurs dans le monde, la croissance mondiale fléchirait si l'épargne américaine progressait. Comme nous l'avons vu précédemment, la Chine ne peut compenser à elle seule cet effet négatif sur la demande mondiale puisqu'il faudrait une baisse du taux d'épargne chinois de 7 points de pourcentage pour compenser une augmentation de 1 point de pourcentage du taux d'épargne américain.

Graphique 3 Part dans le total des exports, en corrigeant pour le commerce intra-zone

(en % du total des exports)



Source : CEPII - Chelem

Cependant, ce premier calcul est trompeur car il suppose implicitement des taux d'ouverture comparables en Chine et aux États-Unis. En fait, l'économie chinoise est beaucoup plus ouverte que celle des États-Unis. Par conséquent, une variation de 1 % de la demande devrait avoir plus d'effet sur les importations chinoises que sur celles des États-Unis. Il est vrai qu'une partie de l'ouverture chinoise découle de la division intra-régionale du travail : il est donc plus approprié de considérer l'Asie du Sud-Est (hors Japon) comme un bloc. La part des États-Unis, du Japon, de l'Asie du Sud-Est et de la zone euro dans les exportations de chaque zone et dans les exportations mondiales est représentée graphique 3, en excluant le commerce intra-régional. La dernière barre montre que le marché américain absorbe encore 20,8 % des exportations mondiales, tandis que l'Asie du Sud-Est ne constitue un débouché que pour 9,6 % de celles-ci. Cette dernière est donc actuellement un moteur plus faible que les États-Unis pour la croissance mondiale : pour que les exportations mondiales restent au même niveau, la croissance du PIB en Asie du Sud-Est devrait augmenter de 2 points de pourcentage afin de compenser une diminution de 1 point de pourcentage de la croissance du PIB américain.

Le système de change chinois

L'étude minimise à juste titre le rôle du régime de taux de change chinois en tant que facteur direct du déficit courant américain. Cela tient au fait

que la zone asiatique doit être considérée dans son ensemble : la Chine effectue essentiellement l'assemblage final des produits. Cela signifie qu'une appréciation du renminbi réduirait le coût des biens intermédiaires, qui représentent l'essentiel de la valeur finale des biens produits en Chine pour le marché mondial ; en outre, les pays voisins pourraient envisager de délocaliser cette phase d'assemblage dans un autre pays de la région, tout en continuant à cibler le marché américain.

De nombreux experts estiment que, dans la mesure où l'Asie représente la plus grande part du déficit américain, cette région devrait supporter l'essentiel de l'ajustement de taux de change. Cependant, cette approche bilatérale des ajustements de taux de change bilatéraux est incorrecte. Supposons que la Chine enregistre un excédent bilatéral de 110 milliards de dollars avec les États-Unis mais un déficit de 50 milliards de dollars avec l'Asie du Sud-Est (hors Chine et Japon), tandis que l'Asie du Sud-Est enregistre un excédent de 70 milliards de dollars avec les États-Unis. Supposons par ailleurs que le déficit total des États-Unis est de 180 milliards de dollars. La Chine représente donc 60 % du déficit américain et l'Asie du Sud-Est les 40 % restants. D'après l'optique bilatérale centrée sur le déficit américain,

le renminbi devrait s'apprécier de 50 % de plus que les monnaies d'Asie du Sud-Est : il devrait donc s'apprécier par rapport à ces monnaies, ce qui est incohérent eu égard au déficit bilatéral de la Chine vis-à-vis de l'Asie du Sud-Est.

Afin d'éviter cet épineux problème, il est nécessaire de tenir compte de l'ensemble des soldes extérieurs, c'est-à-dire dans notre exemple : - 180 pour les États-Unis, + 60 pour la Chine et + 120 pour l'Asie du Sud-Est. Les monnaies de celle-ci doivent donc s'apprécier deux fois plus que le renminbi par rapport au dollar, et le renminbi doit *se déprécier* par rapport aux monnaies de l'Asie du Sud-Est, contrairement à l'approche bilatérale précédente.

Tableau I Balance commerciale des États-Unis, de la Chine et du monde en 2002

(en milliards de dollars)

	États-Unis	Chine	Monde
États-Unis	0	- 110,1	- 581,8
Chine	110,1	0	118,5
Asie du Sud-Est	71,5	46,6	67,3
Canada	92,3	-9,9	39,9
Japon	64,2	- 1,1	113,0
Mexique	56,6	- 6,2	36,9
Zone euro	66,6	- 39,4	115,6

Source : CEPII - Chelem

Le tableau I ci-dessus présente les balances commerciales totales ainsi que les balances commerciales bilatérales d'un certain nombre de pays avec les États-Unis et la Chine. La dernière colonne montre que, dans les faits, l'excédent total de l'Asie du Sud-Est est plus faible que celui de la Chine, ce qui justifie une dépréciation des monnaies de l'Asie du Sud-Est par rapport au renminbi. Cependant, il convient de tenir compte de l'important excédent bilatéral de l'Asie du Sud-Est avec la Chine pour calculer le mésalignement du renminbi par rapport au dollar : un tel déséquilibre réduit le montant duquel le renminbi doit s'apprécier par rapport au dollar. De la même manière, la zone euro représente une part importante du déficit américain, mais il faut tenir compte de l'important déficit de la zone euro avec la Chine pour calculer la sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar : il réduit l'ampleur de l'appréciation nécessaire de l'euro par rapport au dollar. En revanche, la sous-évaluation des monnaies d'Asie du Sud-Est par rapport au dollar est plus importante que ne l'indique le seul excédent bilatéral avec les États-Unis. Dans l'ensemble, la mondialisation tend à réduire la signification des déséquilibres bilatéraux par rapport aux déséquilibres multilatéraux.

Kristin FORBES

Professeur

MIT-Sloan School of Management

« La seule certitude, c'est que rien n'est certain » disait Pline l'Ancien. Je doute qu'au 1^{er} siècle après J.C. Pline se soit soucié des déséquilibres mondiaux, mais cette maxime s'applique parfaitement au débat actuel sur ce sujet. Malgré de nombreux travaux universitaires, débats et conférences consacrés aux déséquilibres mondiaux, d'importants désaccords subsistent sur leurs causes fondamentales et leur évolution probable. L'intervention de M. Issing a brillamment passé en revue les aspects essentiels de cette question complexe qui comporte de multiples facettes en prenant en compte, en particulier, les travaux les plus récents sur le sujet.

Je commencerai par résumer très brièvement l'intervention de M. Issing, pour développer ensuite quatre points principaux :

- ce que je considère comme la conclusion la plus importante de l'article ;
- comment intégrer les explications apparemment divergentes des déséquilibres mondiaux ;
- pourquoi il convient d'effectuer des estimations supplémentaires de l'incidence de différents types de mesures sur les déséquilibres mondiaux ;
- quelles autres mesures non abordées dans l'intervention on peut envisager pour résoudre ces problèmes.

L'intervention de M. Issing commence par un résumé succinct des récentes évolutions à l'origine des déséquilibres mondiaux. Il analyse ensuite, de façon plus approfondie, le rôle des différentes politiques macroéconomiques dans l'apparition de ces déséquilibres et celui qu'elles pourraient jouer à l'avenir dans leur résorption. Plus spécifiquement, son intervention met l'accent sur le rôle des déséquilibres épargne-investissement, la croissance de la productivité, la politique budgétaire, l'excédent d'épargne mondiale, les interventions sur les marchés de change, les politiques de change et les réformes structurelles. Selon les conclusions de M. Issing, les déséquilibres fondamentaux entre les taux d'épargne dans le monde constituent une cause essentielle des déséquilibres mondiaux, bien que d'autres facteurs aient également

joué un rôle non négligeable à cet égard. L'intervention se conclut par une brève discussion du processus probable d'ajustement, soulignant la nécessité de prendre des mesures décisives pour remédier à ces déséquilibres ; en effet, plus ils continueront de s'accumuler, plus le risque d'un ajustement brutal se renforcera et plus les coûts de cet ajustement seront élevés pour l'économie mondiale.

J'aborderai en premier lieu ce que je considère comme principale conclusion de l'intervention de M. Issing. Selon lui, les déséquilibres mondiaux constituent, de toute évidence, une menace pour tous les acteurs de l'économie mondiale, de sorte *que toutes les parties concernées doivent contribuer à la résolution du problème*. Les déséquilibres mondiaux actuels résultent d'un certain nombre de facteurs qui relient toutes les grandes régions du monde. Les gouvernements de toutes les régions doivent assumer leurs responsabilités et prendre les mesures qui s'imposent. Il est certes beaucoup plus facile pour les autorités nationales d'imputer les déséquilibres actuels aux autres économies et d'inciter leurs homologues à agir, tout en se dérochant à leurs propres responsabilités. Les gouvernements des grands pays peuvent même argumenter cette approche en mettant l'accent sur les causes des déséquilibres mondiaux situées hors de leurs frontières. Cette approche « dénonciatrice » n'est toutefois pas propice à la création d'un environnement au sein duquel les différents pays prendraient les mesures nécessaires à la réduction des déséquilibres mondiaux.

Bien qu'elle ait soulevé ce point essentiel, la contribution de M. Issing verse néanmoins dans ce que l'on pourrait qualifier de nouvelle forme de « biais national ». Elle consacre cinq pages et demie à l'épargne et à l'investissement aux États-Unis, contre seulement une page et demie à l'« excédent d'épargne mondiale » (c'est-à-dire les problèmes relatifs à l'épargne et à l'investissement dans le reste du monde). De même, M. Issing ne consacre qu'une seule page au rôle de l'Europe, principalement pour affirmer que la mise en œuvre de réformes structurelles en Europe n'aurait guère d'incidence sur la réduction des déséquilibres mondiaux, impliquant dès lors que l'Europe n'a qu'un rôle minime à jouer

dans tout ajustement. Cette stratégie consistant à suggérer que les mesures doivent être prises par d'autres pays est en contradiction directe avec le point essentiel mis en lumière par M. Issing dans d'autres parties de son intervention, à savoir la nécessité, pour toutes les grandes régions du monde, de prendre leurs responsabilités et d'agir.

En deuxième lieu, je soulignerai que des explications apparemment différentes des déséquilibres mondiaux ne sont pas nécessairement contradictoires, et que relier ces théories pour constituer un cadre unique et cohérent peut procurer des enseignements utiles pour tout processus d'ajustement. Selon M. Issing, la nature exacte de ces déséquilibres ne fait pas l'objet d'un consensus. Il s'attache également à mettre en évidence les deux aspects, réel et financier, des déséquilibres mondiaux. Dans cette optique, il est possible d'appliquer l'identité comptable suivante à la balance des paiements de chacun des pays :

$$\begin{aligned} & \text{Comptes de transactions courantes} \\ & = - \text{Compte de capital} + \Delta \text{Réserves} \\ & = \text{Épargne} - \text{Investissement} \end{aligned}$$

Les différentes explications des déséquilibres mondiaux s'attachent chacune à une partie de l'identité. Par exemple, certains responsables mettent l'accent sur les facteurs à l'origine du déficit élevé du compte de transactions courantes enregistré aux États-Unis (tels que la vigueur de la croissance du PIB américain) alors que d'autres s'intéressent surtout aux sources de l'important excédent du compte de capital des États-Unis (notamment la forte croissance de la productivité aux États-Unis) ou aux causes du déséquilibre épargne/investissement (notamment l'important déficit budgétaire américain). Même si ces explications peuvent sembler très différentes, elles sont toutes étroitement liées. Tout ajustement portant sur une partie de l'équation doit être équilibré par des ajustements sur les autres parties.

Ce cadre d'analyse est particulièrement utile quand on évalue différentes propositions visant à réduire les déséquilibres mondiaux. Analyser comment une mesure qui semble porter sur une partie de l'équation se répercuterait sur les autres fera rapidement apparaître que tout ajustement doit comporter de nombreuses facettes et a des implications sur plus d'une région du monde. Par exemple, si les États-Unis se conformaient à la proposition largement répandue qui prône un accroissement de l'épargne

globale (*via* une diminution du déficit budgétaire et/ou une augmentation de l'épargne privée), cela impliquerait une réduction du déficit du compte de transactions courantes et de l'excédent du compte de capital. La réduction du déficit du compte de transactions courantes prendrait très probablement la forme d'une diminution des exportations d'autres pays à destination des États-Unis. L'accroissement de l'épargne totale se traduirait probablement aussi par une baisse des taux d'intérêt, de sorte que les autres pays réduiraient leurs achats d'actifs américains. Par conséquent, même une mesure d'ajustement axée sur les États-Unis aurait d'importantes répercussions sur les échanges et les mouvements de capitaux mondiaux.

Ma troisième remarque porte sur les estimations relatives aux effets des différentes mesures sur les déséquilibres mondiaux. M. Issing a effectué un remarquable travail de compilation des estimations tirées d'une série d'études réalisées au cours des vingt dernières années sur la manière dont une amélioration de la situation budgétaire des États-Unis influencerait sur le déficit du compte de transactions courantes de ce pays. C'est, de loin, la meilleure synthèse de ces éléments empiriques qu'il m'a été donné de voir. En résumé, selon M. Issing, une amélioration de 1 % du solde budgétaire des États-Unis réduirait le déficit du compte de transactions courantes de 0 % à 0,3 %.

Toutefois, après cette analyse très détaillée de l'incidence d'une diminution du déficit budgétaire des États-Unis sur le déficit du compte de transactions courantes, M. Issing ne s'est guère attardé sur l'ampleur des répercussions d'autres mesures d'ajustement sur les déséquilibres mondiaux. Certes, beaucoup d'autres politiques n'ont pas été analysées de façon aussi approfondie, mais plusieurs études récentes fournissent d'utiles estimations. Ainsi, selon le FMI (2005), une augmentation de 0,5 % de la croissance annuelle du PIB en volume au Japon ou dans les grands pays de la zone euro entraînerait une diminution du déficit américain des comptes courants d'environ 0,2 % du PIB au bout de trois ans. Cline (2005) estime qu'une accélération de 1 % de la croissance à l'étranger réduirait le déficit du compte de transactions courantes des États-Unis de 0,4 % du PIB au bout de trois ans. Selon les estimations d'*Interindustry Economic Research* (2005), une dépréciation de 25 % du dollar contre toutes les monnaies asiatiques réduirait le déficit

courant des États-Unis de 0,5 % du PIB en cinq ans. Selon cette même étude, une dépréciation de 25 % du dollar contre l'ensemble des devises réduirait le déficit courant des États-Unis de 1,6 % du PIB sur la même période.

Il n'est pas nécessaire que le déficit courant des États-Unis soit ramené à zéro pour atteindre l'équilibre, et la plupart des observateurs estiment qu'il faudrait qu'il revienne autour de 2 % à 3 % du PIB pour stabiliser les ratios américains de dette extérieure¹. Les résultats empiriques cités plus haut indiquent clairement qu'aucune mesure isolée ne permettrait, à elle seule, de ramener le déficit courant américain à un niveau soutenable. Par conséquent, comme M. Issing l'indique clairement, il convient d'appliquer tout un ensemble de mesures. La prise en compte d'estimations empiriques de l'incidence de mesures de réduction du déficit budgétaire américain sur les déséquilibres mondiaux vient renforcer ce point essentiel. Cela confirme également la remarque précédente, à savoir la nécessité de stratégies concertées de toutes les régions du monde pour réduire en douceur les déséquilibres mondiaux.

Enfin, il serait utile d'aller au-delà des prescriptions habituelles en matière de réduction des déséquilibres mondiaux discutées par le G 7, le FMI et dans la contribution de M. Issing et d'y ajouter d'autres propositions. Par exemple, reprenant l'argumentation traditionnelle, Rodrigo de Rato, le directeur général du FMI, a récapitulé les mesures habituellement préconisées : assainissement budgétaire à moyen terme aux États-Unis, réformes structurelles en Europe et au Japon pour stimuler la croissance économique et transformer les économies de ces pays en nouveaux centres de l'expansion mondiale et renforcement de la flexibilité des changes en Chine et dans l'Asie émergente². Comme indiqué précédemment, toutefois, il serait nécessaire que ces trois régions procèdent à des ajustements substantiels (et politiquement improbables) pour ramener les déséquilibres mondiaux à un niveau soutenable. Par conséquent, il convient de réfléchir à d'autres options permettant de réduire les déséquilibres.

Une recommandation consiste à prendre des mesures pour accroître l'investissement sur les marchés émergents. Selon certaines analyses récentes, l'excédent d'épargne mondiale est lié, pour un grande

part, à la diminution des investissements sur les marchés émergents (plutôt qu'à une augmentation de l'épargne). Faire en sorte d'améliorer le climat d'investissement et soutenir l'investissement sur les marchés émergents — notamment renforcer la gouvernance d'entreprise, simplifier la réglementation relative à la création d'entreprises, réduire les obstacles à l'investissement et améliorer les infrastructures —, sont autant de mesures susceptibles de contribuer à accroître l'investissement et donc à réduire l'écart épargne-investissement. L'effet d'une augmentation de l'investissement dans les économies émergentes sur les déséquilibres mondiaux pourrait être considérable. Par exemple, selon des travaux du FMI (2005), accroître le ratio investissement/PIB de 5 % supplémentaires sur les grands marchés émergents d'Asie de l'Est (Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande) réduirait le déficit américain des opérations courantes d'environ 0,75 % du PIB au bout de trois ans. Même si une augmentation de 5 % du ratio peut sembler importante, elle ne compenserait que la moitié environ du recul de l'investissement dans ces pays depuis 1996. De plus, une hausse du ratio investissement/PIB de 5 % dans les économies productrices de pétrole réduirait également le déficit du compte de transactions courantes des États-Unis d'environ 0,75 % du PIB.

Pour réduire les déséquilibres mondiaux, il a également été préconisé d'accroître l'épargne privée aux États-Unis. Bien que difficile à mettre en œuvre, une augmentation de l'épargne privée pourrait avoir une incidence significative. Par exemple, selon des travaux du FMI datant de 2005, une hausse permanente de 1 % du PIB du taux d'épargne national brut des États-Unis réduirait le déficit courant des États-Unis à hauteur d'environ 0,5 % du PIB au bout de trois ans. Le débat actuel relatif à la réforme fiscale aux États-Unis fournit une excellente occasion de réformer le code des impôts en vue de favoriser l'épargne privée.

Enfin, il est préconisé d'accroître la consommation privée en Asie. Cela présente également quelques difficultés, mais les autorités pourraient prendre un certain nombre de mesures concrètes. Par exemple, étoffer les dispositifs sociaux (en particulier par la mise en place de services de santé, de systèmes de retraite et d'indemnisation du chômage) contribuerait à réduire la nécessité pour les ménages

¹ Pour une discussion de ce calcul, cf. Forbes (2005).

² Remarques de Rodrigo de Rato, "Sustaining global growth and stability – The role of the IMF" à l'Université de Georgetown, Washington D.C. le 6 avril 2005.

de se constituer une épargne de précaution. Laisser s'apprécier les taux de change sous-évalués réduirait le prix des importations, ce qui serait susceptible d'accroître la consommation. La libéralisation du secteur financier, et en particulier le renforcement de la collaboration avec des institutions étrangères qui ont développé des produits financiers plus avancés, pourrait conférer aux particuliers davantage de flexibilité pour soutenir la consommation. Je ne

recommanderais certes pas aux économies asiatiques d'accroître la consommation jusqu'à atteindre le niveau prévalant actuellement aux États-Unis, mais soutenir la consommation intérieure contribuerait non seulement à réduire en douceur les déséquilibres mondiaux, mais élément peut-être encore plus important, cela favoriserait une croissance plus équilibrée et réduirait les vulnérabilités aux évolutions de la demande extérieure.

Pour conclure, je citerai l'ancien président du Council of Economic Advisers, Herbert Stein, selon lequel un phénomène qui n'est pas soutenable ne dure jamais éternellement. Rudiger Dornbusch, économiste au MIT, a ajouté à cette réflexion un commentaire un peu moins connu, prévenant ses étudiants qu'un phénomène non soutenable peut durer beaucoup plus longtemps que prévu mais que, une fois arrivé à terme, il peut cesser beaucoup plus vite qu'on ne s'y attendrait. Faute d'ajustements dans de brefs délais, le dénouement des déséquilibres mondiaux sera probablement beaucoup plus rapide que prévu. Dès lors, il faut espérer que les responsables politiques seront réceptifs aux principaux enseignements de la contribution de M. Issing. Le moment est venu d'agir et toutes les grandes régions du monde devraient s'y employer. À défaut, le dénouement des déséquilibres mondiaux actuels risque non seulement d'intervenir plus rapidement que prévu, mais il prendrait probablement un caractère plus chaotique et comporterait des coûts d'ajustement plus élevés pour l'économie mondiale.

Bibliographie

Cline (W. R.) (2005)

"The United States as a debtor nation" Washington, DC: Institute for International Economics and Center for Global Development

Fonds monétaire intertional (2005)

"World Economic Outlook", Washington DC, septembre

Forbes (K. J.) (2005)

"Comment on 'The unsustainable current account revisited' by Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff."

"In G-7 current account imbalances: Sustainability and adjustment", Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, à paraître

Interindustry Economic Research Fund, Inc. (2004)

"The trade and economic impacts of US currency valuation: A global modeling analysis." Article présenté au Department of Commerce, International Trade Administration

YI Gang**Sous-gouverneur***Banque populaire de Chine*

C'est un honneur pour moi de participer à cette remarquable conférence. J'aimerais remercier les organisateurs de m'avoir invité et je remercie, en particulier, les nombreux collègues qui, tout au long de cette conférence, ont adressé à la Chine de précieuses remarques et suggestions.

Fondamentalement, je suis d'accord avec les vues exprimées par Otmar Issing dans sa contribution. Il existe deux façons de considérer ces déséquilibres : l'une optimiste et l'autre pessimiste. Premièrement, si, comme l'indique M. Issing, la situation actuelle de déséquilibre est fondamentalement liée au jeu des forces du marché, la plus grande prudence s'impose pour tenter d'y remédier. Les déséquilibres actuels ne sont probablement soutenables que jusqu'à un certain point. Deuxièmement, il faut que le processus d'ajustement s'amorce dès maintenant. Troisièmement, le processus d'ajustement devrait être progressif, tant en ce qui concerne le taux d'épargne américain que les déficits jumeaux des États-Unis et le niveau élevé du taux d'épargne en Chine, etc.

Et tous ces ajustements ne seront pas tâche aisée. En termes de déséquilibres commerciaux, la situation actuelle résulte à l'évidence de la mondialisation et de la division internationale du travail. Certes, la Chine enregistre un excédent commercial. Toutefois, à l'exception de cette année, cet excédent est demeuré d'assez faible ampleur (moins de 2,5 % du PIB). En 2004, l'excédent du compte de transactions courantes de la Chine, tant en termes de montant que de part du total, s'est établi au cinquième rang mondial, juste après celui du Japon, de l'Allemagne, de la Russie et de l'Arabie Saoudite. La Chine enregistre un déficit commercial vis-à-vis du Japon, de la Corée et des pays de l'ASEAN et un excédent commercial vis-à-vis des États-Unis et de l'Europe, ce qui reflète clairement les effets de la division internationale du travail et de la mondialisation. De plus, il ressort de l'analyse de la composition des exportations de la Chine que plus de 50 % des exportations sont le fait de multinationales et d'entreprises à capitaux étrangers. La plupart de ces investisseurs sont nos principaux partenaires commerciaux ; le recours au protectionnisme n'est pas une solution. Le conflit commercial actuel,

qui concerne notamment le textile, ne porte que sur moins de 1 % des exportations chinoises. Par conséquent, je pense que nous devrions examiner les structures fondamentales et les raisons de ces déséquilibres actuels, qui sont bien plus profondes que beaucoup ne le pensaient.

Il convient également de s'intéresser à la politique de change de la Chine. La plupart des observateurs estiment que ce sujet revêt une très grande importance. Je suis d'accord avec ce point de vue. Le 21 juillet 2005, la Chine a cessé de référencer le renminbi au dollar des États-Unis et mis en œuvre un régime de flottage administré avec rattachement à un panier de monnaies. De nombreux observateurs s'attendaient à une appréciation du renminbi supérieure à 2 %. Il a enregistré une hausse de 2 % en juillet et a encore augmenté un peu depuis lors. En fait, le régime de change est plus important que le niveau du taux de change. Je pense que si l'on considère la récente vigueur du dollar des États-Unis et le niveau du renminbi contre un panier de monnaies, l'ajustement réalisé est certainement bien supérieur. Le taux de change devrait, au bout du compte, être fixé par le marché.

En réalité, les forces de marché sont à l'œuvre depuis le 1^{er} janvier 1994, date à laquelle la Chine a unifié son système de change. Selon les observateurs, cette mesure aurait provoqué une importante dépréciation du renminbi. En réalité, cela n'a pas été le cas. Jusqu'en 1993, la Chine avait un double système de change avec un taux de change officiel et un taux de marché. En 1993, le taux officiel du renminbi contre dollar était de 5,8 mais il ne concernait que 15 % des transactions. Le reste des transactions (85 %) s'effectuait au taux de marché. Le taux de marché du renminbi a atteint 8,5, 9, 10 et même 11 RMB/USD en 1993. Ensuite, de 1994 à 1996 environ, le renminbi s'est apprécié de 5 % contre dollar, puis il été rattaché au dollar lors du déclenchement de la crise asiatique.

Après ce rappel historique, permettez-moi de dire que nous sommes bien conscients que le taux de change devrait être déterminé par le marché. Étant donné les gains de productivité, la forte

croissance du PIB et la montée en puissance de la Chine dans le commerce international, chacun semble anticiper une poursuite de l'appréciation du renminbi. Mais je voudrais souligner que sur le long terme, il convient également de tenir compte des faiblesses de l'économie chinoise, notamment du problème des créances douteuses, du déficit public de sécurité sociale etc... Tous ces problèmes doivent être intégrés dans une analyse de la tendance à long terme du renminbi. Comme on a pu le constater dernièrement, les marchés ont réagi très calmement à la réforme du régime de change et les marchés à terme non livrables de Hong Kong et Singapour (NDF) ont convergé pour revenir de 4 000 à un niveau d'actuellement 2 500 environ. Par conséquent, les marchés continuent d'anticiper une légère appréciation du renminbi mais une convergence a été observée s'agissant de l'ampleur probable de ce mouvement. De plus, en raison du relèvement progressif des taux d'intérêt récemment amorcé aux États-Unis, il existe actuellement un écart de taux d'intérêt entre la Chine et les États-Unis. Le taux des fonds fédéraux s'établit actuellement à 4 % et le taux correspondant pour le renminbi est de 1,2 %.

Le processus d'ajustement va assurément se poursuivre, mais il sera progressif. La Chine est un pays en développement et elle a indiscutablement un rôle à jouer pour remédier aux déséquilibres auxquels nous devons tous faire face. S'agissant de la politique macroéconomique interne de la Chine,

l'accent est mis sur la demande intérieure plutôt que sur la demande extérieure, priorité étant donnée à la consommation, en particulier la consommation de services. Une attention croissante est accordée au développement des zones rurales plutôt qu'aux centres urbains en termes d'infrastructures éducatives, de santé et autres infrastructures (électricité, routes et distribution d'eau). Nos objectifs sont effectivement d'opérer un ajustement en ce sens, d'orienter nos efforts sur la demande intérieure et non d'enregistrer un excédent commercial. Nous voulons également faire respecter de façon plus rigoureuse le droit de la propriété intellectuelle et mettre en œuvre des normes plus strictes sur le marché du travail. En outre, nous allons essayer de mettre en place une assurance maladie pour les travailleurs ainsi que d'autres prestations. Nous nous efforcerons également de renforcer l'environnement de marché. De plus, nous allons nous attacher à la protection de l'environnement et lui consacrer d'importants efforts. Vous avez pu noter que dans le cadre du onzième plan quinquennal chinois, figure l'objectif de réduction de 20 % environ, d'ici à 2010, de la consommation d'énergie par unité de PIB, ce qui est considérable. Cela signifie que l'élasticité de la consommation d'énergie par rapport au PIB devrait revenir de 1,6 actuellement à 0,4. Je suis personnellement optimiste en ce qui concerne le processus d'ajustement. Je suis convaincu que si nous unissons nos efforts, nous parviendrons très probablement à un atterrissage en douceur et à une convergence.

