

Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ

Directeur adjoint

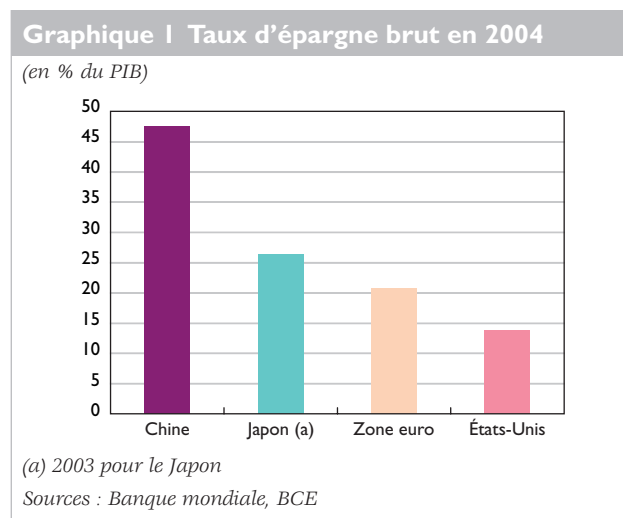
CEPII

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

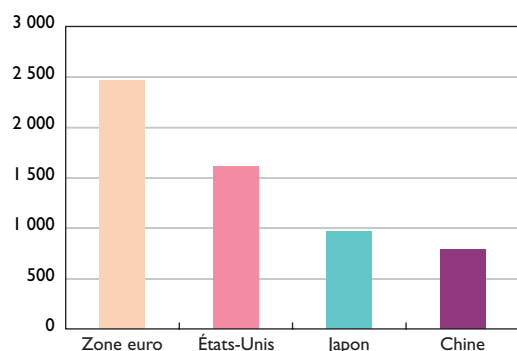
Selon cette hypothèse, la surabondance d'épargne constatée dans différents endroits du monde constitue une des causes essentielles du déficit courant américain : si la dépense des pays asiatiques est inférieure à leur revenu, une dépense supplémentaire est nécessaire pour équilibrer les marchés des biens, 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

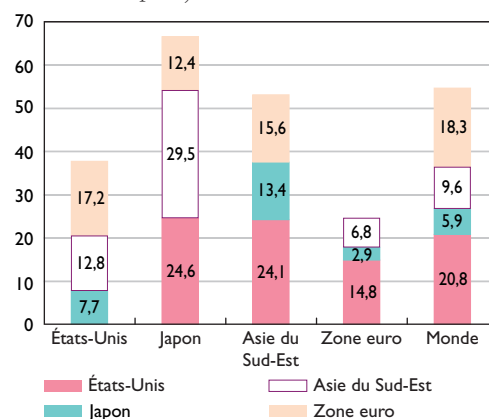
Il convient cependant de nuancer l'analyse dans la mesure où le PIB chinois est encore sept fois inférieur, en dollars courants, à celui des États-Unis : l'épargne brute chinoise est donc beaucoup plus faible que l'épargne américaine (cf. graphique 2). En d'autres termes, pour diminuer l'épargne mondiale 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.

