

Vienne, les 18-19 Janvier 2006

Séminaire Euro50Group

## Quelques réflexions sur les déséquilibres mondiaux

par

**Jacques de LAROSIERE,**  
*Membre de l'Institut*

Les déséquilibres financiers mondiaux peuvent être résumés ainsi :

1. une forte croissance aux Etats-Unis associée à des déficits courants considérables ;
2. une croissance économique modeste en Europe -du fait notamment de l'insuffisance des réformes structurelles nécessaires- ainsi qu'un équilibre de la balance des paiements courants ;
3. une expansion économique spectaculaire en Asie associée à des excédents courants massifs et à une accumulation croissante de réserves internationales.

o0o

Le tableau suivant résume les déséquilibres courants tels qu'ils caractérisent quelques-unes des principales zones économiques :

Milliards de US dollars	2004	2005 (estimations)	2006 (prévisions)
USA	- 668	- 759	- 805
Euro-zone	+ 46	+ 23	+ 18
Japon	+ 172	+ 153	+ 140
Asia (émergente) (dont Chine)	+ 93 (+ 68)	+ 109 (+ 115)	+ 113 (+ 121)
Moyen-Orient	+ 102	+ 217	+ 272
Russie	+ 60	+ 101	+ 119

Source : IMF, World Economic Outlook, September 2005.

o0o

J'évoquerai, ci-dessous, quelques idées sur les causes de cette situation très contrastée ainsi que sur la manière de l'améliorer.

o0o

## I. Une forte croissance aux Etats-Unis associée à des déficits courants considérables :

1. Il existe une tendance chez certains économistes et plus largement dans le cercle des décideurs américains de considérer que les déficits de la balance des paiements courants des Etats-Unis sont une conséquence de facteurs externes et n'ont donc pas à être corrigés par les autorités américaines. Puisqu'il y a, selon leur conception des choses, un excès d'épargne (« global savings glut ») dans le reste du monde, c'est aux autres pays à s'adapter.

Dans la même veine, certains sont tentés de dire : « tant que la croissance de la productivité est saine et robuste, tant que l'inflation est contenue, et tant que le PIB des Etats-Unis croît en ligne avec son potentiel (autour de 3,5 %), il n'y a pas à se préoccuper. Toute action restrictive qui serait entreprise par les Etats-Unis ne ferait (toutes choses étant égales par ailleurs) que réduire la croissance et pénaliser non seulement les Etats-Unis mais aussi les autres pays qui tirent profit du fort dynamisme de la demande interne aux Etats-Unis ».

Et ils ajoutent que si les Etats-Unis continuent d'attirer -principalement sous la forme d'achats par des non-résidents de bons du Trésor américains- les capitaux nécessaires pour financer leur déficit courant (autour de 6 % du PIB), c'est parce que les investisseurs étrangers sont désireux de le faire en raison de la bonne performance de l'économie américaine et des avoirs libellés en dollars.

2. Certes, le déficit courant des Etats-Unis résulte en partie d'une croissance de la demande interne plus rapide aux Etats-Unis que dans la zone Euro, qu'au Japon et que dans nombre de pays émergents. Mais il est vrai aussi que les causes des déséquilibres externes américains sont dues, dans une large mesure, à des facteurs négatifs internes.

- Le déficit budgétaire des Etats-Unis en est une illustration. Le déséquilibre des finances publiques (general government) se situe autour de - 4 % par an en termes de PIB depuis 2002<sup>1</sup>.

Etant donné le déclin spectaculaire de l'épargne des ménages, ces déficits publics ne font qu'aggraver le problème de la balance des paiements courants. Il serait donc souhaitable que le gouvernement des Etats-Unis entreprenne de réduire ses déficits publics.

- Mais le facteur essentiel résulte de l'insuffisance de l'épargne des ménages aux Etats-Unis.

Le fait que cette épargne soit maintenant négative tient à des causes internes :

- une politique monétaire conduisant à la création d'une forte liquidité et à des taux d'intérêts faibles ;
- l'inflation des prix des actifs avec les effets-richeesse qui lui sont associés ;

---

<sup>1</sup> Contre une moyenne de 2,7 % dans la zone euro.

- la capacité qu'ont les ménages américains à s'endetter et à « extraire du cash » de leurs plus-values immobilières latentes en utilisant leur propriété comme collatéral et en recourant à la renégociation systématique de leurs emprunts hypothécaires;
- D'autre part, la notion que les investisseurs étrangers sont « attirés » par des rendements plus élevés aux Etats-Unis que ceux qu'ils peuvent espérer dans le reste du monde, est une idée fautive. Des études récentes montrent que les investissements américains à l'étranger, depuis une quinzaine d'années, ont eu des rendements significativement plus élevés que ceux dont ont bénéficié les étrangers détenant des avoirs aux Etats-Unis.<sup>2</sup>
- On soutient parfois que le déficit commercial croissant des Etats-Unis en termes de marchandises est en voie d'être compensé en partie par les excédents de services (en raison des dépenses importantes réalisées par les Etats-Unis en matière de recherche et développement ainsi que de la performance des entreprises en matière d'innovation). Mais ceci n'est pas le cas. L'excédent américain de services décroît sensiblement et se situe aujourd'hui à un niveau très modeste si on le compare au déficit de marchandises (l'excédent des services ne représente plus que 0,5 % du PIB)<sup>3</sup>.
- Enfin, il n'est pas sûr qu'une augmentation significative de la demande interne au Japon, en Europe et dans les économies asiatiques se traduirait nécessairement par un rééquilibrage de la balance commerciale des Etats-Unis. En effet, la production industrielle manufacturière des Etats-Unis s'est montrée très rigide depuis le milieu des années 90 et n'a guère réagi aux accroissements de la demande interne. Comment réagirait-elle à des accroissements de la demande interne à l'étranger (si l'on écarte des mouvements extrêmes de taux de change qui auraient eux-mêmes des répercussions négatives sur l'économie mondiale) ? La réponse n'est pas évidente. Une croissance de la demande intérieure en Chine, par exemple, pourrait bien se traduire par une augmentation de la production chinoise et non par des importations en provenance des Etats-Unis si l'on prend en compte les surcapacités et le bas-coûts de l'économie chinoise.

## **II. Une croissance économique modeste en Europe -du fait notamment de l'insuffisance des réformes structurelles nécessaires- ainsi qu'un équilibre de la balance des paiements courants :**

1. Il faut observer, en premier lieu, qu'il n'existe pas d'excès d'épargne en Europe contrairement à ce qu'expriment certaines déclarations erronées.

Le compte courant de la zone euro est globalement équilibré : selon les statistiques de la BCE, de 2000 à 2004, l'excédent cumulé sur ces cinq années s'est élevé à 13 milliards d'euros seulement (soit 2,6 milliards par an en moyenne).

---

<sup>2</sup> Voir : Philip Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti : "Examining Global Imbalances" (Vienne – Eurogroup 50 – Janvier 2006). Voir aussi Patrick Artus, Banque de France, Symposium – 4 Novembre, 2005. Voir aussi Graphique I annexé.

<sup>3</sup> Voir : Patrick Artus cité ci-dessus.

Cette tendance s'est poursuivie en 2005<sup>4</sup>. Au total, si l'on examine l'épargne brute par rapport au PIB, le ratio de la zone euro en 2004 s'est situé à 20 %, ce qui est équivalent à la formation brute de capital fixe de la zone (aux Etats-Unis, les statistiques montrent un déficit de 6 % et au Japon un excédent de 2,5 %) <sup>5</sup>. Quant aux réserves extérieures de la zone euro, elles sont restées stables depuis 3 ans et se situent autour de 300 milliards d'euros (absence d'interventions sur le marché des changes).

On voit ainsi qu'il n'y a pas d'excédent global d'épargne en Europe.

2. En second lieu, la composition de l'épargne et de la désépargne diffère en Europe de la situation aux Etats-Unis.

- **L'épargne des ménages en Europe est restée positive** à ses niveaux historiques (l'épargne brute rapportée au revenu disponible a oscillé autour de 14 % depuis les six dernières années) tandis que la dette nette des ménages est demeurée quasi stable.
- **Le secteur des entreprises est pratiquement en équilibre** (l'épargne brute se situe à 9 % du PIB alors que la formation de capital fixe s'élève à 10 %), mais, étant donné la croissance des profits, l'endettement des entreprises s'est substantiellement réduit au cours des quatre dernières années.
- Enfin, **les finances publiques de la zone Euro sont en mauvais état** : avec des déficits persistants (autour de 3 % du PIB), et des ratios de dette publique élevés (71 % pour la moyenne de l'Euro zone).

Ainsi, le problème ne se situe ni chez les ménages ni dans le secteur des entreprises mais dans l'inadéquation des politiques budgétaires.

3. En troisième lieu, la plupart des pays européens n'ont pas recouru aux facilités financières à effet de levier qui ont si puissamment poussé la consommation aux Etats-Unis.

L'investissement résidentiel en Europe ne s'est pas développé aussi rapidement qu'aux Etats-Unis sur les dernières années.

Ceci s'explique, en partie, par des mécanismes de financement de logement qui sont très différents dans la plupart des pays européens (en particulier, en Europe continentale) de ce qu'ils sont aux Etats-Unis. Ainsi :

- les possibilités de renégocier les prêts immobiliers après des baisses de taux sont moindres qu'aux Etats-Unis ;
- la possibilité « d'extraire du cash » des plus-values immobilières latentes n'est pas une pratique fréquente en Europe continentale.

C'est ainsi que l'Europe n'a pas « bénéficié » (si l'on peut dire !) du moteur des plus-values immobilières qui a entraîné la hausse de la consommation aux Etats-Unis.

---

<sup>4</sup> En fait, il y a eu un déficit de - 7,8 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2005, en raison notamment de la détérioration des balances courantes de l'Espagne et de la France.

<sup>5</sup> 2004 : Epargne brute aux Etats-Unis : 13,8 % du PIB ; formation de capital fixe, 20,1 %.

Epargne brute au Japon : 26,3 % du PIB ; formation de capital fixe : 23,9 %

Source : BCE.

4. **Que devrait faire l'Europe pour répondre à la question de savoir comment elle pourrait contribuer au rééquilibrage de l'épargne et des déficits extérieurs aux Etats-Unis.**

J'évoquerai les points suivants :

➤ **D'abord, ce que l'Europe ne devrait PAS faire :**

- **les pays européens ne devraient pas accroître leur déficit budgétaire** pour favoriser la demande. Les ratios d'endettement public sont si élevés et les conséquences à venir du vieillissement de la population sur les systèmes de sécurité sociale et de retraites sont si préoccupantes que tout relâchement des politiques budgétaires aurait des effets négatifs. Au contraire, il est essentiel, pour encourager la croissance à long terme, de s'engager sur des objectifs de discipline budgétaire principalement au moyen de réductions ou de réallocations de dépenses ;
- **les pays européens ne devraient pas s'efforcer d'émuler les Etats-Unis en ce qui concerne le développement des mécanismes de levier qui permettent aux ménages américains de monétiser l'accroissement de la valeur de leur logement.** L'excès d'endettement des ménages aux Etats-Unis est le résultat, en grande partie, d'une faiblesse systémique, et l'Europe continentale se trouve, à cet égard, dans une position « plus normale » ou « neutre » même si les taux d'intérêt réels très peu élevés (comme ils le sont aujourd'hui) constituent une tentation permanente de s'endetter davantage.

➤ **Ce que l'Europe devrait faire :**

- **réformer ses systèmes de santé et de pension ;**
- **libéraliser les marchés du travail, des biens et des services** qui sont encore trop rigides ;
- **accroître le nombre d'heures travaillées afin de dynamiser la demande et de relever durablement la croissance potentielle** (qui a été ramenée à 2 % environ). Un certain nombre de mesures ont été prises récemment par des gouvernements européens en direction des objectifs cités ci-dessus (concernant les régimes de retraite, la flexibilité du marché du travail, la mise à plat de la situation de la dette publique et des dépenses budgétaires...). Mais ces actions doivent être poursuivies et renforcées ;
- enfin, les **économies d'énergie** sont aussi une obligation structurelle pour tous les pays. A cet égard, le programme d'énergie nucléaire dans lequel la France s'est engagée, il y a plus de trente ans, a produit des résultats remarquables (75 % de l'électricité consommée en France proviennent des centrales nucléaires), et lui a permis de réduire sa dépendance à l'égard des hydrocarbures.

oOo

En résumé, les réformes structurelles sont une condition pour renforcer le taux de croissance potentiel et la robustesse des économies européennes même si l'impact à court terme de ces réformes sur les déséquilibres mondiaux est difficile à calculer.

Fondamentalement<sup>6</sup>, une augmentation de la productivité de l'Union Européenne aiderait à l'ajustement du déficit courant des Etats-Unis dans la mesure où cette augmentation se produirait dans le secteur des biens et des services non marchands (« non tradable »). Les accroissements de productivité dans le secteur « tradable » pourraient, au contraire, améliorer la balance commerciale de l'Union Européenne.

ooo

### **III. Une expansion économique spectaculaire en Asie associée à des excédents courants massifs et à une accumulation croissante de réserves internationales :**

Ainsi que le Professeur Yung Chul Park l'a rappelé dans un document récent<sup>7</sup> : « A la fin de septembre 2005, le total des réserves détenues par dix économies de l'Asie du Sud Est<sup>8</sup> s'élevait à \$ 2485 milliards contre un peu plus de 1000 milliards il y a cinq ans », la Chine représente environ 800 milliards sur ce total. Cet accroissement de réserves résulte des excédents de balance courante ainsi que de flux croissants d'entrées de capitaux, associés à de lourdes interventions sur le marché des changes destinées à stabiliser la valeur des devises asiatiques.

#### **1. Le cas du Japon et ses liens avec les autres économies asiatiques constitue un élément important :**

L'excédent courant du Japon est un des plus élevés du monde (\$ 153 milliards en 2005) et représente 42 % du total des excédents courants des dix économies asiatiques citées ci-dessus.

Mais, l'excédent commercial du Japon vis-à-vis des Etats-Unis s'est « seulement » élevé à \$ 68 milliards (soit 28,8 % du total des excédents commerciaux des dix économies asiatiques avec les Etats-Unis). Mais, la Chine -bien qu'elle ait un excédent courant global significativement moins élevé (\$ 115 milliards en 2005) que celui du Japon-, a un excédent commercial bilatéral avec les Etats-Unis de \$ 166 milliards, soit près de 50 % du total des dix économies en question.

Ceci explique l'intensité des réactions politiques aux Etats-Unis à l'égard de la politique de taux de change de la Chine et les tentations protectionnistes américaines qu'il convient de ne pas sous-estimer.

On peut aussi observer que le Japon connaît des excédents commerciaux dans ses relations avec les dix économies asiatiques, y compris la Chine. Cette situation a été accompagnée par une dépréciation (en termes réels effectifs) de 15 % du Yen sur la période de trois ans commençant en 2003<sup>9</sup>, ce qui complique les problèmes de taux de change que connaissent les autres économies asiatiques.

---

<sup>6</sup> Voir OECD 2004 – Obstfeld and Rogoff : “The Unsustainable US Current Account Position Revisited”, Working Paper 10869. Voir aussi: Josef Christl : “Global Imbalances and Regional Monetary Cooperation”, Vienne, Eurogroup 50, Janvier 2006.

<sup>7</sup> “Global Imbalances and East Asia’s Policy Adjustments”, Eurogroup 50, Vienne, Janvier 2006.

<sup>8</sup> Chine, Japon, Corée, Taiwan, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande.

<sup>9</sup> Voir: Prof. Yung Chul Park cité ci-dessus.

Dans ces conditions, une redynamisation de la demande interne au Japon apparaît essentielle. « A moins que le Japon ne soit préparé à absorber davantage de biens et de services non seulement des Etats-Unis mais aussi d'autres pays du Sud-Est asiatique, les pressions externes sur le reste de l'Asie pour accroître leur demande interne ne seront pas suivies d'effet » ( Pr.Park).

## **2. Le cas de la Chine est dominé par des problèmes structurels :**

L'épargne totale de la Chine représente 51 % de son PIB et devrait encore s'accroître.

Cette situation, caractérisée par des taux d'épargne très élevés, des excédents courants considérables et une accumulation massive de réserves, est-elle durable ?

Certainement pas à long terme. Mais en dépit de l'importance d'une définition en termes généraux des objectifs souhaitables de politique économique (une orientation de la demande en Chine vers la consommation, une plus grande flexibilité de la politique monétaire et des changes, une libéralisation des services...), il semble plus utile d'analyser les complexités de la situation et de tenir compte des aspects structurels des problèmes. J'en donnerai quelques exemples :

- si l'épargne est très élevée dans un pays comme la Chine, cela tient en partie aux insuffisances des systèmes de sécurité sociale et de retraite, ce qui constitue un défi majeur pour les autorités ;
  - si la flexibilité du taux de change est souhaitable, la stabilité et le renforcement d'un système financier fragile sont aussi essentiels. Ces deux objectifs sont étroitement liés. Mais, pour le moment, un mouvement trop rapide vers la flexibilité des changes pourrait aggraver les problèmes du secteur financier ;
  - la politique monétaire expansionniste de la Chine (favorisée par les interventions massives sur le marché des changes) tend à favoriser l'expansion du crédit à des taux d'intérêts bas et réglementés au bénéfice des sociétés existantes en particulier du secteur public. Ceci complique l'accès au crédit pour de nouvelles entreprises orientées vers la haute technologie et les services et, par conséquent, tend à réduire la croissance de la productivité, à encourager l'excès d'investissement et à augmenter la production exportable ;
  - une politique monétaire plus ouverte aux forces du marché, des taux d'intérêts plus flexibles et un système bancaire plus efficace ont donc un rôle crucial à jouer dans l'intermédiation de l'épargne vers les investissements productifs et les services ;
  - le sous-emploi d'une partie significative de la population rurale demeure une préoccupation importante « au moment où l'économie doit s'ajuster aux effets de la réforme des entreprises d'Etat et de l'accession de la Chine à l'OMC ». <sup>10</sup>
- Ainsi, peut-on souligner que la réussite de la croissance à long terme de la Chine et son intégration progressive dans l'économie mondiale dépendent de nombre de réformes structurelles qui prendront du temps à être mises en œuvre.

oOo

---

<sup>10</sup> "China's growth and integration in to the world economy", IMF, Occasional Paper 232, 2004.

Raghunan Rajan, conseiller économique et directeur du département de la recherche au Fonds Monétaire International<sup>11</sup>, a remarquablement synthétisé le problème des déséquilibres mondiaux : «Certains ont suggéré que le monde souffrait d'un excès d'épargne. En fait, le monde n'investit pas assez...., les investissements ont chuté depuis quelques années et leur reprise est encore timide.

« La réponse des politiques économiques à la baisse des investissements a différé sensiblement selon les pays. Dans les pays industriels, des politiques budgétaires expansionnistes et des taux d'intérêts bas ont favorisé la consommation ou la croissance liée à l'octroi de crédits, particulièrement dans les économies anglo-saxonnes. L'épargne publique a chuté, en particulier aux Etats-Unis et au Japon, et l'épargne des ménages a pratiquement disparu dans quelques pays connaissant des bulles immobilières...

« Nous devrions nous réjouir de cette coordination implicite des politiques globales qui a permis au monde de traverser cette crise... Maintenant... (les choses) ont besoin de changer de cours. C'est une erreur de caractériser la situation comme un excès d'épargne car ceci impliquerait que les pays qui connaissent des excédents courants devraient réduire les incitations à épargner. Mais si le vrai problème est l'insuffisance d'investissement.... le monde a besoin de deux sortes de transitions : en premier lieu, la consommation doit céder le pas graduellement à l'investissement au moment où les excès de capacité passés tendent à disparaître et où les politiques expansionnistes des pays industrialisés connaissent un retour à la normale. En second lieu, pour réduire les surplus courants qui se sont accumulés, la demande doit glisser des pays déficitaires vers des pays en excédent ».

Ainsi, des actions de politique économique multiples et complexes sont requises dans toutes les parties du monde<sup>12</sup>. Si elles sont mises en œuvre (certaines ont déjà été engagées), et si les gouvernements sont perçus comme soucieux d'intégrer sérieusement ces objectifs dans leurs propres actions, le résultat pourrait être une réduction graduelle des déséquilibres et des vulnérabilités présentes. Un tel changement par rapport aux tendances actuelles aiderait les marchés à s'ajuster en douceur. Autrement, le cours des choses pourrait être plus incertain, plus précipité et au détriment de tous les acteurs de l'économie mondiale.

---

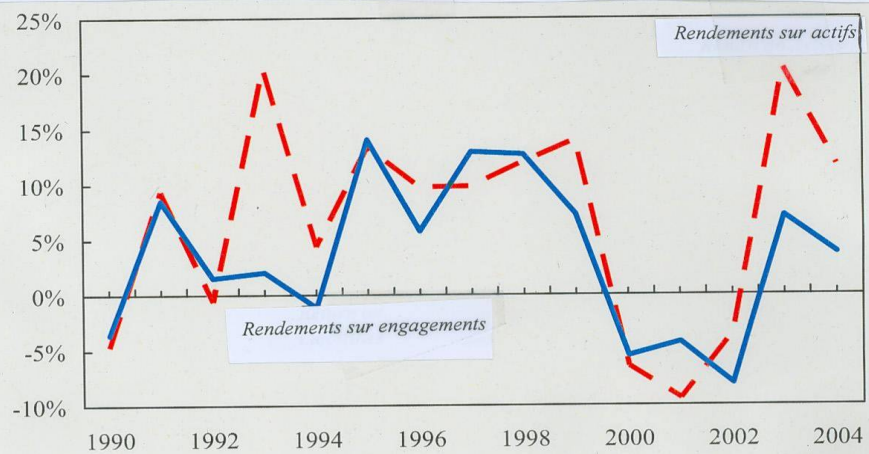
<sup>11</sup> « The Age », Melbourne, Septembre 2005, cité par Bob Solomon dans sa : International Economic Letter, 17 Novembre, 2005.

<sup>12</sup> Y compris au Moyen-Orient où les excédents courants considérables devraient être utilisés pour le financement de projets notamment dans le secteur énergétique.

**Graphique I. Un meilleur rendement.**

Les investisseurs des Etats-Unis ont bénéficié de meilleurs rendements sur les actifs qu'ils détiennent à l'extérieur que les étrangers détenant des investissements aux Etats-Unis

Etats-Unis : taux de rendement réels sur avoirs et engagements (en pourcentages)



Source: Lane and Milesi-Ferretti (2005b).