

# **Séminaire sur les déséquilibres de balance des paiements**

Introduction

Jean Pisani-Ferry

(sur la base de Corsetti, 2006)

Eléments de cadrage

Quelle est la cause des déséquilibres?

Quel ajustement?

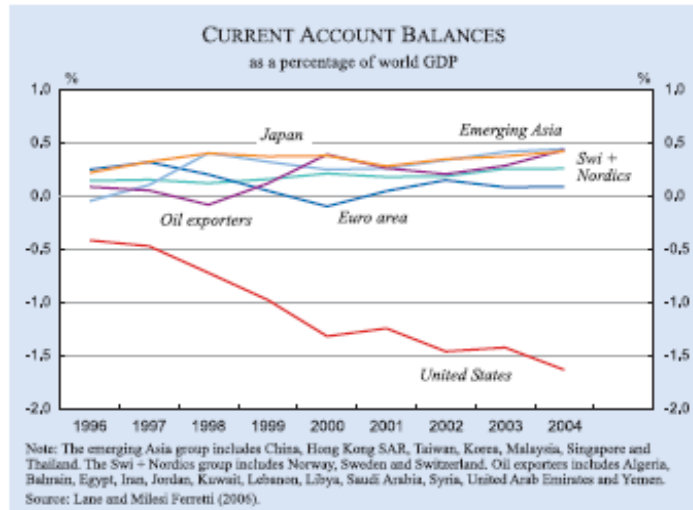
## Éléments de cadrage

## Origine de la question

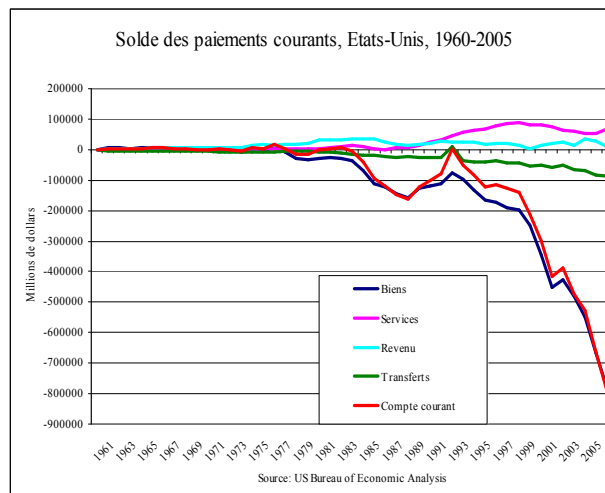
- Débat récurrent
- Mais acuité nouvelle depuis la mi-1990 avec le creusement du déficit américain
- Plusieurs questions
  - Soutenabilité des excédents-déficits actuels
  - Optimalité des excédents-déficits actuels
  - Ampleur des ajustements de change requis
  - Risque d'ajustement "désordonné"
  - Politiques souhaitables

## Evolution des soldes courants mondiaux

Figure 2.1a

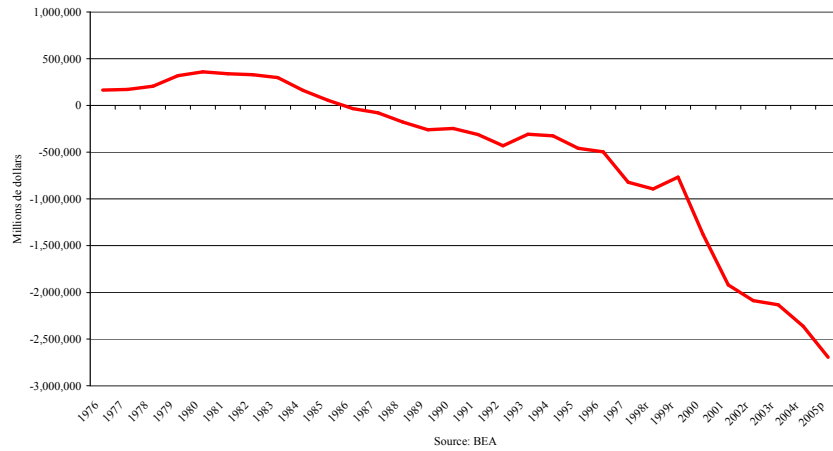


## Evolution du solde américain



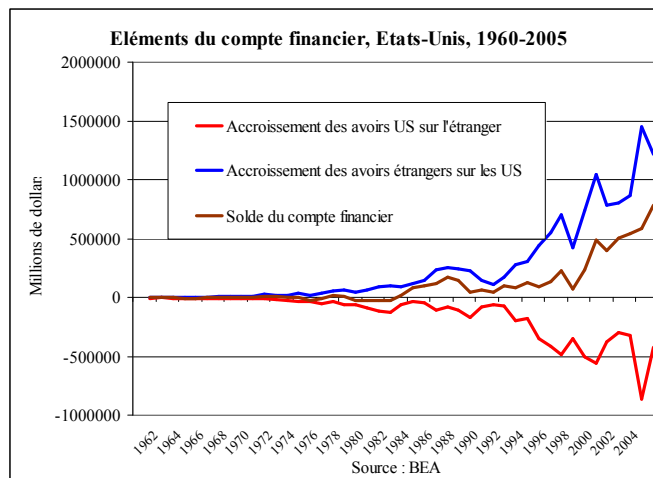
## La richesse nette des Etats-Unis : -7000 dollars par an et par ménage

Position extérieure nette des Etats-Unis, 1976-2005

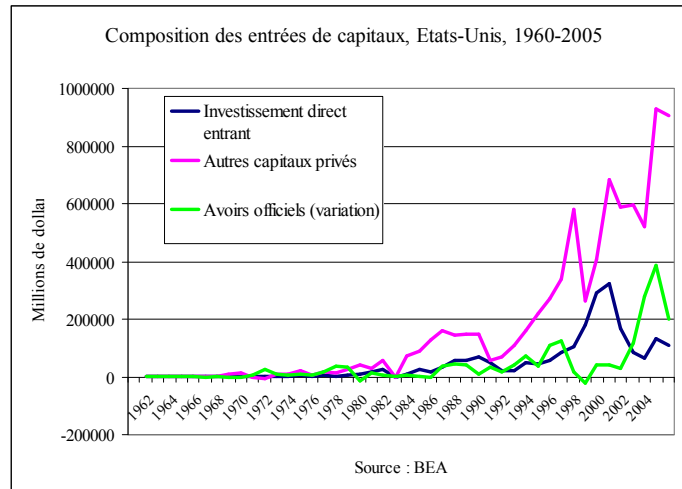


## Des flux de capitaux de grande ampleur

Eléments du compte financier, Etats-Unis, 1960-2005

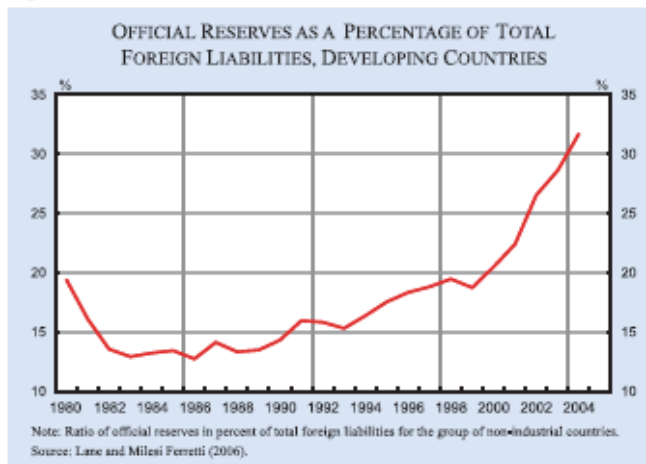


## à la fois privés et publics (réserves)



## Une explosion des réserves des pays en développement

Figure 2.2

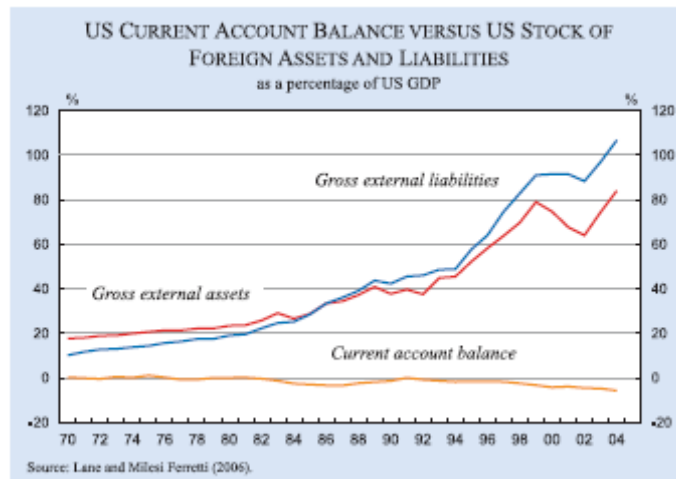


## Implications

- Un tiers de l'endettement des PED est reprêté aux pays industriels (essentiellement les Etats-Unis) à des taux d'intérêt bas
- Rodrik (2006) estime que le coût de cette intermédiation représente 1% du PIB des PED par an

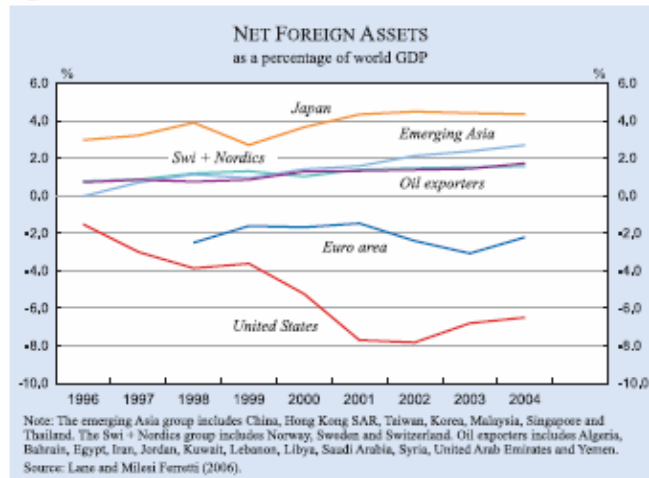
## Et donc une accumulation simultanée d'actifs et de passifs

Figure 2.3



## Richesse extérieure nette : une certaine stabilité

Figure 2.1b



## L'explication : les effets de valorisation

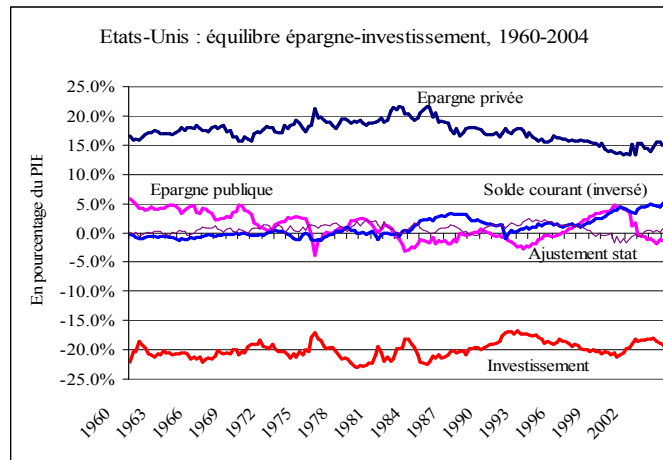
- Avec des stocks d'actifs et de passifs élevés, les effets de valorisation des stocks peuvent l'emporter sur les flux
- Le passif US est en dollars, son actif pour 2/3 en monnaies étrangères, soit 50% du PIB environ.
- Une baisse de 10% du dollar accroît la richesse nette des USA de 5 points de PIB – équivalent du déficit courant annuel
- Cependant ceci n'est vrai que si la dépréciation n'est pas anticipée. Si elle l'est, cela se reflète dans les taux d'intérêt sur les actifs en dollars, donc la valeur du stock et les flux d'intérêt

Quelle est la cause des déséquilibres ?

### Plusieurs thèses

1. Faiblesse de l'épargne (privée et publique) US
2. Anticipation de hausse de la productivité US
3. Global savings glut
4. Politique de change chinoise

# 1. Epargne et solde extérieur



## Limites de la thèse de l'insuffisance d'épargne

- Faiblesse des liens entre déficit budgétaire et déficit extérieur
- Optimalité d'un financement de la guerre en Irak par le déficit (tax smoothing)

## 2. L'hypothèse du choc de productivité

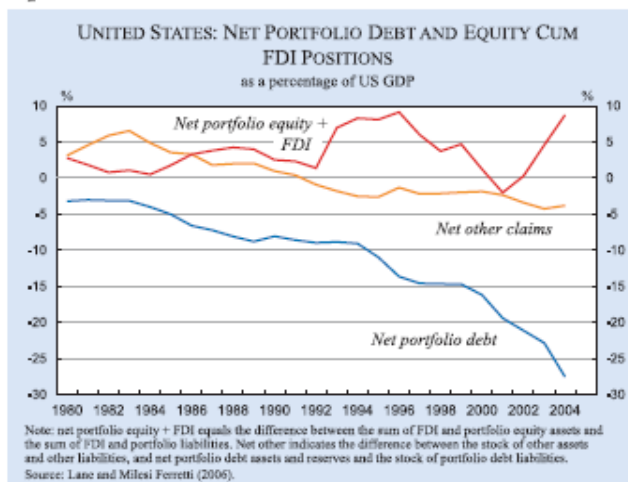
Effets d'un choc de productivité anticipé:

- Baisse de l'épargne privée (substitution intertemporelle)
- Demande d'actifs réels US, et donc entrée de capitaux et force du dollar

Question: est-ce dans les données?

## Les entrées de capitaux privés ont-elles augmenté?

Figure 2.4



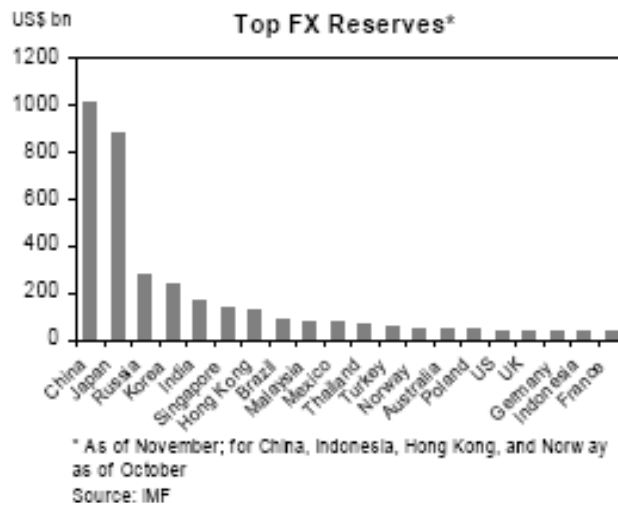
### 3. Le global savings glut

- Lancé par Bernanke 2005
  - Maintien d'une épargne élevée en Europe et au Japon
  - Forte hausse du taux d'épargne dans les pays émergents (auto-assurance)
- Comptablement un truisme
- Questions:
  - Est-ce toujours vrai?
  - Excès d'épargne ou insuffisance de l'investissement

### 4. La politique de change chinoise

- Sous-évaluation du RMB pour des motifs commerciaux
- Mais en fait la thèse mercantiliste est partielle
- Taux d'épargne très élevé en raison de l'absence de sécurité sociale déprime la demande intérieure

## L'accumulation de réserves



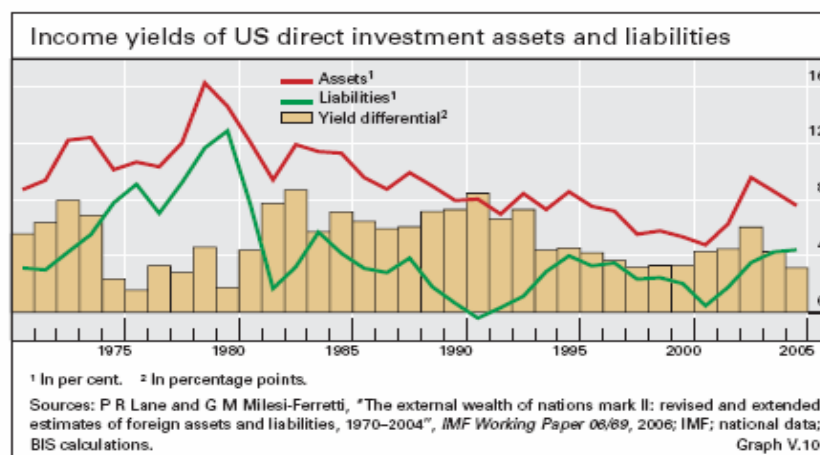
Quel ajustement?

## Le déficit est-il soutenable?

### Deux visions

- Déficit soutenable
  - Parce que le RdM continue à demander des actifs US
  - A cause du différentiel de rendement (Gourinchas-Rey)
  - La dette est surestimée (Hausmann Surtzenegger)
  - Au pire l'ajustement sera progressif, sans crise
- Risque d'ajustement brutal
  - Assèchement de la demande d'actifs en dollars
  - Ajustement implique très forte dépréciation du change

## Différentiels de rendement



## De combien le dollar doit-il s'ajuster?

Trois approches

- Modèles d'équilibre partiel (solde extérieur) et taux de change d'équilibre fondamentaux
- Blanchard-Giavazzi-Sa: équilibre courant + équilibre de portefeuille
- Obstfeld-Rogoff: prix relatif biens échangés / non échangés

## Quelles politiques d'accompagnement?

- Aux Etats-Unis
- En Chine
- Dans les pays industrialisés