

**Séminaire sur les  
déséquilibres globaux**  
2007-2008

**Introduction**  
Jean Pisani-Ferry

Eléments de cadrage  
Quelle est la cause des déséquilibres?  
Quel ajustement?  
Conclusions  
Sujets d'exposés

## Éléments de cadrage

Quelle est la cause des déséquilibres?

Quel ajustement?

Conclusions

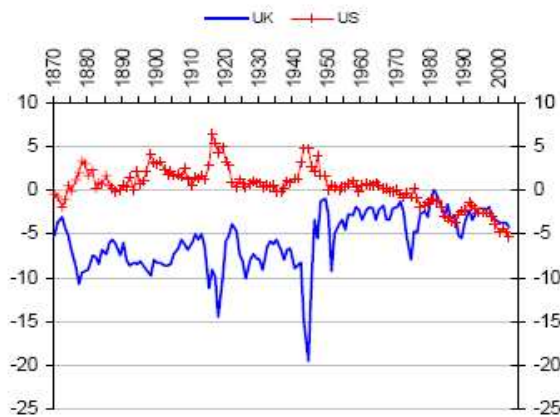
Sujets d'exposés

## Origines de la question

- Débats anciens
  - Dilemme de Triffin dans le système de Bretton Woods
  - Chocs pétroliers dans les années 70
  - Déficit et dollar dans les années 80
  - Crises de balance de paiement dans les pays émergents
- Mais acuité nouvelle depuis la mi-1990
  - Creusement du déficit américain
  - Excédents massifs Chine, pays pétroliers
  - Déséquilibres en Europe
- Plusieurs questions sur les excédents-déficits
  - Origine
  - Soutenabilité
  - Optimalité
  - Ampleur des ajustements de change requis
  - Risque d'ajustement "désordonné"
  - Politiques souhaitables

## Perspective historique: Le précédent des années 1870-1940

Balances commerciales US et UK depuis 1870

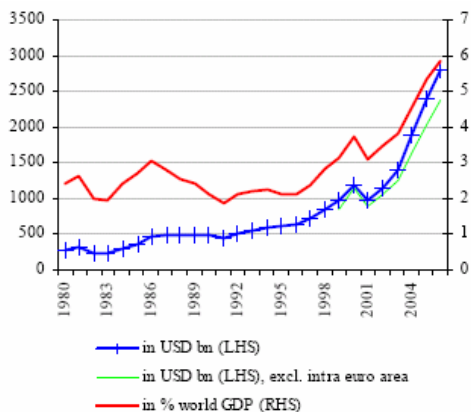


Source: World Financial Data.

Source: Bracke et al. (2007)

## Evolution des soldes courants mondiaux: Un nette accentuation depuis 10 ans

Somme des valeurs absolues des excédents/déficits

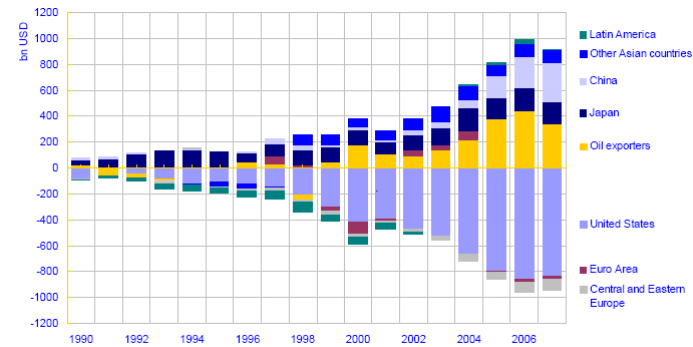


Source: IMF WEO.

Source: Bracke et al. (2007)

## Un monde à un seul débiteur? La montée du déséquilibre américain

Excédents et déficits mondiaux (en milliards de dollars)



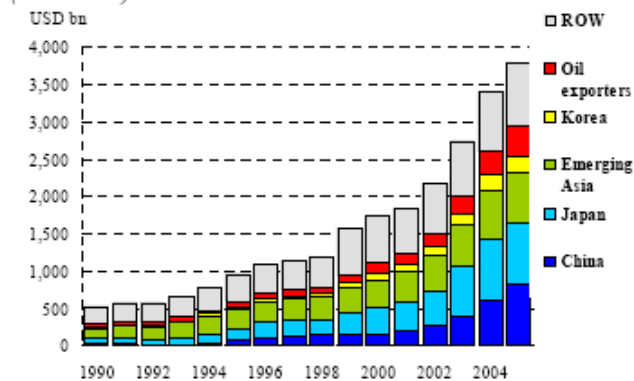
Source: IMF WEO. Current account balances for 2007 are projected.

Source: Bracke et al. (2007)

## Une explosion des réserves des pays en développement

Chart 2.7: Foreign exchange reserves

(in USD bn)



Source: IMF (WEO).

Source: Bracke et al. (2007)

## 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

## Eléments de cadrage

Quelle est la cause des déséquilibres?

Quel ajustement?

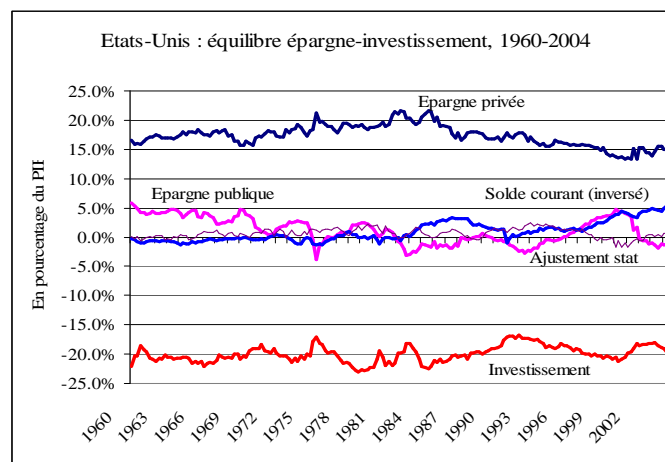
Conclusions

Sujets d'exposés

## 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

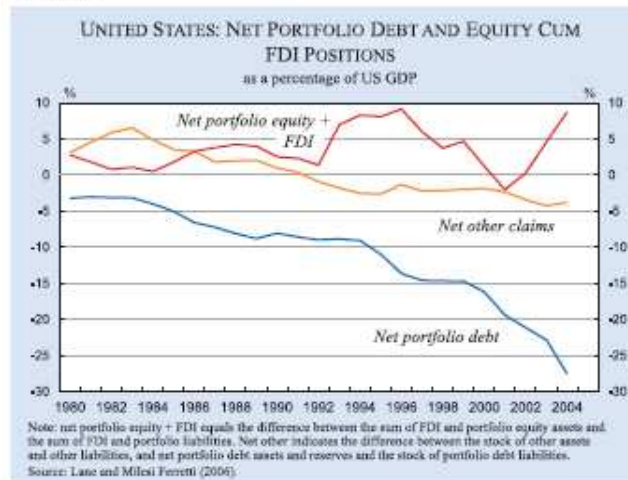
Effets d'un choc de productivité anticipé:

- 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

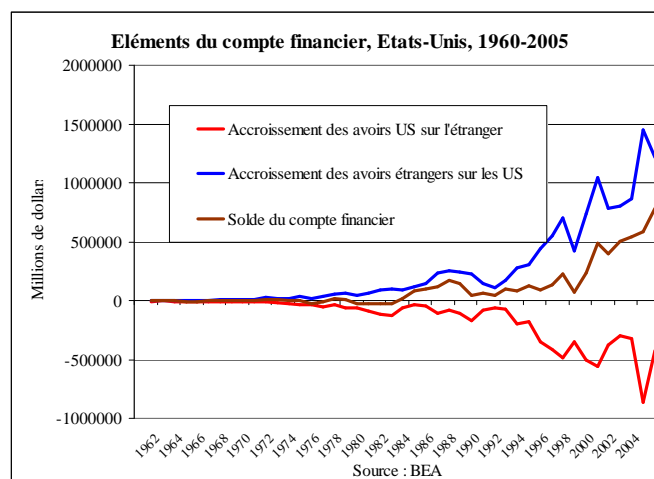
Eléments de cadrage  
Quelle est la cause des déséquilibres?  
**Quel ajustement?**  
Conclusions  
Sujets d'exposés

## Le déficit est-il soutenable?

### Deux visions

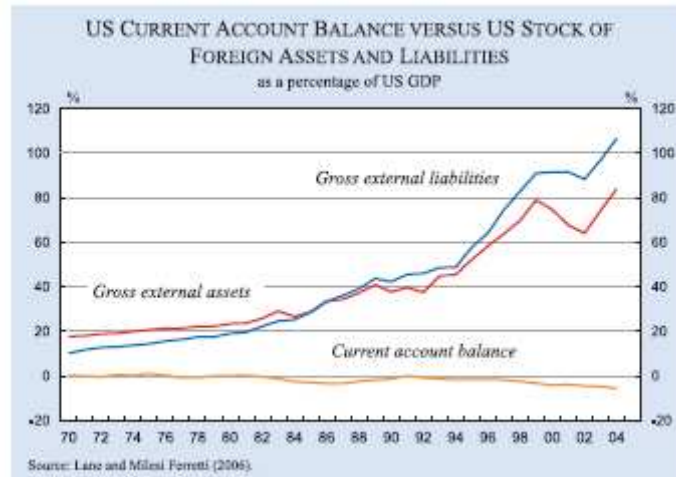
- Déficit soutenable
  - Parce que le RdM continue à demander des actifs US
  - A cause du différentiel de rendement (Gourinchas-Rey)
  - La dette est surestimée (Hausman Sturzenegger)
  - La baisse du dollar dévalorise la dette (passif US est en dollars, actif pour 2/3 en monnaies étrangères, soit 50% du PIB environ: 10% baisse du dollar = 5 points de PIB)
- Risque d'ajustement brutal
  - Assèchement de la demande d'actifs en dollars
  - Ajustement implique très forte dépréciation du change

## Des flux de capitaux de grande ampleur

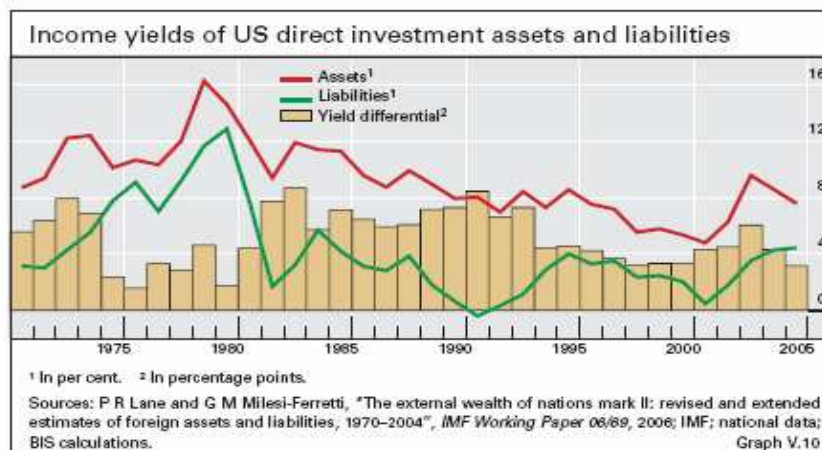


## Et donc une accumulation simultanée d'actifs et de passifs

Figure 2.3

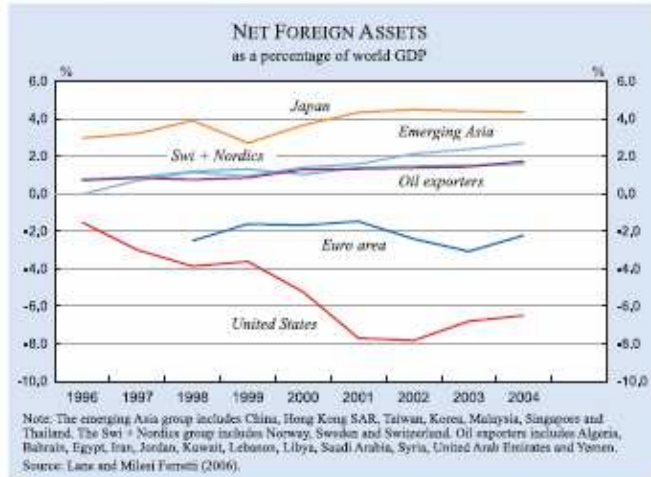


## Différentiels de rendement

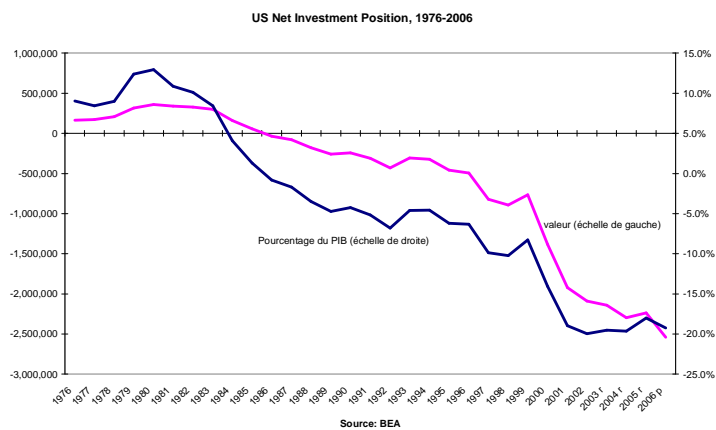


## Richesse extérieure nette : une certaine stabilité

Figure 2.1b



## ...au moins en pourcentage du PIB



## 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

Questions:

- Substituabilité prix-quantités
- Aspects intertemporels
- Aspects internationaux (Europe)

Eléments de cadrage  
Quelle est la cause des déséquilibres?  
Quel ajustement?  
**Conclusions**  
Sujets d'exposés

## Questions

- Positives
  - Causes des déséquilibres
  - Dynamique des stocks
  - Origine des différentiels de rendement
  - Taux de change et ajustement
  - Implications internationales
- Normatives
  - Optimalité des excédents déficits
  - Scénarios d'ajustement

## References

- Bernanke, Ben (2005) "[The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit](#)", Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, avril.
- Blanchard, Olivier (2007), "Current Account Deficits in Rich Countries", mimeo
- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi and Filippa Sa (2005), "The US Current Account Deficit and the Dollar", [mimeo](#)
- Bracke, Thierry, Matthieu Bussière, Michael Fidora and Roland Straub (2007), "A Framework for Assessing Global Imbalances", ECB, mimeo.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Fahri et Pierre-Olivier Gourinchas (2007), "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates", forthcoming AER.
- Cavallo, Michele, et Cédric Tille (2006) "Could capital gains smooth a current account rebalancing ?", [Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper n°2006-03](#)
- Cheung, Yin-Wong, Menzie Chin and Eiji Fujii (2007), "The Overvaluation of Renminbi Undervaluation", [NBER Working Paper n°12850](#)
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito (2006), "Current Account Balances, Financial Development and Institutions : Assaying the World "Saving Glut"", [mimeo](#)
- Cooper, Richard (2006), "[Understanding Global Imbalances](#)", mimeo.
- Corsetti, Giancarlo (2006), "Global Imbalances", in CESifo EEAG Report, [Chapter 2](#)
- Curcuru, Stephanie, Tomas Dvorak and Francis Warnock (2007), "The Stability of Large External Imbalances : The Role of Return Differentials", mimeo.
- Dollar, David, and Aart Kray (2005), "Neither a borrower nor a lender : does China's zero net foreign asset position make economic sense ?", [World Bank Policy Research Working Paper n°3801](#)
- Dooley, Michael, Peter Garber, and David Folkerts-Landau (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", [NBER Working Paper n°9971](#). [Autre version](#)
- Dooley, Michael, Peter Garber, and David Folkerts-Landau (2004), "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery", [NBER Working Paper n°10626](#)
- Engel, Charles, and Richard Rogers (2006), "The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output", *Journal of Monetary Economics* 53, July, pp. 1063-1093
- Erceg, Christopher, J. Guerrieri et C. Gust (2005) "[Expansionary Fiscal Shocks and the Current Account](#)", Federal Reserve Bank of New York, International Finance Discussion Papers n°825, January.
- Fehr, Hans, Sabine Jokisch et Laurence Kotlikoff, "Will China Eat Our Lunch or Take Us Out to Dinner ? Simulating the Transition Paths of the U.S., EU, Japan, and China", [NBER Working Paper n°11668](#)

## References (cont')

- Gourinchas, Pierre-Olivier, et Hélène Rey (2005), « From World Banker to World Venture Capitalist : External Adjustment and the Exorbitant Privilege », forthcoming in Richard Clarida, ed, G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment, The University of Chicago Press, 2006. [Mimeo version](#)
- Gourinchas, Pierre-Olivier, et Hélène Rey (2006), « International Financial Ajustement », [mimeo](#)
- Hausmann, Ricardo, et Federico Sturzenegger (2006), "Global Imbalances or Bad Accounting ? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations", [Harvard CID Working Paper No. 124, January 2006](#)
- Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard and Cédric Tille (2006), "Borrowing without Debt? Understanding the U.S. International Investment Position", Federal Reserve Bank of New York Staff Paper n°271, December
- Jeanne, Olivier, et Romain Rancière (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries", IMF Working paper n°06/229
- Ju, Jiandong, et Shang-Jin Wei (2006), "A Solution to Two paradoxes of International Capital Flows", IMF Working Paper n°06/178
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei (2006), "Financial Globalisation : A Reappraisal", IMF Working Paper and [NBER Working Paper n°12484](#)
- Kraay, Art, Norman Loayza, Luis Servén and Jaume Ventura (2005), "[Country Portfolios](#)", Journal of the European Economic Association, June.
- Krugman, Paul (2006), "[Will There Be a Dollar Crisis ?](#)", *Economic Policy*, forthcoming.
- Lucas, Robert (1990), "Why Does'nt Capital Flow from Rich to Poor Countries ?", American Economic Review vol. 80 n°2, May.
- Mendoza, Enrique, Vincenzo Quadrini, and Jose-Victor Rios-Rull, "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances", [NBER Working Paper](#) n°12909, February.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff (2006), "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", in Richard Clarida (ed.), G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, 2006. [Mimeo version](#)
- Rodrik, Dani, "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", [NBER Working Paper n°11952](#)
- Rose, Andrew (2006), "A Stable International Monetary System Emerges : Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed", [NBER Working Paper n°12711](#)
- Tille, Cédric (2005), "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations", [Federal Reserve Bank of New York Staff Reports](#), no. 226
- Ventura, Jaume (2003) "[Towards a Theory of Current Accounts](#)", The World Economy, April.

Eléments de cadrage  
Quelle est la cause des déséquilibres?  
Quel ajustement?  
Conclusions  
Sujets d'exposés

## Articles à présenter

1. Ventura (2003)
2. Obstfeld et Rogoff (2006) **Zhan 2/4**
3. Engel et Rogers (2006) **Denayrolles 20/2**
4. Kraay, Loayza, Servén et Ventura (2005) **CreMASchi 26/3**
5. Blanchard (2007) **Birsén K 13/2**
6. Gourinchas et Rey (2005, 2006) **Berretta 12/3**
7. Caballero, Fahri et Gourinchas (2006) **Darmendrail?**
8. Fehr, Jokish et Kotlikoff (2005) **Verdy**
9. O. Jeanne?? **Beck? Mars**

## Sujets d'exposés

1. Les déséquilibres de paiements avant 1914 **Beck 13/2**
2. Pourquoi les Etats-Unis font-ils des déficits sans dette?
3. Les Etats-Unis doivent-ils réduire leur déficit ? **CreMASchi 20/2**
4. Le comportement des Etats pétroliers est-il optimal? **Berretta 27/2**
5. La politique de change chinoise est-elle rationnelle? **Zhan 26/3**
6. Les déséquilibres globaux sont-ils soutenables?
7. Ajustement international et taux de change
8. L'Europe et l'ajustement global : observateur ou acteur ? **Verdy**
9. Excédents / déficits de paiements dans la zone euro: faut-il s'alarmer?  
**Denayrolles**
10. Que penser des déficits des pays d'Europe centre-orientale? **Birsén K**