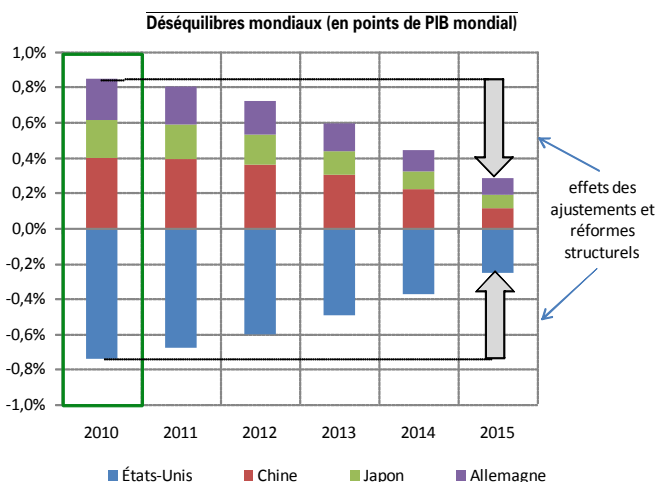


Rééquilibrage de la croissance aux États-Unis, en Chine, en Allemagne et au Japon

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

- D'un point de vue macroéconomique, la décennie 2000 s'est distinguée par un accroissement significatif des déséquilibres mondiaux. De 1998 à 2007, la somme des déficits et surplus courants des économies du G20 a ainsi augmenté de près de 2 000 milliards de dollars. Ces déséquilibres ont contribué à la gravité de la crise économique.
- Les Chefs d'État du G20 ont décidé lors du Sommet de Pittsburgh, en septembre 2009, de se doter d'un « Cadre pour une croissance forte, soutenable et équilibrée », pour coordonner des réformes permettant de rééquilibrer la croissance mondiale.
- On se concentre ici sur les trois grands pays en excédent courant (Chine, Allemagne et Japon), pour lesquels on identifie quelques réformes susceptibles de rééquilibrer la croissance : en Chine, l'augmentation de la protection sociale, le développement des marchés financiers qu'accompagnait une réévaluation du yuan à un rythme comparable à celui qui a été observé entre 2005 et 2008 ; et en Allemagne et au Japon, l'augmentation de la concurrence dans le secteur des services.
- Une étude menée à l'aide d'un modèle macro-économétrique international montre que ces réformes, accompagnées d'une légère hausse structurelle du taux d'épargne aux États-Unis, conduiraient à une réduction significative des déséquilibres de balances courantes : en 5 ans, leur niveau serait divisé par deux (Graphique ci-dessous).
- Le surcroît d'activité dans les pays mettant en œuvre des réformes pour stimuler leur demande intérieure ferait plus que compenser la perte de croissance mondiale liée à une moindre consommation aux États-Unis ; au bout de 5 années, l'activité économique mondiale serait plus élevée de 1 %, et le commerce mondial augmenterait en conséquence. Ces résultats montrent la pertinence et le caractère réaliste du « cadre pour une croissance forte, soutenable et équilibrée » du G20.
- L'effet des mesures de consolidation budgétaire dans les économies avancées et de potentielles réformes structurelles dans les pays en déficit courant (visant notamment à améliorer la régulation financière et à redynamiser la compétitivité), quoiqu'essentielles pour l'atteinte d'une croissance mondiale forte, soutenable et équilibrée, n'est pas analysé ici.

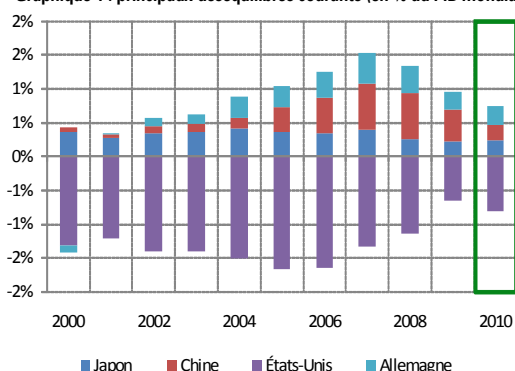


N.B. : Le scénario central utilisé entre 2010 et 2015 correspond à un maintien des déséquilibres en leur état de 2010. Les flèches indiquent donc la différence entre les cas avec et sans changements structurels.

1. Les déséquilibres de balances courantes qui sont facteurs d'instabilité pour l'économie mondiale lorsqu'ils perdurent, devraient de nouveau s'accroître à moyen-terme

Avant le déclenchement de la crise économique, de forts déséquilibres macroéconomiques s'étaient constitués. Le déficit courant américain atteignait 6 % du PIB en 2006, et les excédents chinois, allemand et japonais plafonnaient respectivement à 11, 8 et 5 % du PIB en 2007. Des déséquilibres s'étaient également formés au sein de la zone euro, notamment en Espagne (déficit courant de -10 % du PIB en 2007) et en Grèce (-14 % du PIB en 2007). Plus généralement, le financement des pays déficitaires s'est fait en partie grâce à une surabondance d'épargne dans les pays excédentaires. La constitution de ce surplus d'épargne a plusieurs sources : sous-évaluation nominale du yuan couplée à une demande interne comprimée en Chine, faible importance de la consommation des ménages en Allemagne¹ et secteurs des services peu concurrentiels en Allemagne et au Japon.

Graphique 1 : principaux déséquilibres courants (en % du PIB mondial)²



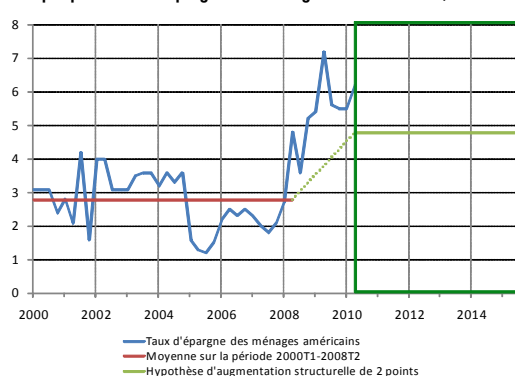
Sources : OCDE, FMI, Datastream

Si les caractéristiques propres d'une économie peuvent rendre souhaitable l'existence d'un compte courant significativement excédentaire ou déficitaire (Encadré 1), un compte courant qui n'est plus en ligne avec ses fondamentaux tend cependant à refléter des déséquilibres internes au premier rang desquels un taux d'épargne excessivement élevé, ou au contraire anormalement faible. Or dans le cadre d'une économie mondiale globalisée, où les liens commerciaux et financiers se sont considérablement intensifiés ces dernières années, les déséquilibres durables de certaines économies peuvent s'entretenir mutuellement et créent des distorsions qui pèsent sur le fonctionnement de l'économie mondiale (pressions à la baisse sur les taux d'intérêt des économies émettrices de monnaie de réserve et risque d'ajustement brutal des changes notamment) et peuvent, en présence d'imperfections de marché (asymétrie d'information, notamment) contribuer à la formation de bulles d'actifs dans les pays en déficit courant.

Avec la crise, les ajustements se sont fait de manière brutale et les déséquilibres de paiements courants se sont considé-

rament résorbés (Graphique 1). Cependant, il est à peu près consensuel qu'en l'absence de réformes structurelles ou de mouvements significatifs des taux de change nominaux, ces déséquilibres vont croître de nouveau en sortie de crise.

Graphique 2 : taux d'épargne des ménages aux États-Unis (en % du RDB)



Source : DG Trésor

Pour empêcher la reconstitution de ces déséquilibres et les résorber, il est nécessaire, d'une part, que les pays dont les excédents courants sont trop importants mettent en œuvre des réformes afin de stimuler leur demande intérieure et, d'autre part, que les pays excessivement déficitaires augmentent leur épargne et favorisent l'essor d'un secteur exportateur plus fort.

Aux États-Unis un tel ajustement est déjà en partie à l'œuvre en raison du besoin d'assainissement du bilan des ménages. Le taux d'épargne des ménages, remonté jusqu'à 6,2 % de leur revenu disponible brut en juin 2010 après avoir atteint son niveau le plus bas à 1,2 % en mars 2005, devrait rester durablement plus élevé qu'avant la crise (Graphique 2).

Nous étudions ici un certain nombre de réformes concernant uniquement quelques pays en excédents courants (Chine, Allemagne et Japon), et en mesurons les effets potentiels sur l'économie mondiale et les déséquilibres mondiaux. Un surcroît de demande intérieure dans ces pays se traduirait par une croissance mondiale à la fois plus équilibrée et plus forte.

L'effet des mesures de consolidation budgétaire dans les économies avancées ces prochaines années et de potentielles réformes structurelles dans les pays en déficit courant, quoiqu'essentielles pour réduire les déséquilibres mondiaux et atteindre une croissance mondiale forte, équilibrée et soutenable (Encadré 2), fera l'objet d'une prochaine étude.

(1) Bien qu'une partie de l'excédent courant allemand soit justifiée du fait du profil démographique de sa population, les excédents commerciaux enregistrés de 2005 à 2008 étaient vraisemblablement excessifs et n'étaient plus alignés sur les fondamentaux de l'économie.

(2) Les prévisions du PIB mondial en 2009 et 2010 sont celles du FMI. Les prévisions de balances courantes exprimées en milliards de dollars proviennent de l'OCDE.

Encadré 1 : Les caractéristiques propres d'une économie peuvent rendre souhaitable l'existence d'un compte courant significativement excédentaire ou déficitaire

La balance courante d'une économie correspond à la somme des balances du commerce de biens et services (balance commerciale), des revenus financiers (salaires, dividendes et intérêts perçus à l'étranger) et des transferts courants (dons, aides, ...) vis-à-vis du reste du monde (aspect « externe »).

$$\text{balance courante} = \text{balance commerciale} + \text{balance des revenus} + \text{balance des transferts courants}$$

La balance courante peut s'exprimer également comme la différence entre l'épargne et l'investissement domestiques (à partir de l'identité entre offre et demande de biens et services ainsi que de la décomposition du revenu national entre épargne et consommation) :

$$\left. \begin{aligned} Y &= C + I + X - M \\ Y + RE &= S + C \end{aligned} \right\} BC = X - M + RE = S - I$$

où Y représente le PIB, C la consommation, I l'investissement, X les exportations, M les importations et RE les revenus étrangers (balance des revenus et balance des transferts courants) et BC la balance courante.

Se prononcer sur le niveau d'équilibre d'une balance courante nécessite de prendre en considération un ensemble de caractéristiques de l'économie considérée, afin de déterminer si l'écart entre épargne et investissement peut être légitime. Trois situations peuvent notamment être rencontrées :

- Une dynamique démographique particulière : parce que les comportements d'épargne des individus ne sont généralement pas les mêmes selon leur âge, la structure démographique d'une économie peut être un facteur déterminant pour expliquer les flux financiers avec le reste du monde ; ainsi, un pays ayant une proportion importante d'individus entre 35 et 65 ans, dont la plupart épargne en vue de leur retraite, est davantage susceptible de connaître une balance courante excédentaire, sans pour autant que celle-ci soit un signe de déséquilibre^a.
- Une forte dotation en ressources naturelles : dans les pays exportateurs de matières premières, il est nécessaire d'épargner une partie du produit de la vente de ressources naturelles pour en faire bénéficier également les générations futures, s'assurer contre des chocs futurs et anticiper la phase d'épuisement des gisements, produisant *in fine* une balance courante légitimement positive.
- Une situation de rattrapage économique : certains pays émergents en phase de rattrapage économique ont besoin d'un financement extérieur de leur développement, les capitaux des pays développés y étant alors attirés par des rendements en moyenne plus élevés ; dans ce cas, il n'est pas anormal que la balance courante soit négative.

a. Voir par exemple Goldman Sachs, "Current accounts and demographics : the road ahead", *Global Economics Paper*, 12 août 2010.

Encadré 2 : Des réformes structurelles dans les pays en déficit courant et des stratégies de consolidation budgétaire ambitieuses seront également nécessaires pour atteindre les objectifs fixés à Pittsburgh

Les réformes nécessaires pour parvenir à une croissance forte, équilibrée et soutenable, sont loin de se limiter à celles identifiées et évaluées ici, qui ne concernent que les grands pays en excédents courants.

Les stratégies de consolidation budgétaire engagées par de nombreux pays, notamment la France, permettront par exemple de contribuer à une croissance plus équilibrée et plus soutenable. À court-terme, toute hausse de l'épargne publique (baisse du déficit budgétaire) qui n'est pas entièrement compensée par une baisse de l'épargne privée réduit le déficit courant. À moyen-terme, une consolidation budgétaire évite une diminution de la croissance potentielle. L'enjeu est en effet de prévenir une éventuelle augmentation des taux d'intérêt, liée à des niveaux de dettes publiques inquiétant les marchés. Elle pénaliserait la croissance potentielle à moyen terme au travers d'un renchérissement durable du coût du capital. Dans les pays en vieillissement, des réformes des retraites, consistant notamment à retarder les départs en retraite, auront dans ce contexte le double intérêt d'assurer la soutenabilité du système de retraite et de préserver le potentiel de croissance.

Des réformes structurelles dans les pays avancés en déficits courants (notamment les États-Unis, le Royaume-Uni, et certains pays de Sud de l'Europe) sont également à même de contribuer à une croissance mondiale plus équilibrée, tout en remédiant à leurs déséquilibres internes spécifiques^a.

- Dans la mesure où la situation économique le leur permet, ces pays devraient attribuer un caractère prioritaire à la consolidation budgétaire, qui contribuerait par l'intermédiaire du redressement du taux d'épargne national, à une réduction de leur déficit courant.
- Les pays ayant connu des épisodes de bulle immobilière et de crédit surabondant pourraient limiter les stratégies de levier et rehausser l'épargne des ménages par une amélioration de la régulation du système financier et par des réformes fiscales d'incitation à l'épargne, mettant notamment un terme à certaines mesures favorisant l'endettement^b.
- Enfin, les pays du Sud de l'Europe qui doivent redynamiser leur compétitivité pourraient mettre en place des réformes visant, d'une part, à gagner en efficacité productive et, d'autre part, à contenir l'augmentation du coût du travail. En effet, d'un côté, les gains de productivité dans les secteurs exportateurs pourraient être accélérés par des réformes à court-terme revenant à accroître le niveau de concurrence, et à long-terme favorisant l'éducation et la recherche. D'un autre côté, la hausse du coût du travail pourrait être contenue au travers d'une moindre indexation des salaires sur les prix, et de la limitation des hausses de salaire minimum et des salaires dans le secteur public.

a. Voir « Prospects for growth and imbalances beyond the short term » (OCDE, mai 2010) ainsi que « Current imbalances in southern euro area » (FMI, juillet 2010).

b. Comme la déduction fiscale des intérêts d'emprunt hypothécaire aux États-Unis et en Espagne.

2. Pour limiter à l'avenir les risques macroéconomiques et financiers globaux, les principaux pays en excédents courants ont la possibilité d'engager des réformes structurelles favorisant leur demande intérieure

2.1 En Chine, une hausse de la demande intérieure pourrait provenir de réformes de la protection sociale, du secteur financier et de la gouvernance des entreprises, et serait favorisée par une appréciation du yuan

2.1.1 L'amélioration des systèmes sociaux ainsi qu'un meilleur accès au crédit iraient dans le sens d'une baisse de l'épargne de précaution des ménages chinois

Le taux d'épargne national en Chine s'élevait en 2008 à plus de 50 % du PIB, soit un niveau parmi les plus élevés au monde. La décomposition de l'épargne totale révèle que l'épargne des ménages a atteint environ 27 % du revenu

disponible en 2008³ (Graphique 3), soit une augmentation de plus de 10 points depuis le début des années 1990.

Cette hausse du taux d'épargne des ménages chinois est notamment imputable à l'absence d'un système de sécurité sociale mutualisé⁴. La mise en œuvre de réformes du financement de la santé, des retraites et de l'éducation permettrait de réduire l'épargne de précaution des ménages.

Or d'importantes marges de manœuvre fiscales existent en Chine pour financer le système de sécurité sociale. Depuis 2000, l'État a ainsi capté une part croissante du PIB⁵ sans accroître leur redistribution, et a contribué significativement à l'augmentation de l'épargne nationale entre 2005 et 2007.

(3) Eswar Prasad, « Rebalancing growth in Asia », *NBER Working Paper*, juillet 2009.

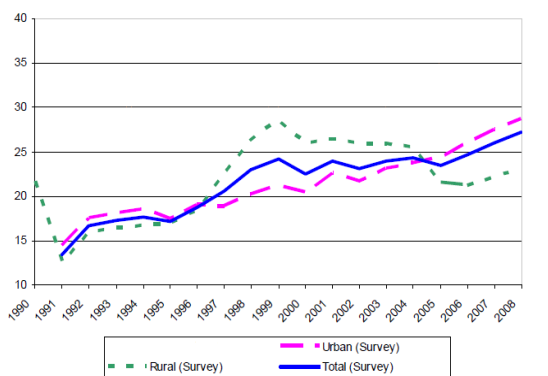
(4) D'un point de vue comptable le financement direct de la protection sociale par les ménages est équivalent à son financement par des politiques de redistribution (impôts). Toutefois le risque important que fait peser le système actuel sur les ménages conduit à une épargne agrégée supérieure aux taxes qui seraient requises pour financer une protection sociale mutualisée.

(5) La décomposition du revenu disponible brut des ménages, tirée des *Flow of Funds* chinois, fait apparaître l'augmentation des impôts et des prélèvements sociaux depuis 2000.

Au-delà de la réforme du système de sécurité sociale, le développement et la libéralisation des marchés financiers constituent également une voie pour favoriser la diminution du taux d'épargne des ménages, et ce pour différentes raisons :

- i. En l'absence d'un système bancaire suffisamment développé, les ménages peuvent se retrouver contraints financièrement, c'est-à-dire ne pouvant emprunter sur la base de leurs revenus futurs espérés. Ceux-ci devront alors, dans l'optique de l'achat d'un bien immobilier par exemple, épargner afin de s'autofinancer.
- ii. De façon analogue, le manque de produits d'assurance, permettant de se prémunir de certains risques moyennant cotisation, oblige les ménages à se doter d'une épargne de précaution élevée.

Graphique 3 : évolution du taux d'épargne des ménages en Chine (en % du RDB)



Source : Prasad (2009)

2.1.2 Une réforme de la gouvernance des entreprises et la libéralisation des marchés financiers réduiraient l'épargne des entreprises chinoises et augmenteraient le revenu des ménages

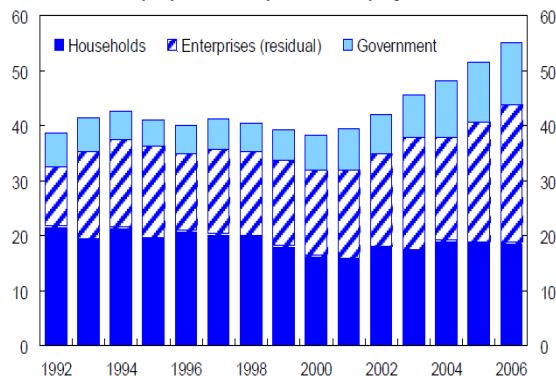
Le taux d'épargne des entreprises a fortement augmenté en Chine ces dernières années (+ 9 points de PIB sur 2000-2006, Graphique 4) ; deux mesures notamment pourraient participer à l'inversion de cette tendance :

- i. Comme pour les ménages, le développement de marchés financiers fournirait une alternative à l'autofinancement de l'investissement des entreprises, notamment pour les PME, et limiterait d'autant leur besoin d'épargne préalable à l'investissement.
- ii. Une réforme des règles de gouvernance des entreprises qui alignerait les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires permettrait d'augmenter les dividendes versés aux ménages⁶ (les profits semblent pour l'instant conservés par les entreprises ou reversés à l'État).

La question est alors de savoir si ces revenus seraient épargnés ou bien consommés (c'est-à-dire si le taux d'épargne des ménages augmente quand celui des entreprises diminue). Lorsque les ménages ont accès au crédit, leur

consommation ne dépend généralement pas des revenus financiers⁷. Mais en Asie émergente et *a fortiori* en Chine, l'accès des ménages aux marchés financiers est restreint. Une étude du FMI montre ainsi que la propension marginale à consommer suite à une hausse des revenus du patrimoine est beaucoup plus élevée en Asie émergente que dans les pays émergents non asiatiques⁸. Il semble donc que des versements de dividendes aux actionnaires soutiendraient la consommation des ménages.

Graphique 4 : décomposition de l'épargne nationale en Chine



Source : « Regional Economic Outlook : Asia and Pacific », FMI, octobre 2009

2.1.3 Une appréciation du yuan accompagnerait efficacement des réformes structurelles visant à augmenter la demande intérieure

Une hausse du renminbi contribuerait à dynamiser la demande intérieure en augmentant le pouvoir d'achat du consommateur chinois, au travers d'une baisse du prix des importations. Elle faciliterait notamment la transition progressive de l'économie chinoise vers un modèle plus équilibré en faisant ralentir les exportations en volume et en accélérant les importations. Enfin, elle permettrait d'atténuer les pressions inflationnistes qui résulteraient de réformes structurelles visant à rééquilibrer le modèle de croissance chinois vers la demande intérieure.

2.2 En Allemagne et au Japon, une hausse de la demande intérieure pourrait provenir d'une déréglementation du secteur des services

2.2.1 Depuis une décennie, la croissance en Allemagne et au Japon a été tirée par le secteur exportateur et a été associée à une demande intérieure faible ainsi qu'à un secteur des services peu dynamique

La vigueur du secteur exportateur en Allemagne et au Japon (dont la taille correspond respectivement à 40 et 18 % du PIB en 2007), associée à une demande intérieure relativement faible, a entraîné des excédents courants substantiels dans ces deux économies pendant la dernière décennie (Graphique 5). La balance courante allemande (resp. japonaise) a ainsi augmenté de 10 points (resp. 3 points) entre 2001 et 2007, où elle atteint 8 % du PIB (resp. 5 % du PIB).

A l'opposé, le secteur des services n'a connu dans ces deux pays qu'un dynamisme en demi-teinte ces dernières années. Concernant la situation allemande, la croissance de la valeur

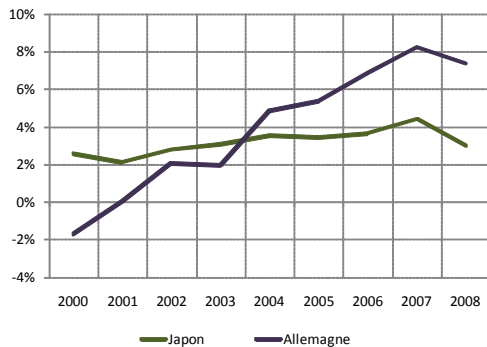
(6) L'effet serait néanmoins limité par le fait qu'une part significative des grandes entreprises est détenue par le secteur public (voir par exemple « China's savings rate and its long-term outlook », *Global Economics Paper n°191*, Goldman Sachs), et que la politique de redistribution de l'État chinois est assez centrée sur le secteur industriel.

(7) FMI, « Regional economic outlook : Asia and Pacific », octobre 2009.

(8) *Ibid.* On remarquera que la mise en œuvre des deux réformes conduirait probablement à un impact plus faible que la somme de leurs effets respectifs (l'accès au crédit des ménages augmentant – réforme « libéralisation des marchés » –, l'effet d'une hausse des dividendes reversés aux ménages serait probablement diminué).

ajoutée des services marchands⁹ n'a été sur la période 2000-2007 que de 2,2 %, contre 3,1 % en moyenne dans l'OCDE. On peut y voir notamment l'effet d'une répartition des dépenses en R&D des entreprises fortement biaisée en faveur du secteur manufacturier : les services n'ont fait l'objet que de 10 % de ces dépenses en 2006, contre 25 % pour la moyenne des pays de l'OCDE¹⁰. Pour sa part, le Japon n'a pas connu d'accélération de la productivité du travail significative dans les services entre 2002 et 2004, alors que celle-ci a été très forte dans le secteur manufacturier¹¹, et le niveau de productivité horaire du travail dans les services y reste toujours nettement plus faible qu'aux États-Unis (de 29 % en 2007¹²).

Graphique 5 : évolution des balances courantes au Japon et en Allemagne



Source : Datastream

2.2.2 Le manque de développement des services en Allemagne et au Japon peut être largement imputé au faible niveau de concurrence

Signe du fort pouvoir de marché des entreprises dans le secteur des services, la marge appliquée par celles-ci entre leurs prix de vente et leurs coûts de production s'élève à environ 60 et 50 % respectivement pour l'Allemagne et le Japon, contre un peu plus de 40 % en France et de 30 % au Royaume-Uni.

L'analyse des réformes susceptibles d'élever le niveau de concurrence dans les services dans ces pays dépasse le cadre de cette étude.

Toutefois, un renforcement de la concurrence dans les services permettrait de favoriser la réorientation des économies allemande et japonaise vers la demande intérieure *via* trois canaux :

- i. La baisse des prix des services stimulerait le pouvoir d'achat¹³ des ménages.
- ii. L'augmentation du degré de concurrence stimulerait l'innovation et accroîtrait la productivité du travail, offrant la possibilité pour les salariés de ce secteur de voir leur rémunération augmenter en conséquence.
- iii. La diversification des sources de croissance réduirait enfin l'incertitude pesant sur le revenu national, et pourrait limiter l'épargne de précaution des ménages¹⁴, dynamisant aussi par ce biais la consommation et les importations.

3. La simulation de l'ensemble des changements structurels envisagés dans les pays aux déséquilibres de la balance courante majeurs indique qu'ils seraient à même de conduire à moyen-terme à une croissance mondiale plus équilibrée et plus forte

3.1 Les simulations s'appuient sur un chiffrage des effets des réformes identifiées précédemment

Les effets sur les déséquilibres mondiaux et l'activité économique des ajustements et réformes structurels évoqués plus haut sont étudiés au moyen du modèle macro-économétrique NiGEM. Les simulations, qui reposent sur l'hypothèse de politiques budgétaires inchangées, reposent sur les estimations suivantes (Tableau 2).

Il est tenu compte, d'abord, d'une hausse structurelle du taux d'épargne des ménages aux États-Unis, consécutif à leur besoin d'assainir leur bilan. Cette hausse ne tient pas compte des effets éventuels d'une consolidation budgétaire aux États-Unis sur leur comportement d'épargne. On retient l'hypothèse prudente d'une augmentation du taux d'épargne de 2 points de revenu disponible brut par rapport à la moyenne observée entre 2000 et 2008, considérant qu'une partie de la hausse du taux d'épargne des ménages observée pendant la crise – passage d'une moyenne de 2 % entre 2005 et 2008 à un niveau de 6,2 % en juin 2010 (Graphique 2) – peut n'être que conjoncturelle.

Dans le cas de la Chine, trois réformes structurelles ont été identifiées – sécurité sociale, gouvernance des entreprises et développement des marchés financiers – et pourraient avoir des effets conséquents sur le niveau du taux d'épargne national (Tableau 1). L'OCDE estime en effet qu'une augmentation des dépenses de santé en Chine à hauteur de la moitié de ce que dépensent les pays industrialisés (soit un passage de 5 à 10 points de PIB approximativement), ferait baisser l'épargne des ménages de 4 points de PIB¹⁵. En outre, le FMI chiffre à 2,4 points de PIB la baisse d'épargne des entreprises asiatiques qui résulterait de l'adoption de meilleures règles de gouvernance, et à 5 points de PIB celle qui proviendrait d'une libéralisation des marchés financiers à hauteur de ce qui est observé dans les économies développées¹⁶.

Produire un chiffrage précis de l'effet cumulé de ces réformes structurelles en Chine reste cependant délicat. Par exemple, une réforme diminuant l'épargne des entreprises peut ne pas être sans incidence sur celle des ménages. C'est pourquoi, si la somme des effets des différentes réformes sur le taux d'épargne national chinois pourrait produire une baisse allant jusqu'à une baisse de 11 ½ points de PIB

(9) Commerce de gros et de détail ; restaurants et hôtels ; transports, communication et entreposage ; et finance, assurance, immobilier et services aux professionnels.

(10) OCDE, *Economic survey - Germany*, 2010.

(11) Les gains de productivité dans les services s'établissent à 2,3 % sur la période 2002-2004, contre 1,9 % sur la période 1982-2002 (à comparer à 7,5 et 1,9 % pour le secteur manufacturier).

(12) OCDE, « Overcoming the global crisis: the need for a new growth model », *Economic survey - Japan*, septembre 2009.

(13) Une augmentation de la concurrence dans les services y diminuerait les prix, et donc le coût de la vie pour les ménages.

(14) FMI, « Germany - Staff report for the 2010 Article IV Consultation », mars 2010.

(15) OCDE, « Prospects for growth and imbalances beyond the short term », mai 2010.

(16) FMI, « Regional economic outlook : Asia and Pacific », octobre 2009.

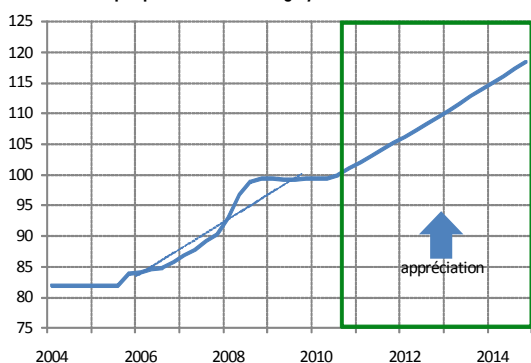
(Tableau 1), il est plutôt retenu la valeur de 10 points, répercutée de manière progressive sur 5 ans sur la demande intérieure directement.

Tableau 1 : impact chiffré de réformes structurelles en Chine

Réformes en Chine	Baisse de l'épargne, en points de PIB
Dépenses de santé	-4
Gouvernance des entreprises	-2,4
Libéralisation des marchés financiers	-5
Total	-11,4

Source : Datastream

Graphique 6 : taux de change yuan/dollar (indice 100 = 2010 T1)



Source : Datastream

Une telle stimulation de la demande intérieure serait par ailleurs efficacement accompagnée par une appréciation du

yuan. La Chine a amorcé fin juin 2010 une modification de son système de change, qui a conduit à une appréciation du yuan vis-à-vis du dollar, mais l'ampleur et le rythme de cette appréciation restent encore indéterminés. On retient l'hypothèse d'une appréciation du yuan vis-à-vis du dollar à un rythme légèrement inférieur à celui rencontré pendant le *crawling peg* opéré sur la période 2005-2008 – l'appréciation serait alors de 20 % sur 4 ans (Graphique 7). Cette appréciation est supposée survenir uniquement par une modification de la politique de change de la banque centrale chinoise.

Enfin, s'agissant de l'Allemagne et du Japon, au vu des niveaux des taux de marge dans le secteur des services (Graphique 6), leur baisse de l'ordre de 10 points est envisagée. Cette hausse de la concurrence produit sur ces économies un effet expansionniste, évalué au moyen du modèle DSGE Oméga 3 du Trésor¹⁷. Cet effet provient de la baisse du prix des services qui augmente leur demande. Les firmes de ce secteur produisant davantage, l'investissement et la demande de travail s'accroissent, tirant les salaires réels à la hausse. *In fine*, la consommation augmente à terme de 4 % et l'investissement de 7 %¹⁸.

L'ensemble des changements structurels simulés porte donc sur la consommation américaine (-2 %), sur la demande intérieure et le taux de change chinois (+ 10 % et + 20 % respectivement) et sur la consommation et l'investissement allemands et japonais (+ 4 % et + 7 % respectivement dans chaque pays). La mise en œuvre des réformes est supposée progressive sur 5 ans, à l'exception de la variation de consommation américaine, s'opérant directement et de façon permanente (Tableau 2)¹⁹.

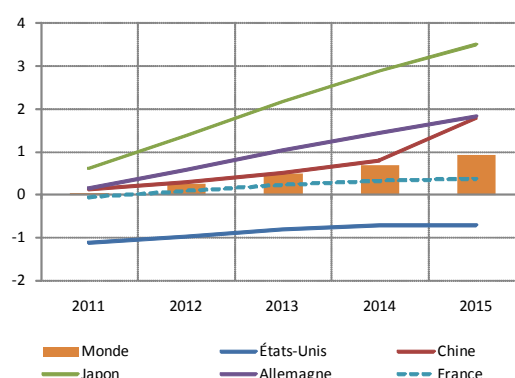
Tableau 2 : récapitulatif des changements structurels

Pays	Changements structurels	Effet	Profil du choc
États-Unis	désendettement des ménages	-2 % de consommation	direct et permanent
Chine	santé gouvernance des entreprises libéralisation des marchés appréciation du yuan	+ 10 points de demande intérieure + 20 % graduellement	progressif sur 5 ans
Allemagne, Japon	diminution des marges de 10 points dans les services	+ 4 % de consommation + 7 % d'investissement	progressif sur 5 ans

Graphique 7 : déséquilibres mondiaux (en points de PIB mondial)



Graphique 8 : niveaux de production, (écart au compte central en %)



N.B. : Le scénario central utilisé entre 2010 et 2015 correspond à un maintien des déséquilibres en leur état de 2010. Les flèches indiquent donc la différence entre les cas avec et sans changements structurels.

(17) Omega 3 est un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique. Pour une présentation du modèle, voir « Divergences de productivité en union monétaire - Présentation du modèle Omega 3 », Document de travail de la DG Trésor n°2007/08.

(18) Cette simulation ne tient pas compte de l'effet de l'augmentation de la concurrence sur l'innovation.

(19) Ces changements structurels sont par ailleurs supposés n'apparaître crédibles aux yeux des agents économiques qu'à mesure de leur montée en puissance.

3.2 Vers une croissance mondiale plus équilibrée : la moitié des déséquilibres mondiaux se verrait résorbée

A un horizon de 5 ans, les déséquilibres – calculés comme la somme des valeurs absolues des balances courantes des États-Unis, de la Chine, de l'Allemagne et du Japon – passeraient de 1,6 % du PIB mondial en 2010 à 0,7 % en 2015 (Graphiques 8 et 10)²⁰.

Aux États-Unis, le déficit courant se résorberait d'environ 1 point de PIB, pour moitié en raison de la hausse du taux d'épargne des ménages américains, ayant pour effet de diminuer les importations, et pour moitié des effets de débordement des réformes dans les autres pays, dont la hausse de la demande intérieure profiterait aux exportations américaines.

En Allemagne et au Japon, les excédents courants baisseraient de 1,5 point de PIB, essentiellement du fait des réformes internes à ces pays, dont l'effet positif sur la demande intérieure se retrouverait également au niveau des importations.

La Chine, qui connaît l'excédent courant le plus important des trois pays en surplus considérés, verrait son solde courant se dégrader de 6 points de PIB. Deux effets seraient à distinguer :

- i. D'une part, si l'appréciation du yuan diminuerait le prix des importations et renchérirait les exportations, la demande domestique d'importations augmenterait et la demande étrangère d'exportations diminuerait, conduisant au final à une *dégradation* de la balance courante. Cet effet pourrait cependant être atténué dans le cas où les exportateurs chinois décident de réduire leurs marges, et ainsi leur prix en yuans, afin de compenser l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar et ainsi ne pas perdre de parts de marché à l'étranger. Cette possibilité est envisagée au travers de simulations alternatives, qui ne remettent cependant pas en cause le constat selon lequel la balance courante chinoise connaîtrait une forte baisse (Encadré 3).

- ii. D'autre part, les réformes structurelles stimulant la demande intérieure réduiraient également considérablement la balance courante chinoise. A l'image de l'Allemagne et du Japon, la proportion des importations, relativement aux exportations, augmenterait dans ce cas de figure sans pour autant que les exportations soient appelées à diminuer.

Ces réductions des déséquilibres de balance courante s'accompagneraient d'ajustements des taux de change réels effectifs (-3 % aux États-Unis, + 6 % en Chine, +3 % au Japon et relative stabilité en zone euro). Ces variations de change réels s'opèreraient notamment par une appréciation du taux change nominal par rapport au dollar, de l'ordre de 20 % pour le yuan, 7 % pour le yen et 1,5 % pour l'euro.

3.3 Vers une croissance mondiale plus forte : le PIB mondial progresserait de 0,9 point et le commerce mondial augmenterait de 2 %

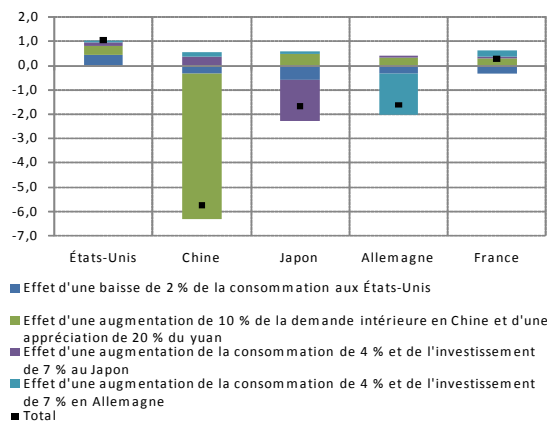
Au bout de cinq ans, l'activité mondiale serait plus élevée de 0,9 point à cette date (Graphique 9). L'effet négatif lié à la baisse de la consommation américaine (-0,1 point) serait plus que compensé par l'effet largement positif des réformes en Chine, en Allemagne et au Japon (+ 1,1 point au total).

Les trois pays en excédents courants seraient les premiers bénéficiaires en termes d'activité économique des réformes étudiées ici (Graphiques 9 et 11). En Chine, le développement de la demande intérieure contribue largement à l'augmentation totale de presque 2 % de l'activité. Au Japon et en Allemagne, le revenu national augmente de respectivement 4 et 2 %, un cinquième de cette hausse étant attribuable à l'augmentation des importations chinoises.

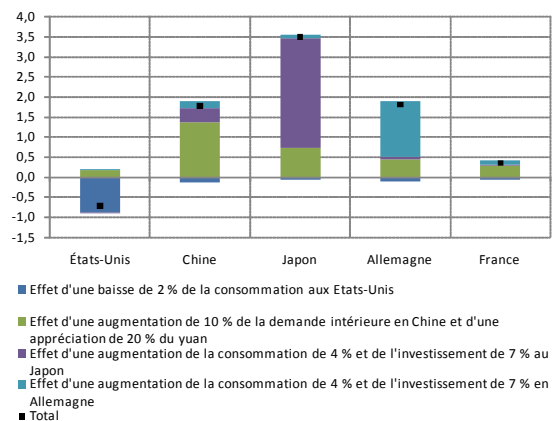
L'effet sur la France de ces réformes serait lui aussi positif : l'impact négatif lié à la moindre consommation américaine (-0,4 point de PIB) serait plus que compensé par les effets des autres réformes (+ 0,6 point) qui dynamisent les exportations françaises de 2,5 %.

Le commerce international se retrouverait également favorisé, en lien avec l'augmentation de l'activité mondiale : son augmentation serait de 2 % et proviendrait pour moitié de la hausse de la demande chinoise.

Graphique 9 : balances courante par pays à un horizon de 5 ans, écarts par rapport au compte central



Graphique 10 : PIB par pays à un horizon de 5 ans, écarts par rapport au compte central



(20) Le scénario central est celui de balances courantes constantes en points de PIB mondial.

Encadré 3 : Appréciation du yuan, comportements de marge des exportateurs et balance courante

On peut distinguer deux effets de l'appréciation nominale d'une monnaie sur la balance commerciale. Dans un premier temps, l'appréciation nominale conduit à une augmentation du prix des exportations, et à une diminution du coût des importations : le solde commercial s'améliore (effet prix). Dans un second temps, cette variation des prix entraîne un ajustement des volumes : les exportations diminuent et les importations augmentent, ce qui fait baisser le solde commercial (effet volume). Ce retard dans l'ajustement des volumes par rapport aux prix est couramment appelé « courbe en J ».

Pour rester compétitifs par rapport à leurs concurrents internationaux, les exportateurs d'une économie dont le change s'apprécie peuvent choisir de compenser plus ou moins fortement le renchérissement des prix de vente en monnaie internationale par une diminution de leurs prix en monnaie nationale. Ce comportement de marge est plus ou moins probable selon l'intensité concurrentielle entre exportateurs de l'économie considérée : plus la concurrence est rude, plus les marges sont minces et plus la compensation d'une hausse du change au niveau des prix en monnaie domestique est improbable. Les simulations présentées ici, établies à l'aide du modèle NiGEM, supposent par défaut que ces comportements de marge sont, en Chine, limités. Les estimations disponibles dans la littérature économique tablent également sur un effet inexistant ou faible des comportements de marge.

Pour tester la robustesse des résultats, une variante de l'appréciation nominale du yuan a été étudiée. Les exportateurs chinois y répercutent à chaque période ¼ de la hausse de leurs prix en dollar par rapport à leurs concurrents internationaux sur leurs prix en monnaie nationale (effet de marge élevé eu égard aux estimations de la littérature économique). Dans cette variante, la diminution du solde courant liée à l'appréciation du yuan est atténuée d'environ 20 % mais reste substantielle.

Charles-Marie CHEVALIER et Leonardo PUPPETTO

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe VINCENT
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

■ Octobre 2010

n°79. Qu'est-ce qui explique la résistance de l'emploi en Allemagne ?
Volker ZIEMANN

n°78. Reprise américaine : quel contenu en emploi ?
Vincent GROSSMANN-WIRTH, Sophie RIVAUD

Septembre 2010

n°77. Le recul de l'emploi industriel en France de 1980 à 2007 : quelle est la réalité ?
Lilas DEMMOU

Juillet 2010

n°76. Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ?
Fabrice BERTHAUD, Stéphane COLLIAIC

Juin 2010

n°75. Le rééquilibrage de la croissance chinoise : enjeux et perspectives
Benjamin DELOZIER, Cyril REBILLARD

http://www.tresor.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/tresoreco.htm