Le grand rééquilibrage

Martin Wolf, *Le Monde*, 12 avril 2011

Les pressions en vue d'un rééquilibrage de l'économie mondiale sont de plus en plus fortes. Depuis longtemps, le secteur privé cherche à transférer un important flux net de capitaux des pays riches, mais relativement léthargiques, vers les pays émergents, plus dynamiques.

Les gouvernements de ces derniers, de leur côté, résistent en intervenant sur les marchés des monnaies et en renvoyant ces capitaux sous la forme de réserves officielles de devises. Mais il apparaît que les forces aujourd'hui à l'oeuvre dans l'économie mondiale sont sur le point de mettre un terme à ce recyclage.

Mervyn King, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, a expliqué le rôle de ces déséquilibres mondiaux dans le numéro de février de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France. Ce flux "montant" de capitaux des pays pauvres vers les pays riches, essentiellement investis dans des actifs présumés sûrs, a eu de grandes conséquences : une baisse du taux d'intérêt réel ; une hausse des prix des actifs, en particulier des logements ; une vague d'innovations financières destinées à accroître les rendements, mais aussi à créer des actifs supposés sûrs ; un boom de la construction résidentielle ; et au final une énorme crise financière.

LA FAUTE AUX FOLIES DE LA FINANCE

La faute en incombe avant tout aux folies de la finance et au laxisme de la réglementation. Mais les "excédents d'épargne", ainsi que la forme qu'ils ont pris, ont aussi créé les conditions du désastre. En vérité, il existe une corrélation évidente entre la multiplication des prêts non performants octroyés pendant la crise et les positions initiales des comptes courants des différents pays. Comme le remarque M. King, l'élément sous-jacent déterminant fut, dans des régions déjà excédentaires, une hausse de l'épargne encore plus importante que la hausse des investissements.

Dans un autre texte récent [voir résumé ci-dessous], rédigé pour Morgan Stanley et intitulé *Le Grand Rééquilibrage*, Alan Taylor (université de Californie à Davis) et Manoj Pradhan (Morgan Stanley, Londres) décrivent le même phénomène, mais cette fois dans les pays émergents. Pourquoi une telle hausse de l'épargne ? M. King propose trois explications : une orientation vers la promotion des exportations, qui a rendu nécessaire des taux de change compétitifs ; la décision d'accumuler des réserves de devises à la suite des crises financières des années 1990 ; enfin, la combinaison d'un faible niveau de développement financier et de filets de sécurité sociaux inadéquats, ce qui a encouragé l'épargne.

Concernant la Chine, il faudrait y ajouter la hausse des bénéfices industriels et commerciaux. L'issue a donc été en partie le résultat d'une politique délibérée - notamment dans la forme qu'ont prise les exportations de capitaux - et en partie le résultat de développements spontanés. Quel que soit le rôle des flux de capitaux montants dans le déclenchement de la crise, une reprise complète exige un rééquilibrage.

Dans le monde postcrise, les dépenses jusqu'ici prodigues des ménages aux Etats-Unis et dans les autres pays touchés devraient rester faibles pendant toute la phase de désendettement. Les entreprises non financières enregistrent, elles, depuis longtemps des surplus financiers (un excédent des bénéfices non distribués par rapport aux investissements). Tout cela place les gouvernements face à d'énormes déficits.

QUATRE RAISONS

Si on veut réduire cet endettement tout en soutenant la reprise, il faudra procéder à des rééquilibrages massifs de la balance extérieure. Cela est-il susceptible de se produire ? Le texte de Morgan Stanley soutient que la réponse est *"oui"*, pour quatre raisons.

Tout d'abord, les réserves de devises ont démontré leur utilité pendant la crise - cette dernière a peu affecté les pays émergents qui en possèdent beaucoup. Mais l'autre leçon à retenir de cette période est que ces réserves atteignaient une taille excessive. Leur baisse, entre septembre 2008 et février 2009, a

été de 428 milliards de dollars (300 milliards d'euros), soit un peu moins de 6 % du montant mondial total. Les détenteurs de ces réserves se sont trouvés très bien assurés, même face à la pire crise depuis les années 1930. De plus, dans une période de taux d'intérêt très bas, le coût de ces réserves, pour les pays dont les monnaies sont utilisées à cette fin, est élevé. Enfin, une croissance portée par les exportations paraît moins attractive dans une période de contraction des dépenses de consommation dans les pays riches.

Deuxièmement, il existe une demande non satisfaite de hausse des investissements, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents. La Chine, avec son taux extraordinaire en la matière, constitue une exception de taille. Mais celui de l'Inde pourrait aussi exploser, notamment dans les infrastructures. La part croissante des pays émergents dans la production mondiale fera aussi croître de façon substantielle le taux d'investissement mondial.

En troisième lieu, il est probable que la consommation va fortement augmenter dans les pays émergents.

En dernier lieu, l'épargne privée devrait croître sur le court terme dans les pays avancés. Sur le long terme, le vieillissement de la population pourrait la faire baisser, mais cela ne suffira pas à enrayer le rééquilibrage.

La conclusion de Taylor et Pradhan est que l'impact de ces changements entraînera une hausse des taux d'intérêt réels, un rééquilibrage mondial et une augmentation des taux de change réels dans les pays émergents. Cette dernière peut se produire soit au travers d'une hausse des taux de change nominaux, soit au travers d'une montée de l'inflation.

DEGRÉ MAXIMAL DE TOLÉRANCE A LA HAUSSE DES PRIX

Or, beaucoup de pays émergents atteignent leur degré maximal de tolérance à la hausse des prix. Dans ce cadre, une appréciation plus rapide des monnaies serait une mesure à envisager, en particulier en Chine. Car pour Pékin, une forte inflation serait un désastre bien plus grand qu'une modeste perte de compétitivité à l'extérieur. Et si la Chine laissait le yuan s'apprécier plus vite, il est probable que d'autres pays lui emboîteraient le pas.

Ces changements plausibles pourraient s'avérer douloureux. Une hausse des taux d'intérêt réels accroîtrait les difficultés des surendettés, particuliers comme Etats. De plus, les pays émergents chercheront à s'opposer à ces évolutions : les réserves mondiales ont encore augmenté de 2,192 milliards de dollars entre février 2009 et décembre 2010. Ce rythme d'accumulation est déstabilisant. Pourtant il se poursuit.

Le débat sur l'avenir du système monétaire mondial se poursuit. Mais, pragmatiquement, les pays émergents le modifient déjà. Ils se prémunissent contre les caprices de la finance mondiale en accumulant d'énormes créances sur les émetteurs de devises de réserve. Cet épisode doit se terminer. D'autant que l'inflation devient une préoccupation croissante.

Les forces structurelles sont aussi susceptibles de générer l'indispensable "grand rééquilibrage". Mais nous venons tout juste de nous engager sur la voie de l'ajustement. Attention : elle risque d'être cahoteuse (Traduit de l'anglais par Gilles Berton).

The great global rebalancing and its implications

Manoj Pradhan & Alan M. Taylora, March 29, 2011

Manoj Pradhan, a global EM economist, is an executive director at Morgan Stanley. Alan M. Taylora senior advisor at Morgan Stanley, is a professor of economics at the University of California, Davis. The opinions expressed are their own.

Policymakers have fretted about global imbalances for nearly a decade, but little consensus or clarity has emerged. Some saw problems created by surplus countries, others deficit countries. Many feared a fiscal-cum-balance of payments crisis in the U.S., but the crisis we got reflected private/financial failures. G20 proposals for collective action remain a work in progress. Uncoordinated policy actions triggered talk of currency wars.

As these debates drone on, there may be less cause for concern about global imbalances. Emerging market-developed market (EM-DM) relationships may revert to a more typical historical pattern. We highlight key areas of global adjustment in this scenario: shifts in capital flows, exchange rates and real interest rates.

The peculiar global macro configuration of the last 15 years was unprecedented. Capital flowed "uphill" from poor to rich countries — EMs saved more than they invested, the excess showing up as current account surpluses (net exports of EM goods) and financial outflows (net acquisition of DM assets). But digging deeper exposed a crucial fact: private capital still flowed "downhill" to EM economies in line with intuition, but offset by even larger "uphill" official flows, the reserves bought by EM central banks and sovereign wealth funds.

Despite allegations of strategic undervaluation, mercantilism, and the like, EMs had good reason to accumulate reserves as a precautionary measure. They had learned painful lessons from past crises. A loss of capital market access or sudden stop, or a bank/currency run or sudden flight, could trigger a vicious risk spiral linking currency crashes, banking panics and default.

In the 1997 Asian crisis, IMF help was seen as slow, limited, expensive and laden with unpleasant policy conditionality; economies, and their political leaders, suffered heavy damage. Reserve war chests were a "self insurance" response, obviating the need to rely on the kindness of strangers.

This reserve asymmetry is the first trend of note, a step-change in policy by EM countries in response to the 1990s crises. From 1990 to 2007 EM reserves rose from $195 billion to $4,284 billion (or from 4% of EM GDP to 21%). But is this now an ample war chest? Recent events suggest the answer is yes.

The 2008 crisis is the largest global shock since the Great Depression. Yet no EM country suffered any form of crisis, with reserves on hand to support currencies, insure against capital flight, fund fiscal stimuli and so on. Such a benign outcome was unthinkable a few years ago. While EM reserves might still grow gradually to track EM expansion, a continued aggressive step-change to augment reserves relative to GDP seems unlikely, as current war chests are evidently large enough to cope with severe macroeconomic disasters.

The other trend of note is growth asymmetry. Obviously, the recovery has been strong in EMs, weaker in DMs. But ongoing divergence could be driven by deeper fundamentals.

Near-term investment demand should be cyclically high as DM and EM make up for a pronounced "wait and see" postponement of capex; but the rebound may be larger in higher-growth EMs. This puts greater weight on EM investment going forward, an asymmetry amplified by the EM's growing weight in global GDP.

Meanwhile saving supply will likely fall. Globally the demographic burden provides a drag. In EM economies an offset may arise from milder precautionary saving (public and private) as their economic model has proved itself resilient. DM economies, although faced with deleveraging and/or austerity, may see saving remain flat or decline, given their greying populations.

Thus, we see lasting consequences beyond those unfolding in the immediate aftermath of the financial crisis:

- A huge rise in demand for capital in EMs with a more moderate increase in DMs. Talk of a savings glut or an investment drought may recede. The global real interest rate is likely to rise.

- Less saving flows out of EM economies. Growth prospects are the main driver but risk premia for newly resilient EMs may fall. If investment demand is muted in DMs, and saving flat, the shift is weaker in DMs. Global imbalances moderate, reinforcing the trends after the crisis.

- These current account shifts cannot be an "immaculate transfer" without real exchange rate adjustment. Recent real appreciation of EMs took the form of relative inflation and managed currencies (the latter creating political distractions). But EMs are likely to absorb further adjustment through nominal appreciation, given a triple whammy of cyclical reflation, growth differentials pushing nontradable inflation and oil/commodity price shocks.

Policymakers risk fighting the last war as macro-financial dynamics shift in the post-crisis era. The Great Reserve Accumulation was a response to specific historical circumstances: the once-in-a-history opening of emerging markets to economic and financial globalization and its attendant risks.

Emerging and developed economies may be engaged in a rather different dance as the next phase of global economic history unfolds.