

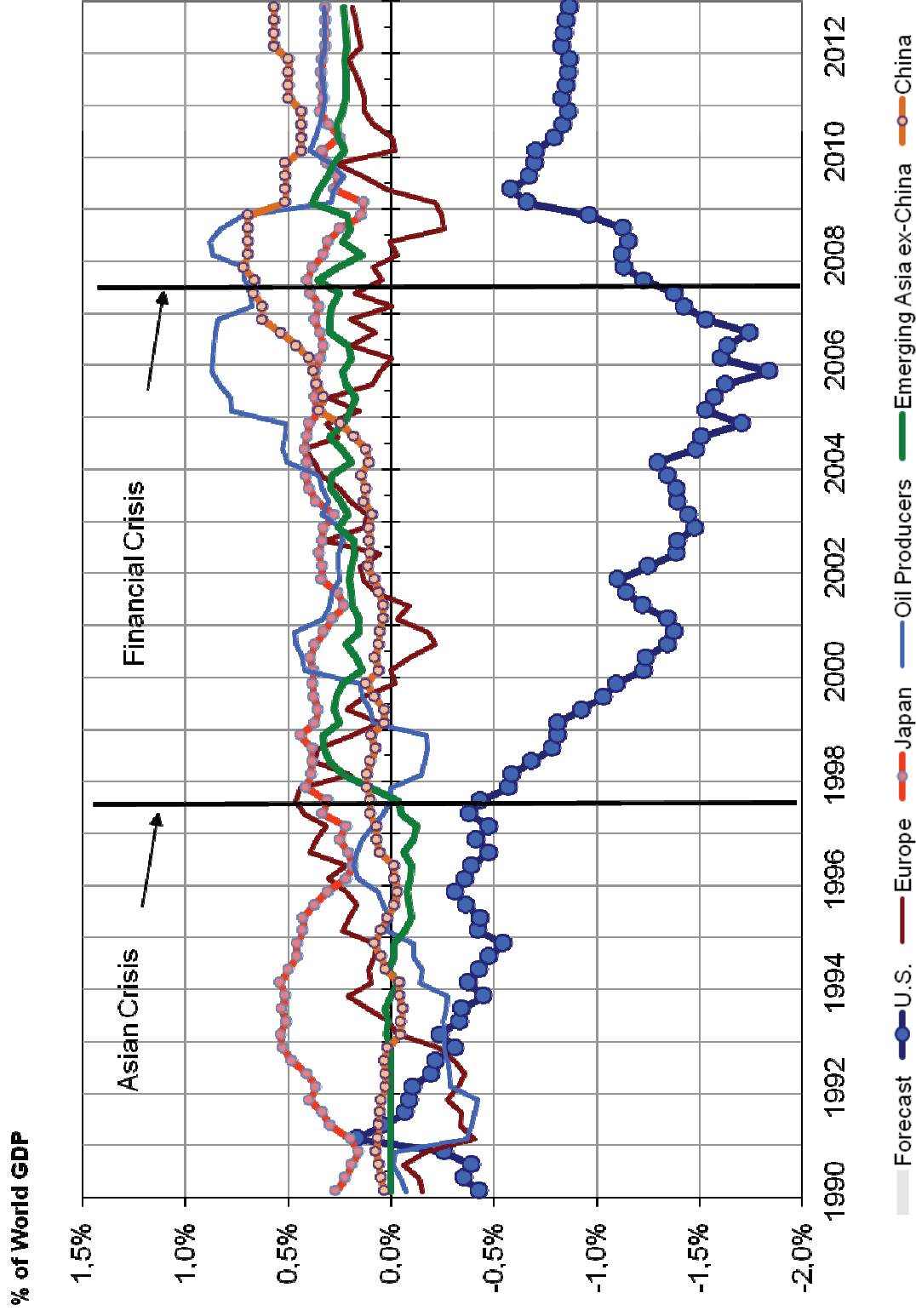
LA RÉSORPTION DES DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX À MOYEN TERME

Pierre-Olivier Gourinchas
U.C. Berkeley & SciencesPo

Remarques préparées pour le colloque « La croissance de
demain »,
Centre d'Analyse Stratégique,
Paris, Septembre 2011

LES DESEQUILIBRES GLOBAUX: 1990-2013

COMPTES COURANTS, EN PROPORTION DU PIB MONDIAL



L'ORIGINE DES DÉSÉQUILIBRES: UNE PÉNURIE D'ACTIFS SANS RISQUE

- Clé de compréhension importante de la crise.
- Asymétrie entre
 - Croissance des pays émergents (à la recherche de placements surs).
 - Retard en terme de développement financier de ces même pays (offre limitée de placements surs)
- Flux privés/flux publics
 - Demande privée (ménages, entreprises)
 - Demande publique: dans le contexte d'une intégration financière accrue, afin volonté de sécuriser les encours de crédits domestiques contre les crises (accumulation de réserves)
- Cette pénurie d'actifs sans risque explique:
 - Le développement de déséquilibres globaux, la demande d'actifs surs se reportant principalement sur les marchés US.
 - Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts réels
 - L'émergence d'actifs de substitution 'quasi-surs' ('private label', Grèce....)

LA CRISE

- Résulte des dysfonctionnements du secteur financier confronté a cet afflux massif de capitaux
 - Production d'actifs privés de piètre qualité (private label)
 - Excès d'endettement publics et privés (compte courant)
 - Bulles spéculatives et levier financier
- L'effondrement d'une partie du système financier provoque
 - Une ruée vers les actifs surs (valeurs refuge)
 - Une recalibration de ce qui constitue un actif sur: bons du Trésor US (T-bill), Allemands (Bund), Suisse, Gold (?)
 - La pénurie d'actifs sans risque atteint son paroxysme!

LES DÉSÉQUILIBRES À MOYEN TERME

- L'asymétrie persiste:
- Du côté de la demande:
 - Découplage des pays émergents et « Grande Convergence »
 - Absence de mécanisme alternatif à l'auto-assurance par l'accumulation de réserves.
 - Après une crise « réussie », relâchement des mesures prudentielle et réémergence de bulles de crédit (Brésil, Turquie, Chine(?)...)
- Du côté de l'offre:
 - Progrès limités de la réforme financière dans les pays avancés
 - Erosion de l'espace fiscal (Euro zone, UK, US)
 - Reclassement des actifs surs (produits structurés, dette souveraine)

UN PROBLÈME FONDAMENTAL: DILEMME DE TRIFFIN

- A terme, l'adéquation entre offre d'actifs sans risque et demande ne pourra plus être assurée par les US.
 - La capacité fiscale des US diminue en regard de l'économie mondiale
 - La faiblesse des taux conduit à des comportements d'endettement excessifs.
 - Le système financier est en équilibre instable, dans l'attente de l'émergence d'une nouvelle monnaie/actifs de réserve
- Euro? Yuan? Les perspectives d'internationalisation restent lointaines
 - Crise de l'Euro
 - Internationalisation progressive mais très lente du Yuan
- En l'attente d'une bascule vers un système multilatéral, l'économie mondiale reste instable
- Le système multilatéral lui-même peut être source d'instabilité
 - Compétition fiscale
 - Endogénéité du statut de monnaie de réserve
- Il est nécessaire de préparer des aujourd'hui cette transition en réfléchissant aux mécanismes possibles de fourniture de liquidité internationale.
- D'ici là, les déficits globaux vont probablement perdurer.