



Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre :

- le Conseil d'analyse économique,
- le Conseil d'analyse de la société,
- le Conseil d'orientation pour l'emploi,
- le Conseil d'orientation des retraites,
- le Haut Conseil à l'intégration.

▶ ACTES DE COLLOQUE

▶ Économie - Finances

Croissance et déséquilibres mondiaux

Approches chinoises et européennes

Centre d'analyse stratégique
23 mai 2011

PLUS
D'INFOS

www.strategie.gouv.fr

Contact Presse :

Jean-Michel Roullé, Responsable
de la Communication
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr
Tel : +33 (0) 1 42 75 61 37
Port. : 06 46 55 38 38

CONTACTS :

Centre d'analyse stratégique

▶ **Jean-Paul Nicolai**

Responsable du département Économie - Finances

jean-paul.nicolai@strategie.gouv.fr

Tél. : 01 42 75 60 06

▶ **Estelle Dhont-Peltrault**

Chargée de mission, département Économie - Finances

estelle.dhont@strategie.gouv.fr

Tél. : 01 42 75 63 17

SOMMAIRE

Allocutions d'ouverture

Vincent CHRIQUI , directeur général, Centre d'analyse stratégique.....	5
Laurent BATSCH , président, Université Paris Dauphine.....	6
CHANG Chun , directeur et professeur de finance, Shanghai Advanced Institute of Finance, Université de Jiao-Tong	6

Première session

Déséquilibres mondiaux et ordre monétaire international

Introduction

Christophe DESTAIS , directeur adjoint, Centre d'études prospectives et d'informations internationales.....	7
---	---

I. Les déséquilibres mondiaux et l'internationalisation du renminbi (RMB)

CHANG Chun , directeur et professeur de finance, Shanghai Advanced Institute of Finance, Université de Jiao-Tong	8
--	---

II. Causes et conséquences des déséquilibres mondiaux et intra-européens

Zsolt DARVAS , chercheur, Institut Bruegel et Institut économique de l'académie des sciences de Hongrie et professeur associé, Université de Corvinus (Budapest)	11
---	----

III. Le rééquilibrage de la croissance mondiale : un rôle modeste pour le renminbi

Helmut REISEN , responsable de la recherche et conseiller du directeur, Centre de développement, OCDE.....	19
--	----

IV. Déséquilibres mondiaux et ordre monétaire international

Matthieu BUSSIÈRE , chef du service macroéconomie internationale, Banque de France.....	25
---	----

Débat	30
--------------------	----

Deuxième session

Régulation financière : aspects macroéconomiques et sectoriels

Introduction

Arnaud RAYNOUARD , vice-président, Université Paris Dauphine.....	32
--	----

I. Le rôle des modèles économiques des banques dans la crise financière

Philip BOURKE , professeur de Finance, UCD Michael Smurfit Graduate School of Management, University College Dublin	32
---	----

II. Les produits dérivés et l'énergie atomique : perspectives de régulation	
YAN Hong , directeur adjoint et professeur de finance, Shanghai Advanced Institute of Finance, Université de Jiao-Tong	34
III. Les politiques macroprudentielles et la gestion du risque dans le secteur bancaire	
Sofiane ABOURA , maître de conférences en finance, Université Paris Dauphine.....	37
IV. La gestion du risque dans le secteur des assurances	
Olivier RAMOND , maître de conférences en finance, Université Paris Dauphine.....	40
Débat	42

Troisième session

Investissements directs étrangers et transferts de technologie

Introduction

Vincent CHRIQUI, directeur général, Centre d'analyse stratégique..... 45

I. IDE et transfert de technologie : le point de vue des multinationales chinoises

WANG Zhile, président, Beijing New Century Academy on Transnational Corporations et chercheur, Chinese Academy of International Trade and Economic Cooperation, Ministère du commerce 45

II. La Chine, l'UE et les IDE : quels enjeux ?

Françoise NICOLAS, directrice, Centre Asie, Institut français des relations internationales et maître de conférence associé, Université de Paris-Est 48

III. Les tendances chinoises en matière d'IDE entrants et sortants

Ghislain de MAREUIL, fondateur et associé, Shanghaïvest et avocat-conseil, Cabinet Allbright 53

IV. Partage d'expériences : deux exemples

A. Bluestar Silicones, filiale française de l'entreprise chinoise Bluestar

Olivier de CLERMONT-TONNERRE, directeur général adjoint : stratégie et développement groupe, Bluestar et membre du conseil d'administration, Groupe Bluestar..... 56

B. Huawei

François QUENTIN, président du conseil d'administration, Huawei Technologies France 59

Débat61

Conclusion

Benoît CŒURÉ, directeur général adjoint, direction générale
du Trésor et économiste en chef, ministère de l'Économie, des Finances
et de l'industrie 62

Allocutions d'ouverture

Vincent CHRQUI, directeur général, Centre d'analyse stratégique

Pour ce colloque intitulé « Croissance et déséquilibres mondiaux – Approches chinoises et européennes », le Centre d'analyse stratégique (CAS) a le plaisir de recevoir, pour la première fois, une délégation chinoise composée d'universitaires et de chefs d'entreprise.

Je remercie particulièrement Chang Chun et son équipe d'avoir accepté de participer à cette rencontre qui, je l'espère, permettra de renforcer notre dialogue avec la Chine. Nous devons, en effet, travailler étroitement avec nos homologues chinois pour comparer nos points de vue sur les problématiques mondiales, en particulier dans le domaine économique, afin d'identifier d'éventuelles pistes de coopération.

Je remercie également le président de l'Université Paris Dauphine, Laurent Batsch, de nous avoir aidés pour la conception et l'organisation de cette conférence. Enfin, je salue la présence d'Agnès Bénassy-Quéré, directrice du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), dont les connaissances sur l'économie chinoise et les déséquilibres mondiaux ont été indispensables à la préparation de cette réunion.

Nous sommes aujourd'hui confrontés à un moment clé pour l'économie mondiale. La reprise économique reste fragile car de nombreux déséquilibres – notamment financiers – subsistent. Le retour à un développement dynamique, durable et équilibré appelle des solutions coopératives auxquelles doit nécessairement être associée la Chine, compte tenu de son poids économique et de son rôle de premier plan dans la croissance mondiale. Le CAS a donc décidé de s'associer à l'Université Paris Dauphine et au Shanghai Advanced Institute of Finance (SAIF) pour engager une réflexion sur certains sujets cruciaux pour l'économie mondiale. Pour mémoire, le CAS, centre placé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer – au moyen de nombreux échanges – la décision publique notamment dans le domaine de l'économie.

Le colloque comporte trois sessions. Nous aborderons d'abord la question des déséquilibres macroéconomiques mondiaux qui ont été l'une des sources de la crise économique que nous venons d'affronter. La correction de ces déséquilibres paraît en effet indispensable pour retrouver le chemin d'une croissance pérenne. La réforme du système monétaire international, au cœur des discussions du G20, occupera une place importante dans nos échanges, durant lesquels nous évoquerons les rôles respectifs de l'euro, du dollar et du renminbi.

La deuxième session sera consacrée à la régulation financière. Cette question ne se pose pas dans les mêmes termes en Chine et dans les pays de l'OCDE, car leurs systèmes financiers sont très différents. Nous examinerons cependant les possibilités de les coordonner, en vue de jeter les bases d'un système financier international pouvant répondre aux besoins d'une économie mondiale post-crise. Il convient ainsi d'établir un cadre de régulation permettant d'éviter les dérives que nous avons connues, sans pour autant étouffer la reprise mondiale.

Enfin, nous confronterons les attentes chinoises et européennes en matière d'investissements directs étrangers (IDE), alors que la Chine, longtemps récipiendaire, devient également émettrice. Les Chinois continuent d'accueillir des IDE, en s'efforçant d'associer leur réception à des transferts de technologie. Ces questions stratégiques pour la Chine et ses partenaires feront donc l'objet d'une discussion

pragmatique afin d'identifier les avantages et les inconvénients découlant des décisions des responsables chinois.

Cette journée sera clôturée par une intervention de Benoît Coeuré, directeur général adjoint du Trésor, qui dressera un état des lieux des discussions tenues dans le cadre du G20. Son exposé sera une conclusion idéale à cette réunion, qui s'annonce passionnante.

Je remercie tous les participants ainsi que l'ensemble des intervenants ayant accepté de prendre part à ce débat, Je remercie particulièrement les membres de la délégation chinoise pour leur présence à nos côtés et laisse la parole à Laurent Batsch.

Laurent BATSCH, président, Université Paris Dauphine

L'Université Paris Dauphine se félicite de participer à ce colloque aux côtés des membres du CAS, du CEPIL et de nos amis chinois. Lors de ma dernière visite à l'Université Jiao-Tong de Shanghai, j'ai été impressionné par les projets économiques et financiers développés par le SAIF, avec lequel notre université compte approfondir ses relations. Il est primordial que les sujets d'intérêt mondial soient abordés dans le cadre de discussions rassemblant universitaires et décideurs à l'échelon international. Je me réjouis donc que ce colloque réunisse des experts chinois et européens pour échanger sur les thèmes de la croissance et des déséquilibres mondiaux. Nous espérons que ce partenariat se poursuivra et que de nouveaux projets analogues verront le jour.

CHANG Chun, directeur et professeur de finance, Shanghai Advanced Institute of Finance, Université de Jiao-Tong

Je suis ravi d'être de retour à Paris et de participer à ce colloque qui tombe à point nommé. Je remercie nos amis français pour leur invitation. Permettez-moi d'abord de dire quelques mots sur l'institut que je dirige. Le SAIF a été créé il y a deux ans par l'Université Jiao-Tong et le Gouvernement de Shanghai, qui a fourni la majorité des fonds nécessaires à sa construction. Nous souhaitons que cet institut soit conforme aux standards internationaux en matière d'enseignement, de gestion et de recherche, afin d'aider la ville de Shanghai à devenir un véritable centre financier international. En matière de recherche, nous collaborons étroitement avec la Banque de Chine sur des sujets comme l'internationalisation du renminbi et l'intégration du système financier chinois au système financier international.

Les thèmes retenus pour les trois tables rondes sont assurément pertinents. Selon moi, les déséquilibres mondiaux sont étroitement liés à l'ordre monétaire international, dans le sens où ses faiblesses constituent l'un des facteurs de ces déséquilibres. La question de la régulation financière est également sensible. Avant mon départ pour Paris, j'ai participé à une réunion rassemblant le gouverneur de la Banque centrale de Chine et les présidents de nos trois commissions de régulation financière, au cours de laquelle ont été discutés les accords de Bâle III et leur impact sur la finance chinoise. Notre pays désire en effet bénéficier de l'expérience des États européens en matière de régulation financière. Enfin, le développement des IDE chinois et à destination de la Chine est un sujet capital pour nos économies, *a fortiori* en cas d'internationalisation du renminbi. Les opportunités offertes par cette évolution n'auront d'égal que les défis auxquels la Chine et ses partenaires seront confrontés. Il me semble donc opportun d'étudier l'ensemble de ces questions au cours de ce colloque, afin que chacun puisse faire part de son expérience et contribue à l'enrichissement mutuel des participants.

Première session

Déséquilibres mondiaux et ordre monétaire international

Introduction

Christophe DESTAIS, directeur adjoint, Centre d'études prospectives et d'informations internationales

Le titre de cette première session est pour le moins paradoxal, étant donné que nous allons parler à la fois de « déséquilibres » et d'« ordre ». Nos échanges viseront essentiellement à définir des pistes permettant de résoudre ce paradoxe.

La croissance mondiale est aujourd'hui profondément déséquilibrée. Nous avons d'un côté les pays exportateurs nets de biens et de capitaux comme la Chine, le Japon, les pays de l'OPEP ou l'Allemagne. De l'autre côté du spectre, se trouvent les pays importateurs nets comme les États-Unis ou les pays déficitaires de la zone euro. Les facteurs ayant contribué à la naissance et à la pertinence de ces déséquilibres sont nombreux :

- le niveau d'épargne net dans les pays excédentaires et déficitaires ;
- les politiques de taux de change dans les pays excédentaires ;
- l'augmentation des prix des produits de première nécessité ;
- les politiques fiscales et monétaires conduites dans les pays déficitaires ;
- le recyclage de l'épargne mondiale dans le système financier américain, insuffisamment régulé ;
- le statut du dollar américain en tant que principale devise internationale.

Il est difficile d'évaluer la contribution de chacun de ces facteurs aux déséquilibres mondiaux et à la crise financière que nous venons de traverser. Quoi qu'il en soit, cette crise n'a pas permis de corriger les déséquilibres. Elle les a même aggravés. Néanmoins, les pays du G20 ont pris conscience que la résorption de ces déséquilibres ne pouvait découler que d'une concertation accrue, autour de sujets comme la redéfinition du système monétaire international.

À cet égard, nous avons constaté que la Chine avait multiplié les efforts en vue d'internationaliser sa devise : le renminbi. Dans un article récent portant sur le commerce international de la Chine, Barry Eichengreen (UC Berkeley) écrit que près de 80 000 sociétés chinoises payent dorénavant leurs règlements transfrontières en renminbi. Les compagnies étrangères acquièrent donc des renminbis, dont la plupart s'accumulent dans les comptes de dépôt à Hong-Kong (10 % des réserves étrangères de la région sont en renminbis). Ces devises retournent ensuite en Chine sous forme d'obligations (*Dim Sum Bonds*) ou de prêts interbancaires.

Notre panel d'économistes, experts de la Chine, devrait nous aider à mieux saisir ces enjeux. Notre premier intervenant, Chang Chun est Directeur exécutif du SAIF, également professeur de Finance à l'Université Jiao-Tong et diplômé (doctorat) de la *Kellogg Graduate School of Management* de l'Université Northwestern de Chicago. Il a été le premier Chinois à obtenir une chaire professorale dans une université américaine, en l'occurrence l'Université du Minnesota, où il a enseigné durant 17 ans. Il est ensuite retourné en Chine pour enseigner à la *China Europe Business School*. Ses sujets de prédilection sont la finance d'entreprise, la régulation bancaire, la gestion du risque et le système financier international.

I. Les déséquilibres mondiaux et l'internationalisation du renminbi

CHANG Chun, directeur et professeur de finance, Shanghai Advanced Institute of Finance, Université de Jiao-Tong

1. Les causes des déséquilibres

Des stratégies de développement différentes en Chine et dans les pays de l'OCDE

La Chine a mené, durant ces trente dernières années, une stratégie de développement centrée sur les exportations, avec le succès que vous connaissez. Dans le même temps, les États-Unis ont poursuivi une politique visant à renforcer la valeur du dollar, en profitant de son rôle central dans le système monétaire et financier international. En outre, les États européens se sont dotés d'une solide monnaie de réserve internationale : l'euro. Nous avons donc une Chine focalisée sur ses exportations et des pays occidentaux possédant de solides monnaies de réserve internationales.

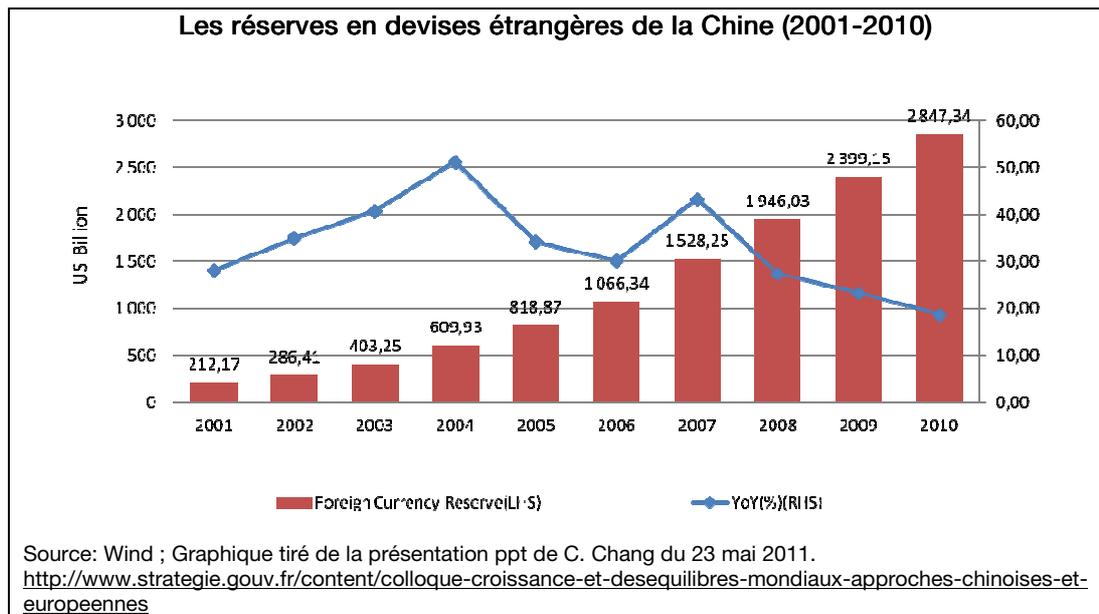
C'est dans ce cadre déséquilibré que s'est produite une explosion des échanges commerciaux. La position forte du dollar, qui est en partie à l'origine de la crise financière que nous venons de traverser, s'est traduite aux États-Unis et dans les économies développées par des importations et une consommation massives de biens à bas prix, qui ont permis aux pays de l'OCDE de croître sans pression inflationniste. En parallèle, les mouvements de capitaux se sont concentrés sur la Chine, qui a connu des taux de croissance exceptionnels et qui a pu ensuite financer la dette et la consommation américaines. L'économie mondiale a donc été confrontée à des déséquilibres à la fois monétaires et commerciaux, qui persistent encore aujourd'hui.

Une situation qui ne peut plus durer

L'afflux de capitaux entrants a permis à la Chine de constituer de confortables réserves de devises étrangères, estimées à 3 000 milliards de dollars au premier trimestre 2011. Le gouverneur de la Banque centrale de Chine a officiellement déclaré que ce montant était très nettement supérieur à ce dont notre pays avait besoin.

De surcroît, nos responsables ont pris conscience qu'une croissance centrée sur les exportations n'était pas durable, en raison du ralentissement de l'économie américaine et de la fragilité de la zone euro, touchée par la récession et les crises de la dette souveraine. La Chine sait donc qu'elle ne peut plus uniquement s'appuyer sur ses exportations pour assurer la pérennité de sa croissance. Toutefois, si la nécessité de réorienter sa stratégie de développement fait l'objet d'un large consensus, la mise en œuvre de cette nouvelle politique reste difficile en raison des résistances du secteur exportateur.

Par ailleurs, je considère qu'il est nécessaire de procéder à une redéfinition du système monétaire et financier international. La forte valeur du dollar et son statut de devise de référence ont joué sur les taux élevés de consommation enregistrés dans les économies avancées comme les États-Unis. La demande étant essentiellement concentrée sur les produits chinois, on peut considérer que la faiblesse internationale du renminbi a aggravé ce phénomène. Si la Chine est consciente de la nécessité de changer cet état de fait, les défis à relever restent importants.



2. L'internationalisation du renminbi et la correction des déséquilibres

L'internationalisation du renminbi présente plusieurs avantages. D'abord, si le renminbi devient une devise internationale et peut sortir de Chine en tant que telle, les flux entrants de devises étrangères seront compensés et nos réserves diminueront pour atteindre un niveau plus conforme à nos besoins. Ensuite, la possibilité d'effectuer davantage de paiements transfrontières en monnaie nationale stimulera la demande intérieure et entraînera une hausse des importations.

Les différentes étapes menant à l'internationalisation du renminbi ont été discutées au sein des cercles de décision chinois. Certaines ont déjà été franchies, alors que d'autres font encore l'objet de débats pour identifier les priorités.

Vers une internationalisation progressive du renminbi

Des règlements commerciaux en renminbis

La Chine a commencé, en 2010, à régler certaines transactions internationales en renminbis. Ces paiements sont en nette progression, en particulier pour les importations provenant de zones géographiquement proches.

La création de marchés offshore du renminbi

La Chine a déjà instauré un marché du renminbi à Hong-Kong et envisage d'en lancer un autre à Singapour. Le marché de Hong-Kong connaît une croissance rapide avec de plus en plus de comptes de dépôts libellés en renminbis, comme l'a déjà indiqué Christophe Destais. Pékin a permis que certains montants soient rapatriés sur le continent pour être investis sur le marché interbancaire national. Il est également prévu, dans les prochains mois, que les capitaux rapatriés puissent être investis en bourse.

Un régime de taux de change davantage basé sur le marché

Le mécanisme de fixation du taux de change du renminbi a longtemps été critiqué à l'étranger pour sa rigidité. C'est aujourd'hui au tour des responsables chinois de douter de la pertinence de ce système. La rigidité de notre régime de taux de change a en effet provoqué, ces derniers mois, une accélération du taux d'inflation, ce qui constitue potentiellement une menace pour la stabilité sociale de notre pays. Nous savons que nous serons moins exposés au risque d'inflation si notre mécanisme de

taux de change est davantage basé sur le marché, mais nous devons là encore affronter certaines réticences. Il est difficile de passer de la théorie à la pratique, mais nous espérons faire évoluer notre système de change d'ici trois à cinq ans, car il s'agit d'une étape cruciale dans le processus d'internationalisation du renminbi.

La libéralisation des comptes de capitaux

Nos comptes de capitaux ont déjà été libéralisés puisque les renminbis sont aujourd'hui autorisés à franchir les frontières. Toutefois, nous devons encore assurer la convertibilité totale de notre monnaie, qui ne sera effective que dans les cinq prochaines années. La libéralisation complète ne sera pas décrétée subitement, mais nous tâcherons de créer progressivement les conditions nécessaires à cette opération.

L'intégration du renminbi aux monnaies de réserve internationales

L'évolution du renminbi vers un statut de monnaie de réserve internationale est la dernière étape du processus d'internationalisation de cette devise. Pour cela, le renminbi doit d'abord intégrer le panier de monnaies utilisé pour déterminer les droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. Le SAIF a récemment étudié l'impact de cette opération pour en identifier les risques, notamment en termes de volatilité. Nous pensons que cette inclusion peut s'opérer sans que le renminbi soit totalement convertible. Dans ce cas, les DTS incluant le renminbi ne seraient pas essentiellement utilisés comme monnaie de transaction, mais comme des outils d'ancrage monétaire permettant de mieux coordonner les politiques macroéconomiques mondiales. Qui plus est, les nouveaux DTS pourraient également intégrer d'autres devises émergentes afin de mieux refléter la nouvelle donne économique mondiale.

De nombreux défis à relever avant l'internationalisation du renminbi

Les défis internes

Nous devons d'abord libéraliser le taux d'intérêt du renminbi, ce qui n'est pas une étape facile. Si les marchés fixent déjà la valeur de certains taux d'intérêt, c'est bien la Banque centrale qui détermine encore la majorité de ces taux, surtout dans le secteur bancaire. Cette situation n'étant pas durable, la Chine doit s'engager dans un processus de libéralisation du taux d'intérêt du renminbi, même si les banques, qui devront alors porter plus de risques, manifestent encore quelques réticences.

La Chine doit également se doter d'un système financier plus sophistiqué et d'institutions financières plus fortes. Elle doit créer des produits financiers libellés en renminbis plus sophistiqués, même si cela conduit à une multiplication des risques encourus. Les institutions financières chinoises doivent justement parvenir à gérer ces risques supplémentaires et à faire face à la concurrence internationale, dans la perspective d'une augmentation des flux entrants et sortants de renminbi et de devises étrangères.

Enfin, les sociétés chinoises devront aussi accepter de gérer davantage de risques financiers. Il leur sera difficile de se départir de leur préférence pour les exportations, mais la libéralisation des comptes de capitaux les obligera à appréhender plus de risques qu'auparavant.

Les défis externes

Si le renminbi obtient le statut de monnaie de réserve internationale et prend de la valeur en raison de la flexibilité accrue de son taux de change, les pays étrangers importeront moins de produits chinois, car ceux-ci seront devenus moins compétitifs en termes de prix. Cela peut avoir un impact positif dans la perspective de réduction des déséquilibres mondiaux, comme nous l'avons déjà évoqué. Cependant, la hausse des prix chinois conduira notre pays sur une pente inflationniste, qui sera malvenue

dans le contexte de croissance mondiale ralentie que nous connaissons. Imaginez un instant que la Chine procède à une réévaluation subite de sa monnaie : l'impact serait considérable à la fois pour elle et pour les consommateurs du monde entier.

L'appréciation du renminbi amènera également la Chine à importer davantage de biens qu'auparavant, ce qui entraînera une hausse des flux sortants de capitaux. Ces flux seront également gonflés par le simple fait que les capitaux seront totalement libres de circuler, ce qui n'est pas sans poser quelques questions. Vers quels pays et dans quels domaines ces capitaux seront-ils affectés ? Il est difficile de connaître la stratégie de long terme de Hong-Kong, mais vous pouvez imaginer les défis auxquels la région sera confrontée en cas d'afflux massifs de renminbis. La monnaie chinoise pourrait éventuellement remplacer le dollar de Hong-Kong pour la majorité des transactions, ce qui constituerait un bouleversement considérable.

Le dernier défi externe auquel nous sommes confrontés coule de source : il faudra que la communauté internationale et ses principales économies acceptent que le renminbi devienne une monnaie de réserve internationale. Cela prendra du temps, mais je suis persuadé que les mentalités évolueront dans ce sens.

Conclusion

L'internationalisation du renminbi constitue l'une des priorités stratégiques du gouvernement chinois, en dépit des résistances et des risques de court terme engendrés par ce processus. Cette stratégie servira à la fois la Chine et ses partenaires, dans la mesure où l'économie mondiale sera mieux équilibrée et gagnera en durabilité. Je suis convaincu que le reste du monde doit soutenir la Chine dans la poursuite de cet objectif.

II. Causes et conséquences des déséquilibres mondiaux et intra-européens

Zsolt DARVAS, chercheur, Institut Bruegel et Institut économique de l'académie des sciences de Hongrie et professeur associé, Université de Corvinus (Budapest)

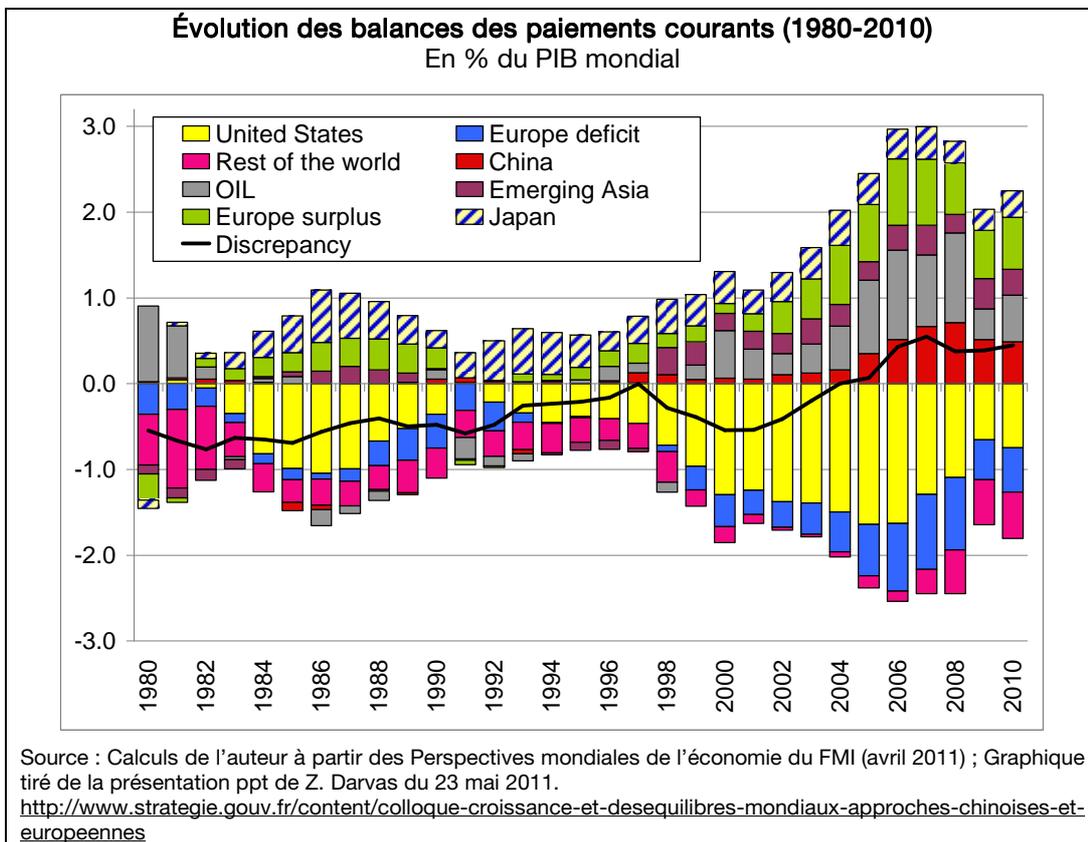
Avant de définir les causes et les conséquences des déséquilibres mondiaux et européens, il faut resituer l'évolution des balances courantes et des réserves de devises étrangères détenues par les principales économies.

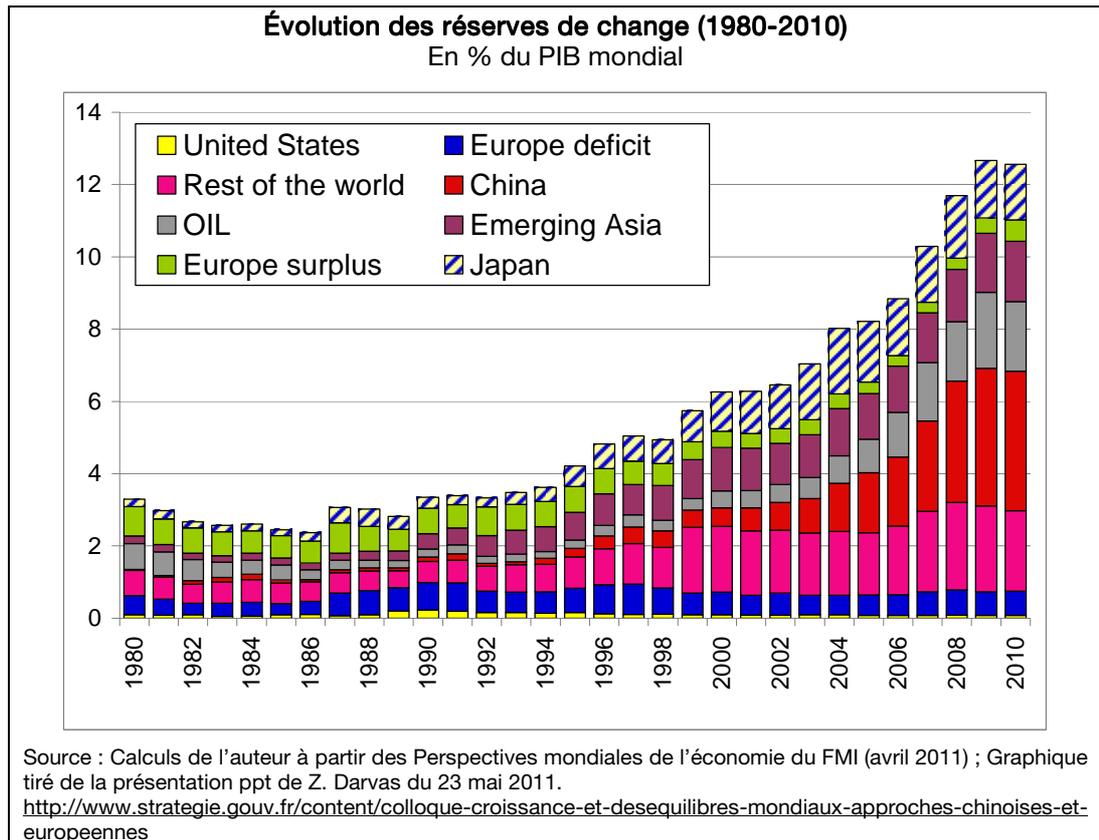
1. Un accroissement continu des déséquilibres courants et des réserves en devises étrangères

Les États-Unis et la majorité des pays européens n'ont cessé d'enregistrer, à partir du milieu des années 1990, un accroissement continu de leurs déficits courants. À l'inverse, la Chine, le Japon, les pays de l'OPEP et de l'Asie émergente et certains pays européens ont pu s'appuyer sur des balances courantes de plus en plus excédentaires. Les déséquilibres se sont donc accrus, jusqu'à ce que la crise financière et économique de 2007-2008, qui a eu pour effet de réduire à la fois les déficits et les excédents, vienne légèrement les corriger (2009). Néanmoins, les données pour l'année 2010 montrent que ces déséquilibres sont de nouveau croissants. Cette tendance devrait, selon les prévisions, s'accroître dans les années à venir.

Parallèlement à l'accroissement des déséquilibres courants, les réserves de devises étrangères ont connu une explosion sans précédent. Leur part dans le PIB mondial

s'est considérablement accrue, notamment au profit de la Chine, qui détient environ 30 % des réserves de devises étrangères mondiales. Je suis d'ailleurs ravi que, comme l'a souligné Chang Chun, le gouverneur de la Banque centrale de Chine ait enfin reconnu que ces réserves dépassaient largement les besoins chinois, même si celles-ci devraient continuer d'augmenter. Les pays de l'OPEP ont également accumulé de nombreuses devises étrangères, mais à un degré moindre que la Chine, alors que ce sont eux qui ont connu les plus forts accroissements en matière d'excédents courants.





Les facteurs de déséquilibres mondiaux

Des pays à balance courante excédentaire

Les balances courantes excédentaires dans les pays émergents s'expliquent par plusieurs facteurs.

Le lissage de la consommation, a surtout été observé dans les pays de l'OPEP et les pays exportateurs de matières premières, qui se sont efforcés de canaliser les recettes de leurs exportations dans les placements d'épargne.

Le souci de se prémunir contre les crises s'est accentué à l'issue des chocs qui ont frappé l'économie mondiale au cours des trois dernières décennies : crise latino-américaine en 1982, crise asiatique en 1997-1998, crise argentine de 2001, crise brésilienne de 2002, etc. L'enchaînement de ces crises a sensibilisé les États émergents aux risques liés aux transferts de capitaux et les a incités à accumuler des réserves afin de se prémunir contre ces risques. Nous observons d'ailleurs que ce sont les pays asiatiques et sud-américains les mieux dotés en réserves qui ont fait preuve de la meilleure résilience après la crise de 2007-2008. L'accumulation de réserves est aussi liée à la perception, dans certains pays émergents, du rôle négatif du FMI. De nombreux États, notamment en Asie, ont considéré que leur sauvetage en cas de crise passerait par l'utilisation de leurs propres réserves et non par l'intervention de l'institution de Washington.

De nombreux pays, dont la Chine, ont maintenu leur monnaie à un faible niveau afin de doper leurs exportations, vitales pour leur développement. Cette politique a été suivie en dépit des critiques qui se sont élevées à l'encontre de certaines monnaies, accusées d'être sous-évaluées, et malgré les risques d'inflation qu'elle pouvait engendrer.

Plusieurs mécanismes existent au niveau du FMI, en Asie (Initiative de Chiang Mai) ou dans l'Union européenne pour se protéger contre la fuite des capitaux. Néanmoins, peu de pays ont accordé leur confiance à ces filets de sécurité. Force est de constater que la plupart se sont révélés inefficaces ou d'une faible capacité de résistance face à la crise de 2007-2008.

La faiblesse des marchés financiers des pays émergents est indéniable, en particulier en Inde et en Chine. Une grande partie de la population de ces deux États n'a pas accès au système bancaire et ne peut donc épargner ou emprunter. Les pays émergents ne peuvent pas non plus proposer des véhicules d'investissement intéressants. Si leurs entreprises souhaitent investir dans des titres sécurisés, elles n'ont d'autre choix que de se tourner vers les marchés américains, japonais ou européens.

Enfin, l'accumulation de réserves peut aussi s'expliquer, pour certains pays, par la volonté de s'afficher comme des puissances politiques et économiques.

Des balances courantes excédentaires sont également le fait de deux pays développés : l'Allemagne et le Japon.

Ces deux pays ont connu une décennie de stagnation de la demande intérieure et de lente croissance économique. Toutefois, l'excellence et la compétitivité de leur secteur exportateur leur ont permis d'enregistrer de solides excédents commerciaux et courants jusqu'à la crise de 2007-2008. On remarque également que les populations japonaises et allemandes sont toutes deux vieillissantes, ce qui a encouragé leur gouvernement respectif à favoriser l'épargne afin d'anticiper l'augmentation croissante du nombre de pensionnés.

Des pays à balance courante déficitaire

Concernant les États-Unis, Chang Chun a déjà évoqué le rôle crucial du facteur monétaire, dont les origines sont à chercher dans deux directions.

D'abord, le gouvernement américain a adopté une politique monétaire laxiste après la récession de 2001. Les taux d'intérêt ont longtemps été maintenus à un niveau très bas, ce qui a provoqué, outre une hausse du prix des actifs et des effets de levier excessifs, un boom de la consommation à l'origine d'un accroissement des importations. Le déficit courant des États-Unis serait donc, pour certains, essentiellement lié aux politiques menées par Washington.

Cette théorie est cependant loin de faire l'unanimité. Nombreux sont ceux qui soulignent que les États-Unis ont dû faire face à un excédent mondial d'épargne (*global savings glut*), selon l'expression consacrée par Ben Bernanke. L'actuel président de la Fed avait déclaré, en 2005, que les excédents d'épargne, majoritairement asiatiques, avaient poussé les taux d'intérêt américains vers le bas. Ainsi, même avec une politique monétaire moins laxiste, les taux d'intérêt à long terme seraient restés à un niveau relativement peu élevé.

Il est difficile d'estimer laquelle de ces deux explications doit être privilégiée. Quoi qu'il en soit, le rôle central des États-Unis dans le système monétaire international a inévitablement pesé dans le fait que l'Amérique ait attiré un grand nombre de capitaux.

Concernant les pays européens, les plus déficitaires sont l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Là encore, les déficits courants sont liés à plusieurs facteurs, tantôt positifs ou négatifs. Du côté des facteurs positifs, on peut noter que l'intégration de l'Europe a favorisé une meilleure utilisation de l'épargne. Celle-ci est transférée des pays à faible croissance aux États à forte croissance, alors que nous constatons le phénomène inverse au niveau mondial. Cette situation favorable a néanmoins été contrebalancée par des facteurs négatifs, comme la baisse de compétitivité et les booms immobiliers ou de la consommation enregistrés dans certains pays. Je reviendrai plus tard sur ce sujet.

Conclusion

Les déséquilibres mondiaux résultent d'une interaction de différents facteurs qui ne sont pas nécessairement négatifs. Par exemple, la croissance rapide en Chine a provoqué une hausse des prix du pétrole, ce qui s'est avéré dommageable pour les pays importateurs et favorable pour les pays de l'OPEP. Ces pays ont investi les recettes supplémentaires qu'ils tiraient de leurs exportations aux États-Unis, comprimant ainsi les taux d'intérêt et provoquant les différents booms que nous venons d'évoquer.

2. Le rôle des déséquilibres mondiaux dans la crise

Un rôle direct ou indirect ?

Certains experts estiment que les déséquilibres mondiaux n'ont joué aucun rôle dans la crise financière et économique que nous venons d'affronter. D'autres, comme les experts de l'Autorité britannique des services financiers (FSA), estiment que la crise est liée « à une interaction entre les déséquilibres macroéconomiques – qui se sont accrues durant la dernière décennie – et les innovations du marché financier ». Je pense que cette citation reflète assez bien la situation que nous connaissons.

Ainsi, ce n'est pas la correction forcée des déséquilibres courants mondiaux qui a déclenché la crise. Rien n'indiquait, dans les prévisions du FMI de 2005 et 2006, que le système financier américain allait s'effondrer. En revanche, il était clairement énoncé que le déficit courant des États-Unis pouvait déclencher une crise du dollar. Pourtant, les États-Unis ont accueilli plus de capitaux pendant la crise et la valeur du dollar s'est appréciée, contrairement aux prévisions du FMI. Il n'y a donc pas eu de correction forcée des balances courantes.

On peut néanmoins considérer que les déséquilibres mondiaux ont joué un rôle indirect dans le déclenchement de la crise. J'ai déjà mentionné le rôle important des mouvements de capitaux à destination des États-Unis, qui ont provoqué des mutations de la balance courante et une baisse des taux d'intérêt. Ces changements ont entraîné des effets de levier excessifs, qui ont à leur tour débouché sur un excès d'intermédiation financière. Les observateurs ont également relevé une explosion de la demande d'actifs sécurisés, qu'il s'agisse des bons du Trésor ou des produits financiers notés AAA (comme les *collateralized debt obligations* - CDO). Si les premiers ont effectivement fait la preuve de leur sécurité, certains produits notés AAA se sont révélés plus nocifs que prévu.

Conséquences à long terme des déséquilibres mondiaux

La persistance des déséquilibres mondiaux pourrait avoir plusieurs conséquences à long terme. D'abord, il est possible que nous soyons confrontés à de nouvelles crises survenant selon le même schéma que celle de 2007-2008 : des flux de capitaux étrangers convergeant vers les États-Unis et tirant les taux d'intérêt à long terme à la baisse.

Ensuite, l'afflux de capitaux vers l'Amérique pourrait avoir un impact sur la politique fiscale de Washington, alors que la dette américaine continue d'augmenter. Le faible niveau des taux d'intérêt autorise en effet les États-Unis à prévoir un déficit budgétaire élevé, même s'ils ne possèdent pas de stratégie de sortie clairement définie. Les marchés pourraient toutefois prendre peur et exiger une correction de la dette américaine.

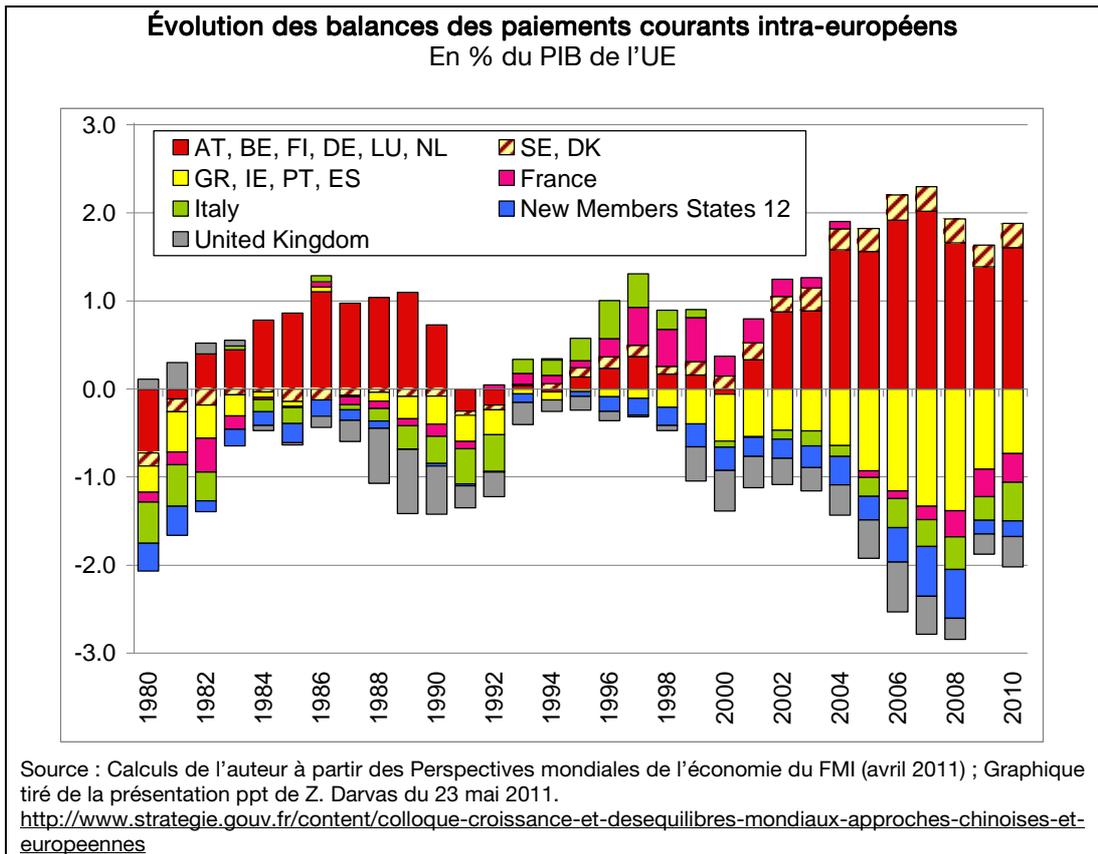
De la même façon, ces marchés pourraient exiger une correction de la dette extérieure des États-Unis, qui avaient jusqu'à maintenant l'habitude d'emprunter des capitaux dans des pays à faibles taux d'intérêt pour les placer dans des pays aux taux d'intérêt élevés. Cela leur permettrait d'éviter une explosion de leurs actifs nets étrangers, malgré l'accroissement continu de leur déficit courant. Il semblerait pourtant que cette stratégie ne puisse perdurer en raison du caractère de moins en moins durable de la dette extérieure américaine.

Enfin, la réduction progressive de la part des États-Unis dans la production mondiale devrait miner la capacité de Washington à fournir des liquidités en cas de crise. Cela pourrait inciter les détenteurs de titres américains à diversifier leur porte-monnaie et à se tourner vers une autre devise que le dollar. S'il n'existe pas pour le moment d'alternatives crédibles, l'internationalisation progressive du renminbi et la remontée en puissance des pays de la zone euro pourraient, à long terme, contrarier la position du dollar.

Sachez également que la Banque centrale du Canada a effectué une simulation pour estimer la production mondiale en 2015, sur la base de deux scénarios : l'un où les pays du G20 entameraient une véritable coopération pour réduire les déséquilibres mondiaux, et l'un où les marchés contraindraient les économies développées à des ajustements fiscaux, les entraînant ainsi sur une pente déflationniste. Il apparaît que la production mondiale pourrait enregistrer un déficit de 7 000 milliards de dollars si le deuxième scénario venait à se concrétiser. La réduction des déséquilibres mondiaux semble donc inévitable pour éviter cette issue néfaste pour l'économie mondiale.

3. Les facteurs de déséquilibres intra-européens

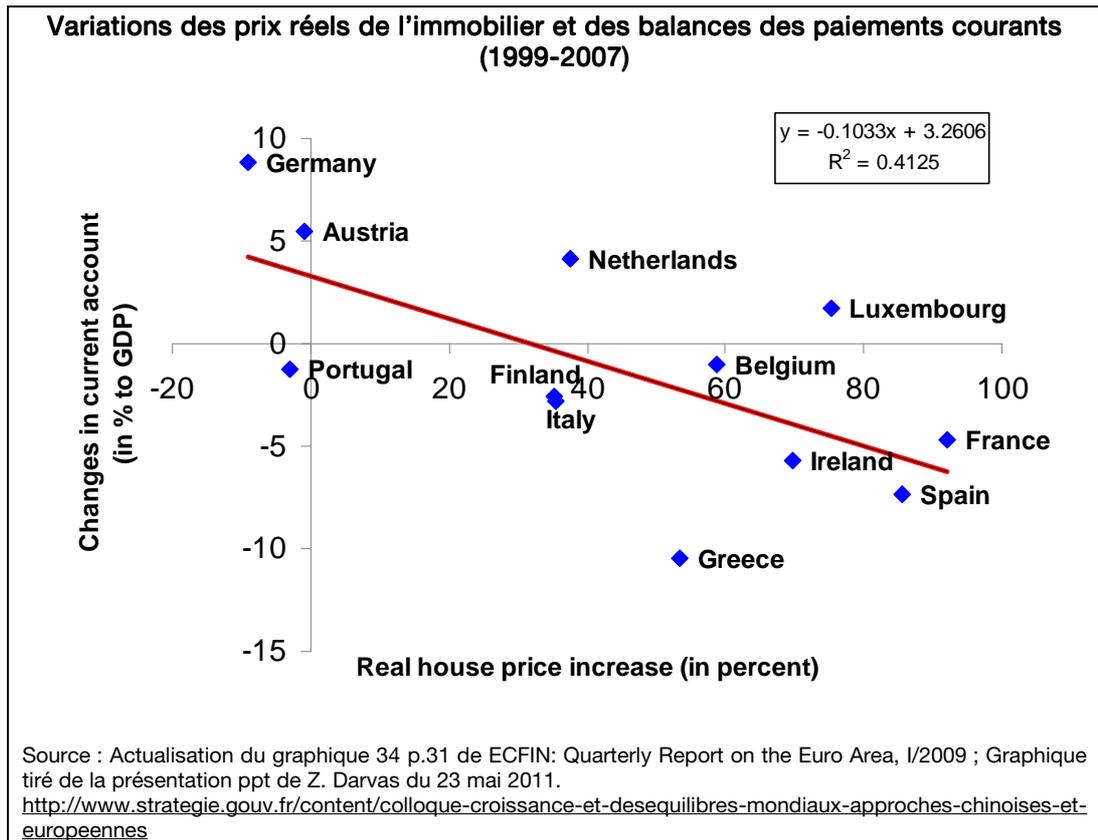
On dénombre six pays connaissant régulièrement des excédents courants : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, le Luxembourg et les Pays-Bas. À l'inverse, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal enregistrent fréquemment des déficits. De manière générale, les déficits et les excédents se sont accentués depuis une quinzaine d'années, contribuant ainsi à l'augmentation des déséquilibres intra-européens. La crise de 2007-2008 a permis une légère correction de ces déséquilibres, mais ils devraient néanmoins persister dans les années à venir. Il est cependant intéressant de constater que la zone euro connaît, dans son ensemble, une situation d'équilibre.



Les différences de prix dans le secteur immobilier

Les pays ayant connu une véritable hausse des prix depuis 1999 (France, Espagne, Irlande) n'ont pas réagi pareillement face à la crise de 2007-2008 : les prix français ont connu une légère baisse, tandis que les prix espagnols et surtout irlandais ont véritablement dégringolé. En effet, la part du BTP dans le PIB français n'avait pas sensiblement augmenté, contrairement à ce qu'il s'était passé en Espagne et en Irlande où cette part avait quasiment doublé.

En outre, la plupart des pays ayant connu une augmentation rapide des prix de l'immobilier ont enregistré une plus forte détérioration de leur déficit courant. À l'inverse, les pays où les prix de l'immobilier sont restés stables ou ont peu augmenté ont enregistré une plus faible détérioration de leur déficit (ou une amélioration de leur excédent, le cas échéant). Les booms du crédit au secteur privé en Irlande et en Espagne ont également pesé dans cette hausse des prix de l'immobilier.



Les différences de coûts dans le secteur manufacturier

Entre 1999 et 2010, de nombreux pays de la zone euro ont enregistré une baisse du coût du travail dans le secteur manufacturier, gagnant ainsi en compétitivité. C'est notamment le cas de l'Allemagne, de la Finlande, mais également de l'Irlande. À l'inverse, l'Espagne a connu une augmentation du coût du travail dans ce secteur et dans d'autres domaines de son économie, contribuant ainsi à miner sa compétitivité.

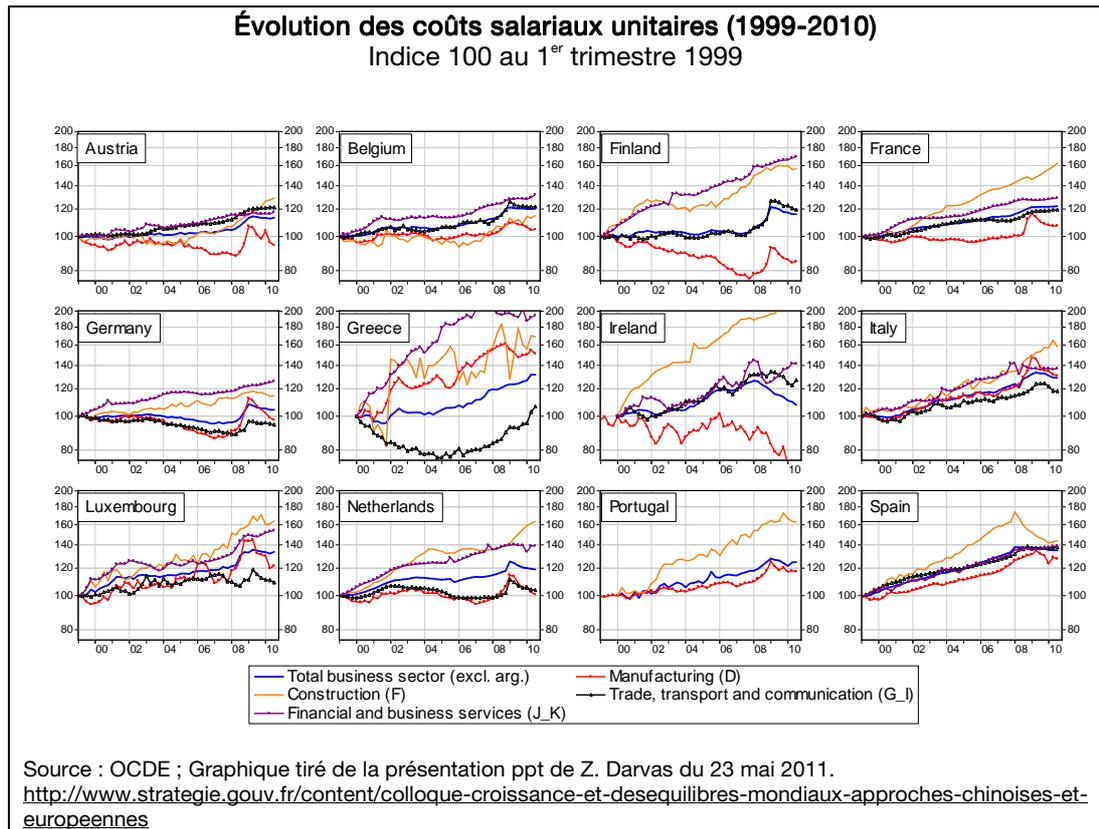
Les spécialisations des exportations

Par ailleurs, le Portugal, l'Italie, l'Espagne et la Grèce ne se sont pas assez différenciés de la Chine en matière d'exportations. 35 à 50 % des biens exportés par ces quatre pays sont également exportés par la Chine qui, avec un coût du travail moindre, propose des prix défiant toute concurrence. Dans ce domaine, la France est plus performante, avec seulement 25 % de ses exportations pouvant être concurrencées par la Chine. Les pays de la zone euro doivent donc s'orienter vers des exportations riches en technologie afin d'échapper à la concurrence chinoise.

Un rééquilibrage insuffisant dans la zone euro

La crise de 2007-2008 n'a pas permis de corriger durablement les déficits courants des pays de la zone euro. En revanche, des pays comme la Lettonie ou la Hongrie – qui ne font pas partie de cette zone – sont parvenus à enrayer leur déficit et sont même devenus excédentaires.

Par ailleurs, Hans-Werner Sinn relève que les déficits courants enregistrés entre 2008 et 2010 dans les quatre pays périphériques de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande, Portugal) correspondent quasiment aux prêts qui leur ont été accordés par la Banque centrale européenne (BCE). On en déduit que c'est la BCE (et non des entités privées) qui finance le déficit de ces quatre pays, ce qui n'est pas une situation durable.



Conclusion

La légère correction des déséquilibres intra-européens semble due à une meilleure affectation des capitaux entre les différents États membres de la zone euro. Cette correction n'a pu être plus prononcée en raison de la perte de compétitivité de certains pays et des booms de l'immobilier. Les déficits de ces pays ont accru leur endettement, ce qui a eu pour effet de ralentir la demande et la croissance du crédit.

Pour corriger davantage les déséquilibres, les pays déficitaires doivent améliorer leur compétitivité, augmenter leur épargne privée et rééquilibrer leur croissance vers les biens échangeables. À l'inverse, les pays excédentaires doivent réduire leur épargne domestique (en favorisant notamment l'investissement) et se focaliser davantage sur les secteurs non échangeables. Toutefois, l'harmonisation fiscale en cours d'élaboration risque de compliquer la tâche. En outre, la BCE ne pourra pas éternellement financer les déficits courants de la zone euro.

III. Le rééquilibrage de la croissance mondiale : un rôle modeste pour le renminbi

Helmut REISEN, responsable de la Recherche et conseiller du directeur, Centre de développement, OCDE

Je rappellerai comment se sont formés les déséquilibres mondiaux au cours des deux dernières décennies. Nous verrons également quelles leçons tirer de la formation de ces déséquilibres, afin d'identifier les politiques structurelles ou conjoncturelles pouvant être mises en place pour les résorber. Pour ma part, je considère que l'appréciation du renminbi va et doit jouer un rôle modeste dans ce rééquilibrage. Dans un contexte de « basculement de la richesse » que la Fed n'a pas su prévoir, et

alors que s'accroît le déséquilibre entre l'épargne et les investissements chinois, il convient avant tout d'engager des politiques structurelles plutôt que des politiques monétaires.

1. Le basculement de la richesse

La croissance mondiale suit désormais le « modèle Fosbury ».

Les pays hors OCDE vont occuper une part de plus en plus importante dans le PIB mondial, alors que les pays de l'OCDE suivent le chemin inverse. Les premiers représenteront 60 % de la richesse mondiale en 2030, tandis que les seconds n'en représenteront plus que 40 % (la répartition actuelle étant de 50 % pour chaque groupe).

Ainsi, pour la première fois dans l'Histoire, les économies les plus riches ne sont plus le centre de gravité de l'économie mondiale. La nouvelle configuration de la croissance mondiale s'apparente à la technique de saut en hauteur popularisée par l'athlète Dick Fosbury. De la même manière qu'il faisait passer sa tête au-dessus de la barre avant le reste de son corps, ce sont maintenant les économies émergentes qui atteignent la croissance après que les économies avancées du G8 en aient été les locomotives.

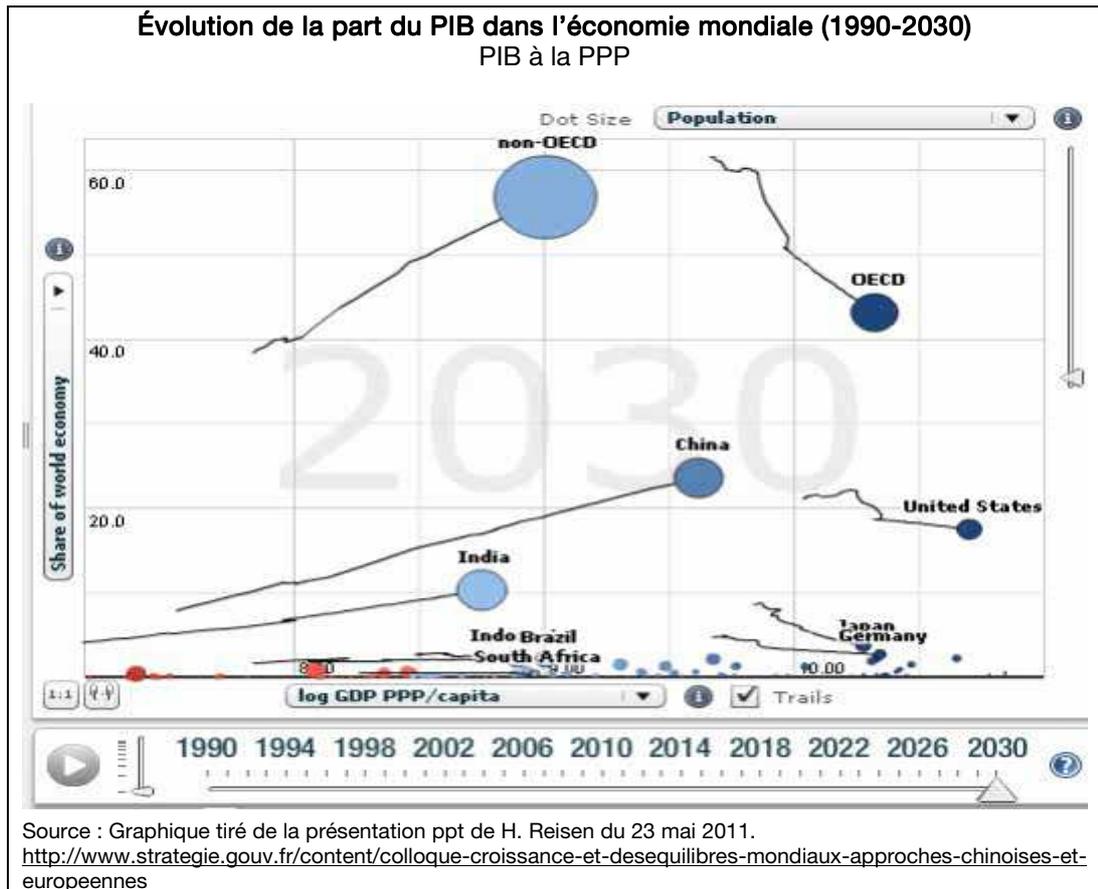
La Chine est au centre de ce changement de paradigme. La plupart des pays dits « émergents » doivent une large partie de leur croissance aux excellentes performances de l'économie chinoise. Il convient donc de ne pas se méprendre : les pays de l'OCDE ne doivent pas chercher à entraver la croissance de la Chine. Cette politique serait non seulement néfaste pour la partie de la population chinoise qui ne bénéficie pas encore des fruits de la croissance, mais elle le serait également pour les populations des autres pays émergents. La réduction de la pauvreté en Chine a en effet agi comme un catalyseur permettant d'aboutir à des résultats similaires hors des frontières chinoises, en développant notamment le commerce entre les pays du Sud.

Trois autres développements sous-tendent le basculement de la richesse.

L'intégration de la Chine et d'autres pays émergents dans l'économie mondiale a provoqué une onde de choc en termes de coût du travail. Les faibles coûts de la main-d'œuvre ont permis à ces pays de produire des biens peu onéreux. Il s'en est suivi une faible inflation des prix à la consommation, voire même une tendance à la déflation. Ce phénomène était d'autant plus conséquent que les économies émergentes, souvent duales, disposent d'un large secteur de subsistance dans les zones rurales et d'un secteur moderne développé dans les zones urbaines. Ainsi, la majorité de la croissance enregistrée dans ces pays s'explique par un transfert des ressources du monde rural au monde urbain, qui doit permettre la réduction à long terme des écarts intérieurs.

En outre, l'intégration progressive de 2,5 milliards d'individus dans l'économie mondiale a sans doute initié le troisième super-cycle de l'histoire dans le domaine des ressources énergétiques et des techniques industrielles, dans la mesure où les richesses basculent peu à peu vers les pays exportateurs de matières premières.

Enfin, de nombreux pays ont su tirer parti des recettes de leurs exportations en augmentant leurs réserves de devises, pour investir ensuite sur le marché de la dette américaine. Cela explique notamment la compression des taux d'intérêt de la Fed que nous venons d'évoquer. Ainsi, tout en produisant des biens peu chers, les pays d'Asie ont également fourni une épargne peu chère.



2. Les incompréhensions de la Fed

Ces évolutions ont pourtant été mal comprises par les experts de la Fed. L'intégration de pays très peuplés à l'économie mondiale doit entraîner un accroissement de la demande de capitaux, ainsi qu'une augmentation du retour réel sur capital, à condition que la fourniture à court terme de capitaux reste stable. Or nous avons assisté à un phénomène contraire, avec une chute des taux du marché monétaire liée au laxisme de la politique monétaire américaine, et avec une chute des retours sur les marchés financiers liée en partie à la dérégulation excessive de ces marchés.

La Banque des règlements internationaux (BRI) avait pourtant écrit, en 2004, que la planète serait confrontée à un écart grandissant entre les besoins de l'économie réelle et les conséquences des politiques monétaires laxistes et de la déréglementation financière, en vogue dans les économies anglo-saxonnes. Cet écart ne pouvait être compensé par la seule revalorisation du renminbi par rapport au dollar, contrairement aux allégations de l'administration américaine.

Les déséquilibres internes en Chine : une épargne supérieure aux investissements

À partir du milieu des années 1990, la Chine a connu un accroissement du déséquilibre entre son épargne et ses investissements, qui a contribué à la pérennisation de son excédent courant.

L'accumulation de l'épargne des entreprises

L'épargne des entreprises a considérablement augmenté après la privatisation d'un certain nombre de sociétés d'État. N'assurant plus la couverture sociale de leurs employés (le fameux « bol de riz en fer »), ces entreprises ne versaient également

aucun dividende et ne payaient aucun impôt sur les sociétés. Elles ont donc accumulé des profits qu'elles ont pu largement épargner, contribuant ainsi à creuser le déséquilibre entre l'épargne et les investissements et à approfondir l'excédent courant national. La faiblesse du renminbi apparaît alors comme un facteur indirect de cet approfondissement : la majorité des profits et de l'épargne des entreprises provenant des exportations, une appréciation de la monnaie chinoise aurait probablement pénalisé le secteur exportateur et limité l'accumulation de cette épargne.

La hausse de l'épargne des ménages

Les ménages chinois ont également été en première ligne en matière d'épargne, pour une raison bien spécifique. La combinaison de la politique de l'enfant unique et de la préférence masculine a abouti à un déséquilibre démographique, avec des régions comptant davantage d'hommes que de femmes. L'épargne est alors apparue indispensable aux familles souhaitant rendre leur fils « attractif » dans le but de le marier.

D'autres facteurs démographiques expliquent la volonté de la Chine de laisser s'agrandir son excédent courant et sa tendance à favoriser l'épargne des ménages. Plus qu'ailleurs, le vieillissement de la population oblige Pékin à maintenir et à renforcer son excédent afin de l'utiliser à l'avenir pour payer les pensions de ses retraités.

Un marché financier encore balbutiant

Enfin, l'état encore balbutiant du système financier chinois a également joué un rôle dans le développement de l'épargne. Contrairement à Zsolt Darvas, je considère qu'un système financier qui n'est pas développé n'est pas nécessairement inefficace. D'ailleurs, nous avons bien vu que l'hyper-développement du système financier américain ne s'était pas accompagné d'un renforcement de son efficacité.

Les déséquilibres mondiaux dans le temps

Les déséquilibres mondiaux s'aggravent à partir du milieu des années 1990.

Jusqu'au milieu des années 1990, les déséquilibres mondiaux ne sont pas encore trop prononcés. Ce n'est qu'à partir de 1997, suite à la libéralisation financière mise en place aux États-Unis, que l'Amérique enregistre un accroissement brutal de son déficit courant. À l'inverse, la Chine connaît dès 2004 (trois ans après son adhésion à l'OMC) une augmentation soudaine et continue de son excédent courant.

Par ailleurs, la Chine et le Japon ont enregistré une hausse de leurs réserves de devises étrangères à mesure que s'approfondissait leur excédent courant, ce qui ne fut pas le cas de l'Allemagne. Des excédents courants continus ne se traduisent donc pas nécessairement par une accumulation de devises étrangères.

Le problème des transferts « chimériques » (entre la Chine et l'Amérique)

Les États-Unis et la Chine ont longtemps entretenu une relation symbiotique, au point que le système d'interdépendance qui les caractérisait était parfois qualifié de « Bretton Woods II ». Or la crise de 2007-2008 a montré que ce système n'était pas durable et qu'il était nécessaire d'identifier des solutions pour corriger les déséquilibres courants.

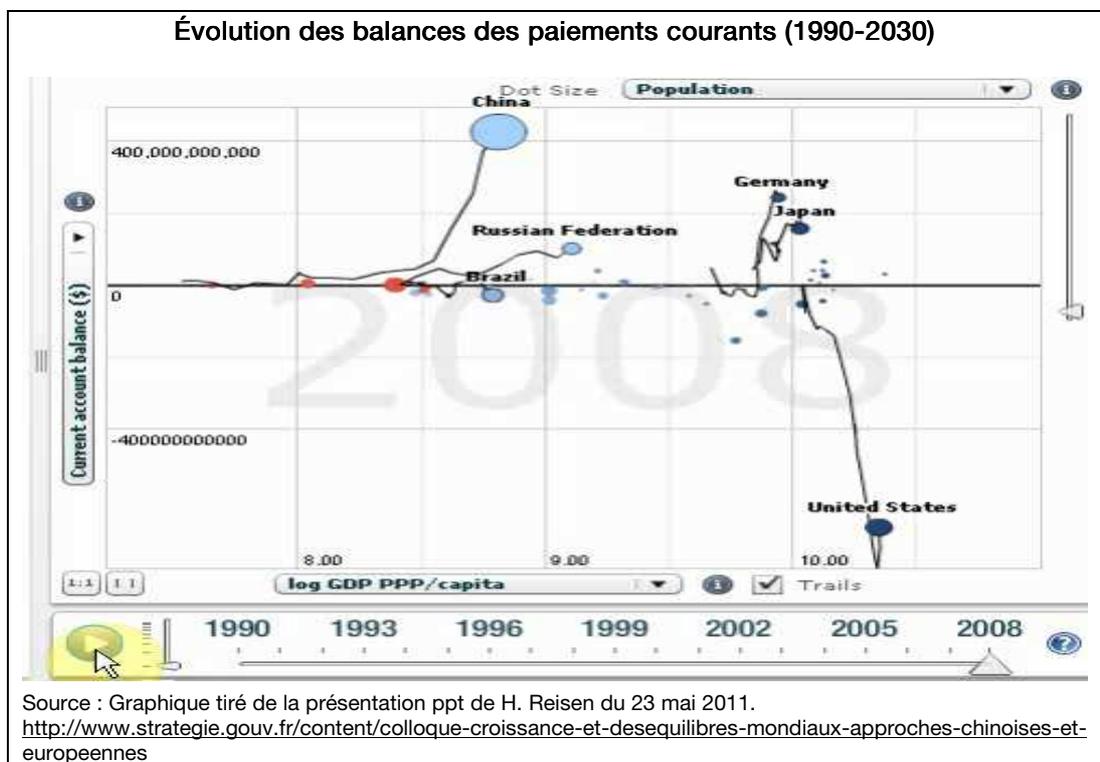
C'est ainsi que fut envisagée la modification du taux de change entre le renminbi et le dollar, nécessaire pour certains, inutile pour d'autres. Ce débat nous rappelle la controverse Keynes-Ohlin survenue après la Première Guerre mondiale, lorsque l'Allemagne dut payer des réparations de guerre aux pays qu'elle avait combattus. Les deux économistes divergeaient en effet sur la nécessité de procéder ou non à des

ajustements des taux de change afin de régler la question des réparations. Il a finalement été établi que le rôle des taux de change ne pouvait être que mineur tant que persistaient les différences structurelles dans les habitudes de consommation des pays concernés.

La consommation américaine annuelle s'élevait à 10 000 milliards de dollars en 2008, avec une augmentation de 5 % par an. La consommation chinoise et indienne cumulée s'élevant elle à 2 500 milliards de dollars, il lui faudrait augmenter de 20 % par an pour compenser la consommation américaine.

Des déséquilibres mondiaux moins centrés sur la Chine et les États-Unis

Les déséquilibres mondiaux s'accroissent mais sont de moins en moins le fait de la relation sino-américaine. La légère correction du déséquilibre sino-américain s'explique par la réduction de la consommation américaine et par le programme d'incitation fiscale mené par Pékin pour compenser le processus d'effet de levier inversé (*deleveraging*) ayant conduit à la crise de 2007-2008.



3. Dans quelle mesure faut-il laisser s'apprécier le renminbi ?

L'appréciation du renminbi n'est pas une priorité.

Appréciation contre inflation domestique

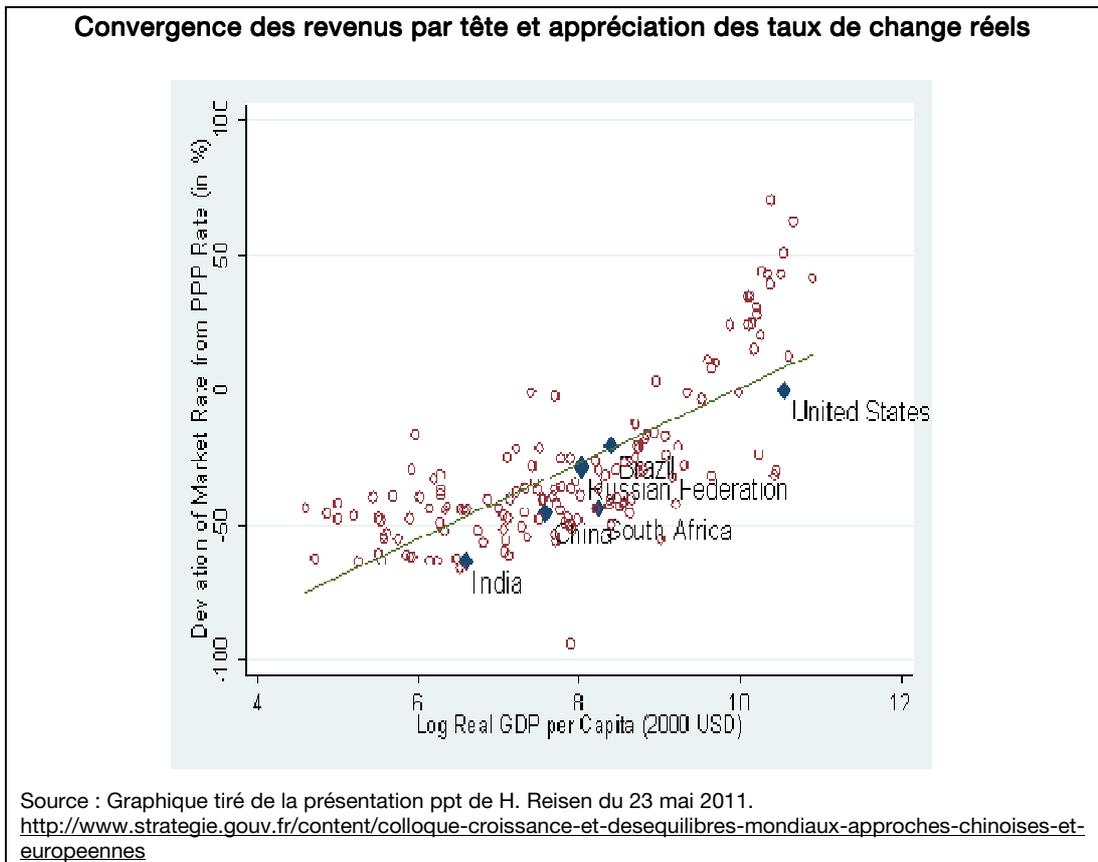
Les monnaies des pays émergents s'apprécient à mesure que le PIB par habitant de ces pays se rapproche de celui des pays développés. La Chine semble donc devoir choisir entre une politique d'appréciation nominale du renminbi et une politique visant à laisser courir l'inflation domestique, ce qui est potentiellement facteur de risques sociaux. Toutefois, une appréciation du renminbi pourrait engendrer des risques similaires si le secteur exportateur venait à perdre en compétitivité. Les responsables chinois procéderont probablement à un équilibrage subtil entre les deux options.

Un renminbi plus fort qu'on ne le prétend

D'après mes calculs, le renminbi n'est pas si sous-évalué qu'on ne le prétend. S'il est sous-évalué de 60 % en termes de parité de pouvoirs d'achat (PPA), je soutiens qu'il n'est sous-évalué que de 12 % si l'on prend en compte l'effet Balassa-Samuelson.

Les risques d'une appréciation trop précoce

Dans les années 1970, alors que l'Allemagne et le Japon rattrapaient les États-Unis en termes de PIB par habitant, le yen et le deutschemark se sont appréciés d'environ 60 % en dix ans. Il serait effrayant que la Chine connaisse pareille appréciation, car son secteur exportateur s'en retrouverait fortement perturbé. L'appréciation ne devrait intervenir que lorsque le PIB par habitant de la Chine sera au moins égal à 30 % du PIB par habitant des États-Unis. Or son niveau actuel (15 %) ne permet pas d'envisager une appréciation immédiate.



L'impact de l'appréciation du renminbi sur les autres monnaies émergentes

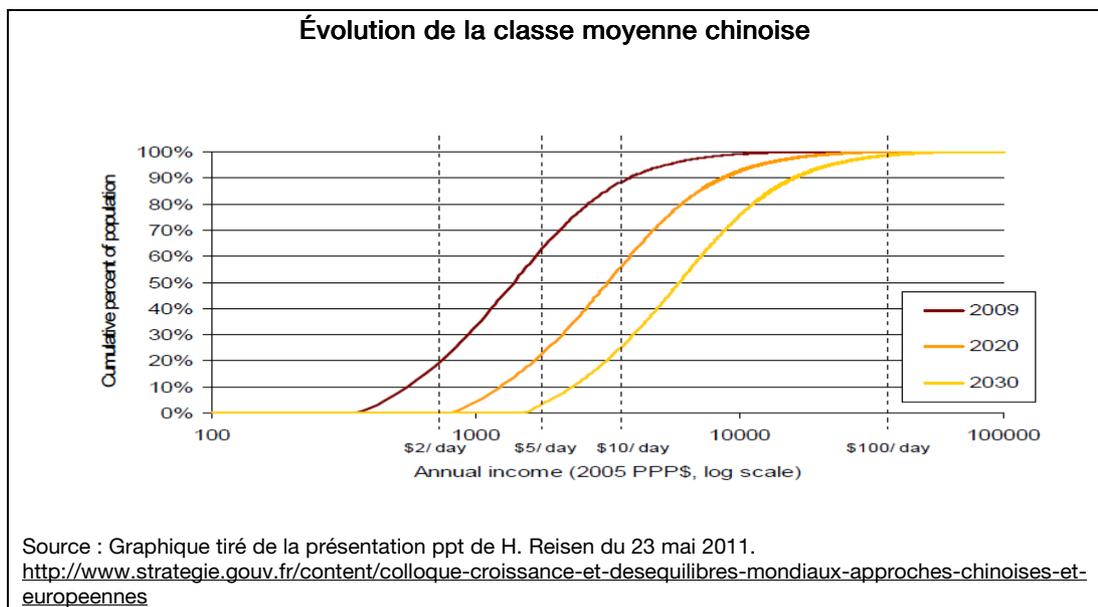
Dani Rodrik a étudié les bénéfices, en termes de croissance, que pouvaient tirer certains pays de la sous-évaluation de leur monnaie. Si l'on oblige la Chine à laisser s'apprécier le renminbi, les monnaies des pays émergents se retrouveront sous-évaluées, sans que ces pays puissent en tirer un avantage substantiel au niveau de leur croissance. C'est un point de vue à ne pas négliger si l'on considère que la résorption des déséquilibres mondiaux passe par la croissance de l'économie mondiale. Qui plus est, il a été établi qu'une hausse de 1 % du PIB chinois avait pour conséquence une augmentation de 0,3 à 0,5 % du PIB des pays émergents, qu'ils soient ou non exportateurs de pétrole. L'impact de l'appréciation du renminbi sur la croissance des pays émergents doit donc être pris en compte dans les décisions de Pékin.

Des exemples d'appréciation à travers le temps

Une analyse a été effectuée sur 25 épisodes d'appréciation majeure (10 % d'appréciation sur plus de deux ans) survenus entre 1960 et 2009. Il est apparu que les balances courantes nationales se dégradent trois ans après chaque appréciation, à hauteur de 3 % du PIB. Cette dégradation était systématiquement liée à une baisse des exportations et de l'épargne des entreprises. En outre, la production était minorée d'1 % dans les six années suivant l'épisode d'appréciation, en particulier dans les pays en développement.

Les classes moyennes asiatiques joueront-elles le jeu ?

Les classes moyennes asiatiques devraient pouvoir compenser la baisse de la consommation américaine, à condition que les économies d'Asie maintiennent une croissance suffisamment forte pour permettre l'élargissement de ce secteur de la population.



IV. Déséquilibres mondiaux et ordre monétaire international

Matthieu BUSSIÈRE, chef du service macroéconomie internationale, Banque de France

Cet exposé est le fruit d'une réflexion personnelle qui ne reflète en aucun cas le point de vue de la Banque de France.

1. Le rééquilibrage mondial est-il nécessaire ?

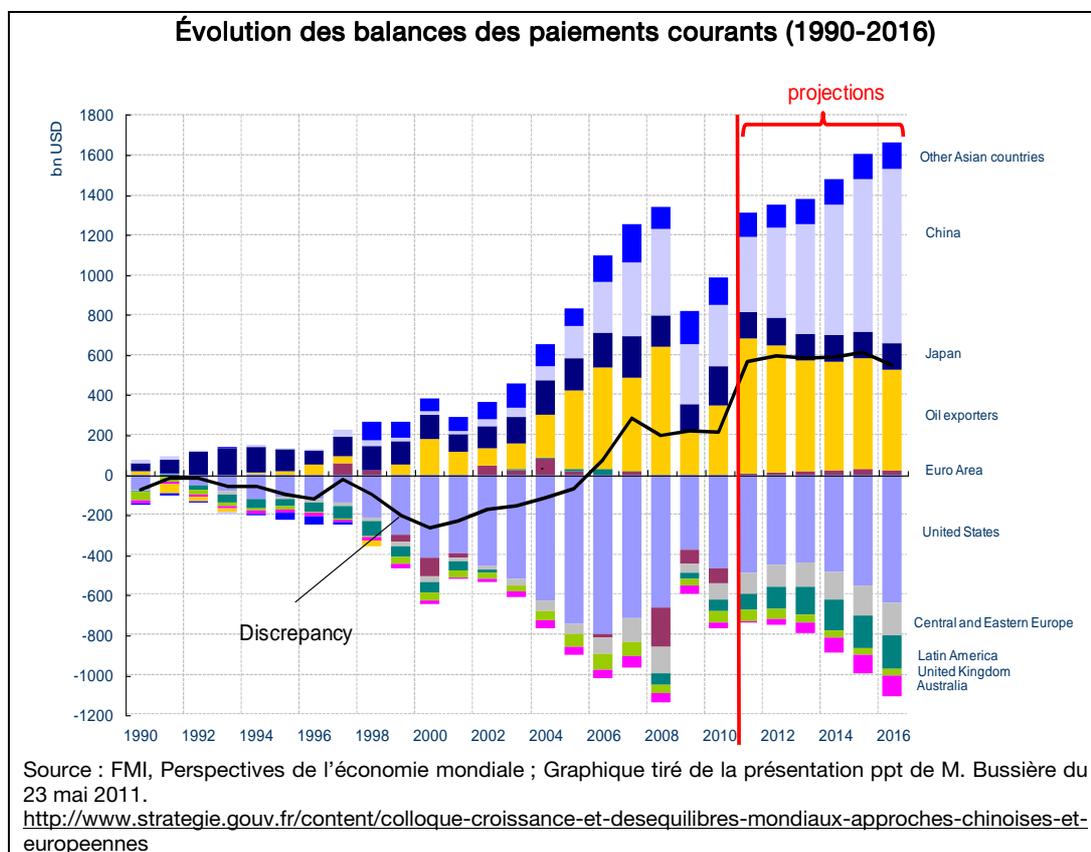
La crainte du risque déflationniste

Les prévisions du FMI montrent que l'économie mondiale devrait être confrontée, dans les cinq prochaines années, à une sérieuse problématique. Les excédents et les déficits courants devraient continuer d'augmenter, sans toutefois adopter le même rythme de progression. Ainsi, la somme des balances courantes excédentaires ne serait pas compensée par celle des balances courantes déficitaires. En d'autres termes, les pays excédentaires exporteraient beaucoup plus que ce que ne pourraient

importer et absorber les économies déficitaires. Le risque déflationniste semble donc bien réel.

L'impact de la mondialisation sur le commerce international

La contribution du commerce international à la croissance chinoise a toujours été positive depuis quinze ans, notamment entre 2005 et 2007 où cette contribution était évaluée à 2 ou 3 points. Toutefois, le reflux du commerce international en 2009 (moins 11 % par rapport à 2008) a eu un impact négatif sur la croissance de nombreux pays, notamment en Chine avec un recul de la croissance d'environ 3 points. Ce recul s'explique par une contraction des exportations entre le dernier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, qui a affecté de nombreuses économies. La mondialisation a d'ailleurs joué un rôle de catalyseur dans ce recul général et synchronisé des exportations. L'internationalisation des chaînes de production, par laquelle les biens ne sont plus produits dans un seul et unique pays, explique en effet que la chute des exportations dans certaines économies ait entraîné des affaiblissements similaires dans d'autres pays.

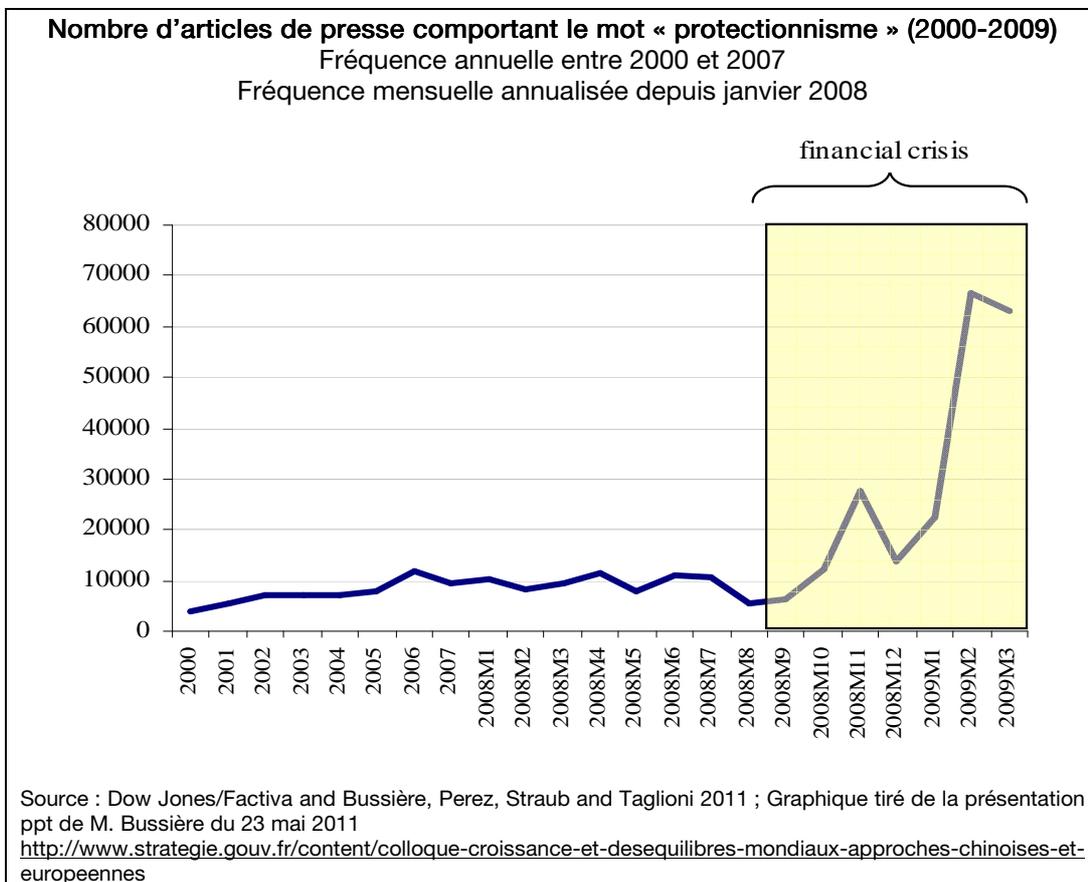


Un rééquilibrage nécessaire

La résorption des déséquilibres mondiaux est donc d'abord nécessaire pour se prémunir du risque déflationniste et du risque de protectionnisme. Une étude a en effet montré que la crise financière avait engendré une explosion des articles de presse comportant le terme « protectionnisme ». Cela ne signifie pas nécessairement que le protectionnisme est en vogue, mais plutôt que les pressions protectionnistes vont *crescendo*. Les pays du G20 ont jusqu'à maintenant résisté à toute tentation protectionniste, mais cette hypothèse n'a pas totalement disparu.

Le rééquilibrage est également nécessaire car les renversements des soldes de balances courantes (un pays déficitaire devenant excédentaire ou *vice versa*) sont

généralement très coûteux. Nous avons vu que les pays émergents anciennement déficitaires avaient connu des difficultés, en termes de croissance, au moment même où ils devenaient excédentaires. Les pays excédentaires basculant vers une situation déficitaire sont également fragilisés, *a fortiori* lorsqu'ils affrontent des déséquilibres internes (boom des investissements, boom de l'immobilier, etc.).



Selon les théories économiques standards, les économies avancées devraient enregistrer des excédents courants, alors que les économies émergentes devraient être déficitaires. Or nous observons le phénomène inverse, plus communément appelé « paradoxe de Lucas ». La question de l'optimalité des balances courantes reste donc posée. En outre, si l'on ne peut clairement identifier l'impact des déséquilibres mondiaux sur la crise de 2007-2008, il semblerait déraisonnable de considérer que ces derniers n'aient joué aucun rôle dans les bouleversements de l'économie mondiale. Leur résorption apparaît donc bien nécessaire afin d'assurer la pérennité de la croissance mondiale.

2. L'accumulation de réserves : un rempart contre les crises ?

L'utilité des réserves en cas de crise ne fait pas l'unanimité.

La doctrine avait constaté, dans les années 1990, que les pays qui avaient affronté une crise financière étaient ceux qui n'étaient pas dotés de réserves conséquentes. Ce constat a conduit de nombreuses économies émergentes à accumuler des réserves afin de se prémunir contre les crises. Nous pouvons néanmoins nous interroger sur l'efficacité de cette politique après la crise que nous venons de subir.

Certains économistes maintiennent que les réserves ont aidé de nombreux pays à traverser la crise, tandis que d'autres (Blanchard, Faruqee, Klyuev) soutiennent

qu'aucun lien de cause à effet n'a pu être établi. Les marchés ont d'ailleurs montré, par leurs réactions, que le niveau de réserves d'une économie n'avait que peu d'influence sur leurs inflexions.

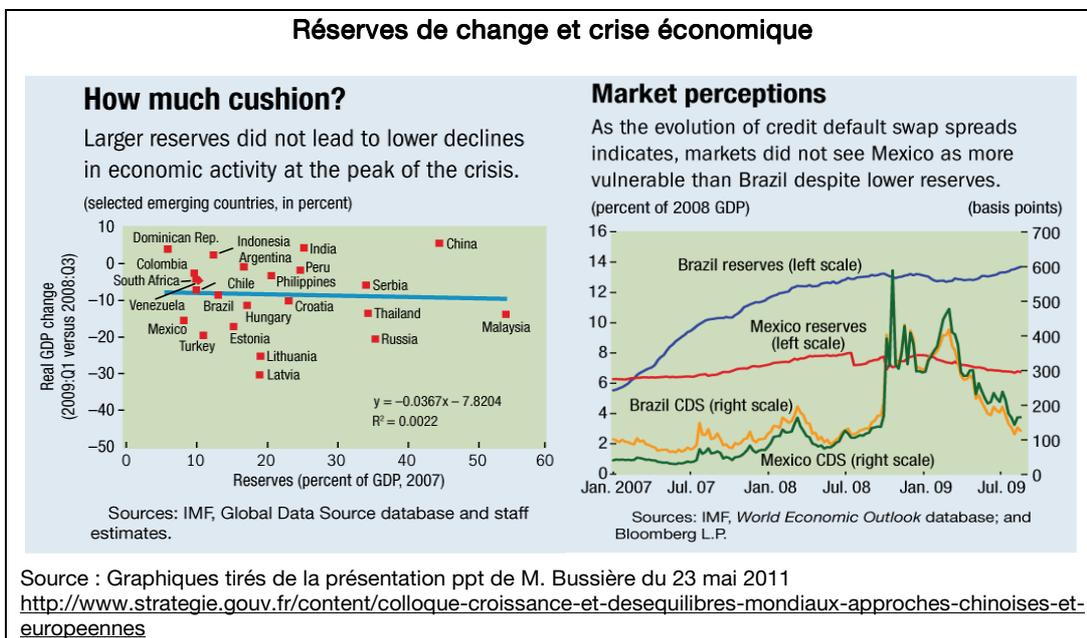
Malgré ces divergences doctrinales, la majorité des décideurs politiques restent persuadés qu'une accumulation de réserves est nécessaire pour se prémunir contre les crises financières. Les économistes dubitatifs considèrent, quant à eux, que la protection contre les crises passe par la création de nouveaux instruments au FMI (nouveaux DTS ou nouveaux programmes tels que les lignes de crédit flexibles).

L'accumulation de réserves présente certains inconvénients.

L'utilisation des réserves comme auto-assurance contre les crises est également mise en doute pour d'autres raisons. Aizenman et Hutchinson (2010) ou Aizenman et Sun (2010) soutiennent que certains pays pourraient craindre d'utiliser leurs réserves car leur diminution pourrait être interprétée comme un signe de vulnérabilité par les marchés. Nous pouvons donc douter de l'utilité d'accumuler des réserves s'il n'existe pas de volonté de les utiliser.

En outre, l'absence de benchmark permettant d'identifier un niveau satisfaisant de réserves conduit nécessairement à une accumulation toujours croissante de celles-ci, de peur de ne pas en posséder en quantité suffisante. Ce problème connu sous le nom de « problème de Machlup » se pose également lorsqu'un pays s'appuie sur le niveau de réserves de ses voisins pour déterminer celui qui lui paraît nécessaire pour son propre fonctionnement.

Enfin, l'accumulation de réserves serait problématique si tous les pays venaient à les utiliser et à les mettre à disposition à la même période, puisqu'il ne se trouverait aucune économie pour les acquérir.



Le rééquilibrage implique une certaine coordination.

Les politiques budgétaires menées dans chaque pays ont des répercussions sur l'ensemble de l'économie mondiale. Selon la théorie des « déficits jumeaux », le déficit budgétaire d'un État aura nécessairement un impact négatif sur sa balance courante, qui, à son tour, impactera les économies partenaires de cet État. La situation inverse est d'ailleurs vérifiée en cas de consolidation du budget. Ainsi, une étude a démontré qu'un pays réduisant son déficit budgétaire d'1 % pouvait réduire son déficit courant

de 0,2 %, ce qui n'est négligeable, ni pour lui, ni pour les autres pays. Une coordination minimale doit donc être établie entre les différents pays du G20 afin de prendre en compte l'impact des politiques budgétaires nationales sur l'économie mondiale.

Les répercussions d'une politique domestique sur l'économie internationale sont également visibles dans le domaine des politiques monétaires. Les interrogations sur la pertinence du concept de liquidités globales prennent ici toute leur importance. La BRI a relevé trois facteurs qui pourraient justifier la pertinence de ce concept. D'abord, une part significative des monnaies nationales est détenue à l'étranger (23 % pour le dollar américain), ce qui signifie que la politique monétaire d'un pays aura nécessairement un impact sur les réserves en devises étrangères de ses partenaires. En outre, les booms du crédit s'accompagnent généralement d'un afflux important de capitaux entrants, ce qui peut créer des difficultés domestiques dans chaque pays. Enfin, de nombreuses économies émergentes ont accumulé des dettes en devises étrangères, ce qui signifie que les politiques relatives à telle ou telle monnaie impacteront sérieusement les dettes extérieures des autres pays.

Conclusion

La nécessité de rééquilibrer l'économie mondiale et les répercussions des politiques nationales sur l'économie des autres pays doivent inciter les États à agir dans un cadre multilatéral comme celui du G20. Le Sommet de Pittsburgh de 2009 a justement initié le cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée, ainsi que des groupes de travail sur les flux de capitaux et sur les liquidités globales. Leurs conclusions s'avéreront indispensables pour savoir à quoi ressemblera l'économie mondiale dans un futur proche.

Débat

Zsolt DARVAS

Vous avez expliqué, Professeur Chang, que l'internationalisation du renminbi allait entraîner une hausse de la consommation intérieure chinoise. Pouvez-vous nous apporter des précisions sur le mécanisme qui sous-tend cette hypothèse ?

CHANG Chun

Si la monnaie chinoise s'internationalise et que son taux de change gagne en flexibilité, les renminbis sortiront plus facilement du territoire national. Avec une plus forte demande, le renminbi s'appréciera et la Chine aura la possibilité d'importer davantage qu'elle ne le fait actuellement. À son tour, l'accroissement des importations entraînera une hausse de la consommation.

Agnès BÈNASSY-QUÉRÉ, Directrice, CEP II

Mes deux questions s'adressent au Professeur Chang. Je souhaiterais, d'une part, connaître le calendrier attaché au processus d'internationalisation du renminbi. D'autre part, je m'interroge sur la corrélation entre le rééquilibrage des balances courantes au niveau mondial et le renforcement de l'état de droit en Chine. Il semblerait que de nombreuses entreprises chinoises favorisent les exportations parce qu'elles accordent davantage de confiance aux législations étrangères pour la protection de leur production.

CHANG Chun

S'agissant du calendrier de l'internationalisation du renminbi, je rappelle que certaines étapes ont déjà été franchies et que les responsables chinois continuent de discuter pour déterminer leurs priorités. Si le développement des marchés *offshores* du renminbi est déjà bien avancé, l'assouplissement du taux de change de notre monnaie présentera davantage de difficultés, de même que la libéralisation des taux d'intérêt. À cet égard, les deux ou trois prochaines années seront très critiques si l'on veut véritablement procéder à une internationalisation du renminbi. Je suis optimiste tout en restant prudent. Les décisions de Pékin dépendront des aléas de la situation macroéconomique mondiale et de la politique intérieure chinoise.

Agnès BÈNASSY-QUÉRÉ

La seconde question concerne les contrats. Un vendeur cherchera tout naturellement à être protégé contre les défauts de paiement de ses clients. Par ailleurs, il est en général plus risqué de vendre sur le marché étranger que sur le marché intérieur, sur lequel on dispose de plus d'informations. Certains économistes indiquent toutefois que l'inverse pourrait être le cas en Chine et que ceci pourrait plaider en faveur d'un modèle plus tourné vers l'exportation.

CHANG Chun

Nos entreprises peuvent effectivement être tentées d'exporter davantage afin de bénéficier des garanties des législations étrangères. À l'inverse, elles peuvent également être tentées de réfréner leurs exportations si ces législations s'avèrent trop protectionnistes. Nos entreprises choisissent donc davantage leurs clients en fonction du degré d'ouverture de l'économie du pays d'accueil qu'en fonction du niveau de développement de l'état de droit dans ce pays.

Helmut REISEN

L'impact de l'internationalisation du renminbi sur la résorption des déséquilibres mondiaux doit être apprécié à travers le prisme du « dilemme de Triffin ». Dans une économie mondiale où la croissance est soutenue, il existe toujours un accroissement de la demande pour les devises étrangères, qui doit donc être satisfaite. Dans un système où une seule et même monnaie agit comme monnaie de référence (ce que nous avons longtemps connu avec le dollar américain), c'est l'État émetteur de cette monnaie qui doit satisfaire les besoins de l'économie mondiale et qui en subit les conséquences négatives en termes de balance courante. Au contraire, le fardeau se retrouve partagé si plusieurs monnaies sont utilisées comme monnaies internationales. Dans ce sens, il peut être effectivement intéressant d'envisager l'intégration du renminbi dans le panier des monnaies de référence. Toutefois, cela impliquera nécessairement que la balance courante chinoise soit déficitaire si l'on s'en tient au « dilemme de Triffin ».

Christophe DESTAIS

Comment la Chine envisage-t-elle la gestion du renminbi après l'internationalisation ?
Comment conciliera-t-elle les différents éléments de ce dilemme ?

CHANG Chun

Il est vrai que l'internationalisation du renminbi impliquera, sinon un déficit de la balance courante chinoise, du moins une réduction de son excédent, dans la mesure où la Chine connaîtra nécessairement une augmentation de ses importations. Les obstacles à l'internationalisation de notre monnaie sont évidemment nombreux, mais nos responsables considèrent que cette évolution est inéluctable. Quoi qu'il en soit, le Gouvernement chinois considère que la libéralisation des comptes de capitaux peut attendre encore quelques années, étant donné que les capitaux chinois ont déjà commencé à traverser les frontières. Je ne sais pas quand cette libéralisation sera décidée, mais il est effectivement impératif de s'interroger sur les avantages et les inconvénients d'une telle opération.

Deuxième session

Régulation financière : aspects macroéconomiques et sectoriels

Introduction

Arnaud RAYNOUARD, vice-président, Université Paris Dauphine

La nécessité de mieux réguler le système financier international semble évidente si l'on considère que la crise de 2007-2008 est en partie liée à des insuffisances dans ce domaine. Cette question est d'autant plus importante pour la France que Paris a de grandes chances, comme l'a récemment rappelé le journal *L'Agefi*, de devenir une place forte de la finance internationale. Avant de laisser la parole à nos experts, je souhaite attirer votre attention sur trois points particuliers.

Les bouleversements que nous avons subis ont remis en question le système financier international tel que nous le connaissions. Néanmoins, les défis paraissent tellement nombreux que beaucoup doutent de la possibilité, pour les décideurs politiques ou les universitaires, de tirer de véritables leçons de la crise. Pour ma part, je considère que les dirigeants et les économistes sauront faire preuve de responsabilité et adopter une vision de long terme afin de répondre au mieux aux défis qui se dressent à l'horizon. C'est d'ailleurs cette nécessité d'établir un dialogue et de réfléchir à l'économie mondiale de demain qui nous réunit aujourd'hui.

Les premières mesures de régulation financière ont déjà été débattues – voire adoptées pour certaines – à une échelle mondiale par les responsables des pays du G20. Si cette instance ne peut être considérée comme un « super régulateur » qui empêcherait tout nouveau bouleversement de la finance internationale, elle offre néanmoins un cadre de discussions permettant aux principales économies mondiales de débattre de questions déterminantes pour l'avenir de l'économie mondiale.

Enfin, on remarquera que la régulation financière post-crise est en train de passer, dans de nombreux secteurs, d'un système basé sur les principes à un système basé sur la règle. Or ceci soulève deux problématiques en termes de différences d'interprétation de la règle et de gestion des données. Chaque entité (État, entreprise, etc.) risque en effet d'interpréter la règle à la lueur de ses propres expériences et aspirations. Ces différences d'interprétation entraîneront nécessairement une diversité dans l'application de la règle, qu'il conviendra de corriger. Cette diversité pourrait être renforcée par le fait que nous avons tendance à manquer de données totalement exploitables, comme l'a récemment démontré l'étude d'impact quantitative (QIS 5) menée par la BRI. Nous ne devons pas oublier que les données sont indispensables à l'efficacité d'un système de régulation digne de ce nom.

I. Le rôle des modèles économiques des banques dans la crise financière

Philip BOURKE, professeur de finance, UCD Michael Smurfit Graduate School of Management, University College Dublin

Après trente ans de travail sur les faillites bancaires, j'ai fini par constater que la régulation financière n'avait qu'un impact limité sur les banques, du fait des rapports de force existant entre le secteur privé et les administrations publiques. J'ai donc récemment décidé d'appréhender les faillites bancaires comme n'importe quelle autre

faillite d'entreprise. Nous sommes enclins à croire que la crise économique a été essentiellement monétaire, ce qui est plutôt vrai. Néanmoins, il convient de ne pas oublier que les banques sont des entreprises « comme les autres ». Leurs modèles économiques doivent être étudiés en profondeur, comme le sont les modèles économiques des grandes entreprises telles que *Coca-Cola*, *Ford* ou *General Motors*. À ce sujet, le modèle de maximisation de la richesse des actionnaires a souvent été critiqué, alors que je considère que c'est le modèle de maximisation de la richesse des dirigeants qui s'est avéré néfaste pour les banques.

1. Les caractéristiques des récentes faillites bancaires

Les facteurs classiques à l'origine de la plupart des faillites bancaires sont les déséquilibres mondiaux, la régulation monétaire, la régulation prudentielle, les comportements moutonniers ou les aléas moraux, notamment en termes de bonus. À l'inverse, les faillites bancaires de ces dernières années constituent de véritables faillites « standards ». Au Royaume-Uni, elles étaient dues à des crises de l'immobilier et à des fusions excessives (rachat en 2007 d'*ABN AMRO* par *Fortis*). Aux États-Unis, la crise de l'immobilier et celle des *subprimes* ont provoqué la faillite de nombreuses banques. La crise des *subprimes* a même provoqué des faillites jusque dans le secteur bancaire allemand. En Espagne, en Irlande et en Belgique, c'est encore la crise immobilière qui a été le principal élément perturbateur.

Ainsi, à l'exclusion du « facteur *subprimes* », les récentes faillites bancaires sont essentiellement dues aux crises de l'immobilier. Le marché des prêts immobiliers est généralement très concurrentiel. Or cette concurrence devient problématique lorsqu'on ne peut apprécier à leur juste valeur la qualité des produits proposés. À cet égard, la qualité des prêts immobiliers est souvent difficile à évaluer avant qu'il ne soit trop tard.

Enfin, il est nécessaire de rappeler que les banques peuvent parfois être considérées comme des entités faisant partie du secteur public. En tant que telles, elles peuvent être soumises aux difficultés inhérentes aux institutions publiques.

2. Les spécificités des banques

La théorie d'Eugène Fama

Eugène Fama soutient que l'avantage comparatif des banques résiderait dans les informations privilégiées, autrement dit dans les informations qu'elles possèdent sur leurs emprunteurs. En s'appuyant sur ces informations, les banques agiraient comme des agents de contrôle au bénéfice des marchés, à l'instar des agences de notations ou des cabinets d'audit.

Eugène Fama soutient également que les prêts bancaires seraient plus intéressants, pour les entreprises, que les billets de trésorerie, car l'annonce d'un emprunt aurait un impact positif sur le montant de leurs actions.

Selon cette théorie, les produits d'un marché donné ne rivaliseraient véritablement en termes de prix qu'à la condition qu'aucune banque ne détienne d'informations privilégiées sur ce marché.

L'observation de la pratique

Les prêts immobiliers ou hypothécaires constituent, comme de nombreux produits bancaires, des commodités de marché. Les informations pouvant être obtenues auprès des emprunteurs sont généralement publiques, ce qui signifie que toutes les banques détiennent les mêmes informations et qu'aucune ne dispose d'un avantage comparatif. Pourtant, il semble évident que les grandes réussites entrepreneuriales

ont su, à un moment donné, tirer parti d'un avantage comparatif (réputation de l'enseigne, efficacité de la production, etc.).

Si l'immobilier est le secteur à l'origine de la majorité des faillites bancaires, c'est en raison du risque de surchauffe ou de surinvestissement et non des avantages comparatifs dont jouiraient certaines banques. Les prêts immobiliers octroyés aux entreprises ou aux ménages sont en effet soumis à une rude concurrence en termes de prix, de taxes ou de taux d'intérêt, ce qui signifie bien qu'il n'existe aucun avantage comparatif en termes d'informations privilégiées.

Le retour sur investissement attendu constitue la plupart du temps le principal déterminant dans une transaction immobilière, sans que la banque puisse espérer récolter plus que ce montant. Le marché des prêts immobiliers peut bien entendu fluctuer, comme le marché de n'importe quelle commodité, mais les emprunteurs ne remboursent jamais plus de 100 % du prêt. En revanche, il est tout à fait possible que les emprunteurs soient incapables de rembourser la totalité de leur emprunt et que les banques obtiennent un retour sur investissement minoré.

3. La nécessité de revoir le modèle économique des banques

On évoque souvent le concept des banques « *too big to fail* ». À l'inverse, on peut raisonnablement penser que les banques sont devenues « *too big to succeed* ». Elles ont accordé de moins en moins d'attention aux marchés où elles pouvaient accumuler le plus de profits, tout en se concentrant davantage sur des marchés concurrentiels où les marges étaient faibles. Ce fut notamment le cas de la banque *Lehman Brothers*, qui occupait une niche de marché où elle disposait d'un avantage comparatif avant de s'orienter vers des marchés plus concurrentiels. Or les marges et les profits génèrent des bonus, ce qui est loin d'être négligeable pour les actionnaires.

C'est en suivant ce modèle que de nombreuses banques ont fini par délaisser les avantages comparatifs dont elles disposaient (notamment la possibilité de prêter aux PME) afin de réduire leurs coûts. Il paraît donc difficile de justifier l'existence d'un certain nombre de grandes banques, dans la mesure où celles-ci, sans avantage comparatif, sont de moins en moins intéressantes pour leurs actionnaires. La régulation financière ne sera donc pas suffisante pour se prémunir contre le genre de crise que nous venons d'affronter si le modèle économique des banques n'est pas sensiblement remis en cause.

II. Les produits dérivés et l'énergie atomique : perspectives de régulation

YAN Hong, directeur adjoint et professeur de finance, Shanghai Advanced Institute of Finance, Université de Jiao-Tong

Les produits dérivés sont ici associés à l'énergie atomique car les deux éléments partagent un point commun. S'ils ne sont pas néfastes en tant que tels, ces deux produits peuvent s'avérer particulièrement « toxiques » en cas de mauvaise utilisation. Warren Buffet avait ainsi déclaré, en 2002, que « *les produits dérivés [étaient] des armes financières de destruction massive dont les dangers, aujourd'hui latents, [pouvaient] être potentiellement létaux* ».

1. Présentation des produits dérivés

L'explosion du marché

Le marché des produits dérivés a quintuplé entre 2002 et 2008, passant de 100 000 milliards de dollars à 516 000 milliards de dollars. Entre-temps, les États-Unis ont connu en 2007 la crise des *subprimes*, due en partie à la multiplication des CDO et des credit default swaps (CDS). L'année suivante a vu le début de la crise financière mondiale, avec la fermeture de banques de renom comme *Lehman Brothers* ou *Bear Stearns*. Il s'en est d'ailleurs fallu de peu que la faillite frappe également *AIG* et *Citigroup*, sauvées de justesse après avoir été renflouées par la Fed. La France n'a pas été épargnée, avec l'incident de la *Société générale* et l'affaire Jérôme Kerviel. Enfin, la crise de la dette souveraine qui frappe certains pays de la zone euro trouve en partie son origine dans la mauvaise utilisation des produits dérivés, dont l'utilité et la sécurité ont été mises en doute avec la conjugaison de ces événements.

Les caractéristiques de ces produits

Les produits dérivés sont des contrats dont la valeur, basée sur le prix d'un actif sous-jacent, fluctue selon l'évolution de ce prix. Ils dérivent donc de titres classiques comme les actions et les obligations, qui sont plus sécurisées. Par exemple, il est possible d'acheter de l'or à un prix supérieur à sa valeur actuelle en prévision de l'augmentation de ce prix, ou de faire appel à des *swaps* de taux d'intérêt pour tirer parti de la différence entre les taux flottants à court terme et les taux fixes à long terme.

Les produits dérivés partagent donc plusieurs caractéristiques. Il s'agit de contrats à somme nulle, flexibles, soumis à d'importants effets de levier (implicites) et présentant un facteur de risques élevé, notamment lorsqu'ils sont utilisés comme outils de spéculation et non comme outils de couverture.

L'innovation financière

Les produits dérivés sont une innovation financière qui, en tant que telle, présente normalement plus d'avantages que d'inconvénients, puisqu'elle est censée améliorer l'efficacité du système financier par la création de nouveaux outils comme ces produits. Toutefois, cette amélioration n'est possible que si les innovations s'accompagnent d'une certaine transparence au niveau de leur création et leur application. L'ancien président de la *US Securities and Exchange Commission* (SEC), Arthur Levitt, avait ainsi déclaré que les produits dérivés étaient « *semblables à l'électricité : dangereux s'ils sont maniés sans précaution, mais potentiellement bénéfiques* ». Je considère, pour ma part, que la comparaison avec l'électricité n'est pas assez pertinente et que l'innovation financière est plutôt semblable à l'énergie atomique. En effet, cette énergie est plutôt intéressante en tant que telle, et son utilisation peut être très utile pour l'économie mondiale. Néanmoins, si elle n'est pas employée correctement, l'énergie atomique peut se révéler désastreuse pour l'Homme.

Les produits dérivés : des coupables idéals ?

L'interdépendance des acteurs du système financier international

Si les produits dérivés sont des contrats à somme nulle n'affectant que les deux parties contractuelles, il est légitime de s'interroger sur leur réelle contribution à la crise financière que nous venons d'affronter. Il s'avère que la complexité du système financier international aboutit à une situation où les cocontractants ne sont jamais totalement isolés. Deux agents qui ne sont liés directement par aucun contrat peuvent être indirectement liés par deux contrats qu'ils auraient signés indépendamment avec

le même tiers. Ainsi, les effets négatifs affectant la relation de deux cocontractants peuvent se répercuter sur leurs autres partenaires. C'est ce que nous avons connu lors de la crise financière de 2007-2008.

La complexité du système

La plupart des produits dérivés ont été créés pour servir d'outils de couverture ou d'assurance pour leurs bénéficiaires. Comment expliquer, alors, qu'ils aient engendré de si nombreuses pertes ? La réponse se trouve probablement dans la nature complexe des produits dérivés. Ceux-ci sont soumis à d'importants effets de levier et sont parfois échangés irrégulièrement par des traders malfaisants. Par exemple, la banqueroute de la *China Aviation Oil* à Singapour était liée à la signature non autorisée de contrats et à la méconnaissance de la sophistication des marchés à terme. Les échanges irréguliers étaient également au cœur du scandale Kerviel ayant affecté la *Société générale*. À Hong-Kong, les investisseurs ont accordé une trop grande confiance aux *minibonds* proposés par les banques, sans en considérer les dangers potentiels. Enfin, les faillites ou quasi-faillites des institutions comme *Lehman Brothers* ou *AIG* ont résulté de leur incapacité à prendre en compte les risques et les passifs associés aux produits dérivés qu'ils proposaient.

Une régulation segmentée

La complexité des produits dérivés et leur caractère potentiellement nocif pour le système financier international impliquent une régulation de tous les instants. Cette régulation existe bel et bien, mais elle est trop souvent segmentée. Ainsi, aux États-Unis, ce ne sont pas moins de trois instances différentes qui en ont la charge : le Bureau des gouverneurs de la Fed, l'autorité de contrôle des marchés financiers (SEC) et le régulateur des marchés à terme (*Commodity Futures Trading Commission* - CFTC). Ces trois instances ont reçu différents mandats du Congrès pour surveiller des secteurs bien particuliers du marché des produits dérivés. Au vu de la menace systémique que peuvent représenter ces produits, il serait probablement judicieux d'harmoniser la régulation de leur marché, à l'instar de ce qui existe, au niveau international, en matière de régulation de l'énergie atomique avec l'AIEA.

La Chine dispose également de plusieurs instances de régulation. Outre la Banque centrale, la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC, commission de tutelle des marchés financiers), la *China Banking Regulatory Commission* (CBRC, commission de régulation bancaire) et la *China Insurance Regulation Commission* (CIRC, commission de supervision des assurances) assurent la surveillance de différents acteurs financiers, alors même que ces derniers ont souvent recours aux mêmes types de produits dérivés. Les différences de réglementation aboutissent à des situations contradictoires allant à l'encontre du développement d'un marché financier harmonisé.

3. Quelles leçons en tirer pour la Chine ?

Le système financier chinois a relativement été épargné par la crise financière, au point que certains responsables estiment qu'ils peuvent se reposer sur leurs lauriers sans réfléchir à de nouvelles innovations financières. Pourtant, la relative résilience de notre système financier s'explique davantage par son ouverture limitée que par l'insuffisance des produits innovants existants.

Le nécessaire développement de l'innovation financière

L'innovation financière peut véritablement aider les entreprises chinoises à gagner en efficacité pour être plus compétitives sur le marché international, à condition qu'elle soit parfaitement transparente. Qui plus est, la diversification des firmes chinoises (entreprises publiques, semi-privées ou privées) devrait contribuer à une

augmentation de la demande de produits financiers innovants. Les entreprises ont en effet longtemps déploré l'insuffisante variété des produits leur permettant de s'assurer contre les risques financiers. La demande devrait d'ailleurs être renforcée par l'internationalisation du renminbi, dans la mesure où les entreprises chinoises voulant investir les marchés étrangers seront de plus en plus nombreuses (à l'instar des entreprises étrangères désireuses de s'implanter sur le marché chinois).

L'obligation de mettre en place une réglementation adéquate

La fragmentation de nos instances de régulation est parfois un obstacle au développement de l'innovation financière. Elles hésitent souvent à autoriser l'utilisation de nouveaux produits dérivés, en raison de leur caractère potentiellement nocif. La complexité de ces produits empêche les marchés de s'autoréguler afin de se prémunir contre les risques auxquels ils s'exposent en cas de mauvaise utilisation. Une régulation transparente doit donc être mise en place par les pouvoirs publics pour éviter que les produits dérivés ne soient utilisés pour de mauvaises raisons.

Les banques commerciales américaines ne sont pas autorisées à proposer des produits financiers complexes aux utilisateurs qui n'en ont pas la maîtrise. À l'inverse, les banques asiatiques ont l'habitude de vendre des produits dont les dangers ne sont pas clairement évalués par leurs utilisateurs, comme nous l'avons constaté dans le cas des *minibonds* proposés à Hong-Kong.

La Chine doit donc s'inspirer de ce qui existe ailleurs pour assurer une régulation efficace de son marché des produits dérivés. Ce défi requiert de faire appel à des ressources humaines aux compétences très élevées. Nos agents doivent posséder une connaissance intime du système financier international et des risques inhérents aux produits innovants, afin de mettre en place une régulation qui, tout en étant efficace, ne pénalisera pas le développement de notre système financier. Cette régulation doit également être harmonisée autant que possible afin d'éviter la fragmentation du système. De ce point de vue, la régulation financière appelle la même rigueur que ce qui existe dans le domaine de l'énergie atomique.

III. Les politiques macroprudentielles et la gestion du risque dans le secteur bancaire

Sofiane ABOURA, maître de conférences en finance, Université Paris Dauphine

La crise financière a clairement démontré que le système financier international manquait d'un cadre permettant d'assurer sa stabilité. Le professeur Yan a justement rappelé que la Chine et les États-Unis disposaient d'un cadre trop fragmenté pour assurer une réelle régulation de leurs marchés financiers. Si le secteur bancaire est basé sur une certaine notion du risque et de la vulnérabilité, la complexité croissante des produits financiers (voire l'opacité entourant certains d'entre eux) a rendu la gestion du risque beaucoup plus aléatoire. Il est devenu de plus en plus difficile d'évaluer l'exposition des banques aux risques et les répercussions que ces derniers pourraient entraîner sur l'ensemble du système financier, où l'interdépendance des acteurs va *crescendo*. Les pays du G20 ont donc été sollicités pour établir un cadre permettant de se prémunir contre les risques systémiques, autrement dit pour établir des politiques macroprudentielles.

1. La politique macroprudentielle

Définition

La politique macroprudentielle doit venir s'ajouter aux différentes politiques microprudentielles mises en place pour chaque institution pour lui éviter la banqueroute. Interagissant avec notamment les politiques budgétaires ou monétaires, la politique macroprudentielle utilise généralement des instruments prudents pour éviter et limiter les risques financiers systémiques et leurs conséquences sur l'économie réelle. Elle implique d'identifier des risques communs (interdépendance, exposition aux risques, etc.) et d'adopter les mesures adéquates pour s'en prémunir.

En 1997, l'effondrement du marché des valeurs américaines a profondément impacté les marchés financiers asiatiques et certains marchés européens (Royaume-Uni). Il a généré des risques systémiques, sans pour autant déclencher de conséquences pour l'économie réelle puisque l'année 1998 fut excellente pour l'économie américaine. À l'inverse, l'éclatement de la bulle internet en 2000 a eu des conséquences néfastes pour l'économie réelle (récession entre mars et novembre 2001) sans pour autant engendrer de risques systémiques. Les bouleversements bancaires survenus entre 2007 et 2008 ont, quant à eux, généré à la fois des risques systémiques et une longue et profonde récession de l'économie mondiale.

Priorités

La politique macroprudentielle doit donc, selon la doctrine, se focaliser en priorité sur les risques émanant du système financier. Ainsi, la banque *Goldman Sachs* avait proposé un CDO intitulé « Bacchus », dont les spécificités n'étaient connues que de la banque elle-même. Ce produit initialement noté AAA a ensuite vu sa valeur dégradée de 99 %. Dès lors, il est devenu évident que même les produits notés AAA sont potentiellement risqués.

La politique macroprudentielle doit également être attentive aux risques qui, s'ils n'émanent pas du système financier, sont pourtant amplifiés par ce dernier. Le cas de la crise de la dette souveraine en Grèce en est le parfait exemple. Malgré un déficit budgétaire de 10 % et une dette publique atteignant 140 % du PIB, les marchés n'avaient pas prévu que le pays pourrait éventuellement faire défaut. Ils ont pourtant fini par créer une certaine volatilité autour de la dette en remettant en cause la capacité des Grecs à la rembourser.

2. Le cadre de réglementation

Indicateurs financiers

Il est primordial d'identifier et de quantifier les risques en établissant des indicateurs financiers basés sur des seuils acceptables, qui encourageront les responsables politiques à apporter des solutions efficaces.

En février 2007, après que l'entreprise *Fannie Mae* eût cessé de financer le marché hypothécaire américain, celui-ci a enregistré une baisse de 7 %. Celle-ci était due à la faible volatilité du marché, car personne ne s'attendait à un tel bouleversement. Les marchés moins volatils sont en effet plus sensibles aux chocs, dans la mesure où l'effet de surprise est renforcé. Si le Gouvernement américain avait eu l'opportunité d'anticiper ce crash et s'il avait pu établir des indicateurs financiers basés sur des seuils acceptables, il aurait peut être disposé d'une plus grande légitimité pour renflouer les banques comme *Lehman Brothers*, sans être critiqué pour les aléas moraux potentiellement engendrés par l'opération.

Au sein de l'Union européenne, les autorités de supervision communautaires ont décidé d'établir un second *stress test* au niveau des banques de la zone euro, après que le premier exercice eût révélé certaines insuffisances. Deux banques irlandaises, qui avaient passé les premiers tests avec succès, ont en effet fait faillite quelques semaines après avoir été auditées.

Les indicateurs utilisés pour évaluer les chocs financiers pourraient être établis sur la base de différents critères :

- l'évaluation des cycles économiques et financiers ;
- la rétroaction entre le secteur financier et le secteur économique réel ;
- la contribution des institutions financières aux risques systémiques ;
- les ratios d'endettement et de liquidité ;
- les difficultés économiques ;
- les risques baissiers.

Cadre institutionnel

Le cadre institutionnel est un élément déterminant de la politique macroprudentielle, qui peut être appliquée par une autorité *ad hoc* ou selon un mécanisme formel de coordination.

D'une part, une autorité pourrait être dotée d'un mandat clair pour appliquer cette politique. Cette autorité superviserait les risques systémiques, voire même appliquerait certaines mesures si ces décisions s'avéraient compatibles avec les politiques nationales. Cette solution offrirait l'avantage de mettre un terme à la fragmentation de la régulation.

D'autre part, nous pouvons aussi imaginer la création d'un mécanisme formel de coordination qui assurerait la stabilité financière. Ce mécanisme existe déjà partiellement aux États-Unis et en Europe avec le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) en Amérique et le Comité européen du risque systémique (ESRB) au sein de l'UE.

Si la constitution d'une autorité ou d'un mécanisme unique permet en théorie d'aboutir à une régulation plus harmonieuse, il ne faut pas oublier que la prise de décision s'en trouve ralentie du fait du nombre d'acteurs impliqués dans la régulation.

3. Politiques conflictuelles

Il est difficile d'établir un critère de régulation bien défini pour chaque autorité nationale. Plus il y a d'autorités administratives à l'échelon national, plus il y a d'arbitrages réglementaires au niveau international, ce qui réduit l'efficacité des politiques de régulation.

De surcroît, la stabilité financière n'est que la deuxième ou la troisième priorité des banques centrales, loin derrière celle des prix (et parfois l'emploi). Toutefois, en cas de crise financière, les banques centrales, en charge de la politique monétaire, doivent faire face à des coûts de réputation qui les obligent à coopérer avec les autorités prudentielles. Par ailleurs, les politiques fiscales, dont le but est de maximiser les revenus de l'État, peuvent inciter les agents à faire usage d'effets de levier. La règle Volcker a ainsi interdit aux banques américaines d'effectuer des opérations pour comptes propres.

L'autorité macroprudentielle ne devrait évidemment pas être en position de recommander des changements en matière de politique budgétaire ou monétaire. Toutefois, dans la mesure où les évolutions concernant ces politiques ont un impact

sur la politique macroprudentielle, les périmètres de responsabilités devraient être clairement définis. Plus les politiques monétaires luttent contre les déséquilibres, moins le besoin d'action prudentielle se fait ressentir.

Conclusion

Il existe des outils pouvant être utilisés pour renforcer la résilience du système financier et ainsi réduire les risques systémiques. Les autorités macroprudentielles doivent avoir une vision claire des politiques budgétaires et monétaires appliquées au niveau national. Le renforcement de la coopération sera nécessaire afin de réduire le nombre des arbitrages réglementaires à l'échelle internationale.

Les décideurs politiques doivent parvenir à un équilibre subtil entre les avantages qu'ils pourraient tirer de la stabilité financière et les conséquences potentiellement négatives de cette stabilité sur le rythme de croissance de l'économie. Ils devront également choisir entre des politiques efficaces qui ne sont pas nécessairement visibles et des politiques ayant au contraire un retentissement dans l'opinion publique. À cet égard, la taxation des bonus est une décision relevant de la deuxième catégorie.

Tous les pays ne pourront évidemment pas adopter les mêmes solutions. Néanmoins, il existe des bonnes pratiques pouvant être partagées par la majorité, notamment par la Chine et par les pays européens.

IV. La gestion du risque dans le secteur des assurances

Olivier RAMOND, Maître de conférences en Finance, Université Paris Dauphine

Le secteur européen des assurances connaît aujourd'hui une vague de régulation sans précédent avec la réforme « Solvabilité II ». Ce projet peut être intéressant à étudier pour identifier d'éventuelles pistes de régulation pour les autres secteurs de l'économie. Il est déjà en train de faire des émules, puisqu'il pourrait être développé en Afrique du Sud, en Amérique latine, au Japon, à Singapour ou encore à Taiwan.

L'industrie des assurances est caractérisée par un cycle de production inversé. L'activité d'une compagnie d'assurance est basée sur les gains qu'elle peut dégager des assurés. Ces gains sont investis sur les marchés financiers, dans le but de générer des retours sur investissement. La gestion du risque est donc un impératif pour que la compagnie soit le moins possible exposée aux risques financiers découlant de ses transactions.

1. Le projet de directive-cadre « Solvabilité II »

Ce projet constitue une révision fondamentale du régime d'adéquation des fonds propres dans le secteur européen des assurances car il promet une meilleure protection des assurés. Ainsi, les assureurs ne devraient plus pouvoir faire faillite, puisque leurs fonds propres devront véritablement refléter les risques qu'ils encourent dans leur activité.

« Solvabilité II » prévoit également la création de nombreux indicateurs clés de performance, qui devraient fournir de meilleures évaluations des compagnies d'assurance. Ces indicateurs ne suivent pas des principes généraux, mais sont adaptés à la nature et à la taille de chaque entreprise. Ils doivent contribuer à renforcer la régulation du secteur des assurances.

La réforme propose enfin de passer du régime traditionnel de régulation comptable institué par « Solvabilité I » à un nouveau système davantage basé sur la gestion des

risques. Les directives européennes ont établi une approche réglementaire commune, afin de déterminer le niveau adéquat des capitaux que les assureurs devront posséder pour assurer le paiement des garanties et faire face aux imprévus.

2. Les défis du secteur des assurances

Les compagnies d'assurance européennes soutiennent qu'il est difficile de mettre en place ce nouveau système en raison de la diversité du secteur. La comparaison entre les différents modèles économiques serait ainsi impossible à effectuer en raison de la complexité technique du projet « Solvabilité II ».

Alors que le projet tente de fournir un panorama des différents risques auxquels s'exposent les compagnies d'assurance, qu'ils soient quantitatifs (risques financiers) ou qualitatifs (audits internes), la technicité du calcul des indicateurs clés de performance est également un obstacle pour de nombreuses compagnies. Si ces indicateurs paraissent efficaces, leur application pratique poserait de réelles difficultés aux assureurs.

Ainsi, on constate que les règles proposées dans le cadre de « Solvabilité II » se heurtent aux difficultés techniques enregistrées par les assureurs. Ces derniers sont tellement focalisés sur les méthodes de calcul qu'ils en oublient l'idée principale qui sous-tend la réforme, à savoir la nécessaire transparence des risques inhérents à leurs activités. Il pourrait donc être judicieux de tirer des leçons de cette situation.

Conclusion

Le problème principal de « Solvabilité II » réside dans la gestion des données, comme Arnaud Raynouard l'a déjà mentionné dans un cadre plus général. Les données sont la base de tout système de régulation. Or il est très coûteux, pour les entreprises et pour leurs partenaires, d'identifier, de rassembler, d'affiner et d'analyser les données. Des solutions peuvent néanmoins être identifiées auprès des autorités nationales de régulation. Ainsi, l'Association des assureurs britanniques a proposé de rassembler les données des différentes compagnies européennes afin de mieux les analyser.

En conclusion, il faut s'interroger sur l'accueil réservé à ce projet. Celui-ci avait pour objectif initial de fournir, aux investisseurs, des informations sur les différents risques auxquels sont exposés les assureurs. Mais la version actuelle du projet ne semble pas en mesure de répondre à cet objectif. Sa technicité décourage en effet plus d'un assureur, alors que la profession est pourtant tenue de fournir des indicateurs de performance aux investisseurs extérieurs.

Débat

Arnaud RAYNOUARD

Il est intéressant de constater que le principe de la régulation financière ne fait pas encore l'unanimité, comme en témoignent les différents points de vue de nos orateurs. Dans ce domaine, l'approche européenne était traditionnellement favorable à une politique de coordination. Or la tendance actuelle semble indiquer un prochain abandon de cette politique – qui a montré ses limites en termes de coûts et d'efficacité – au bénéfice de la création d'une agence dotée d'un mandat clairement défini. Pourtant, l'établissement d'une telle instance n'est pas nécessairement synonyme d'une meilleure efficacité. Il est en effet difficile, pour une agence publique, de véritablement réguler les marchés en lieu et place des responsables du secteur privé. À moins d'apporter la preuve que ceux-ci mettent en péril l'économie nationale, les pouvoirs publics pourront difficilement renverser le rapport de force qui s'est établi au bénéfice des acteurs privés. La solution pourrait être d'accepter l'idée que les banques sont plus ou moins des acteurs publics, ce qui permettrait de justifier l'existence d'une instance supérieure de régulation.

Philip BOURKE

Votre point de vue est intéressant. Il est vrai que l'appartenance des banques au secteur public est davantage un facteur de faillite que de stabilité. Néanmoins, je reconnais que la nationalisation d'une banque peut avoir des effets positifs en termes d'autodiscipline, dans la mesure où l'institution est alors associée à une économie planifiée. Il n'en reste pas moins qu'il est toujours difficile, pour les agents de l'État, de se substituer aux gestionnaires pour renforcer la régulation du système financier.

Il est d'ailleurs intéressant d'analyser la politique de coordination européenne que vous venez d'évoquer à travers le prisme de l'expérience irlandaise. L'Irlande a été profondément impactée par deux des principales politiques de coordination européennes. Elle a d'abord accueilli, au nom de la libre circulation de la main-d'œuvre, de nombreux travailleurs de l'Europe de l'Est recrutés dans le secteur du BTP. Par ailleurs, la libre circulation des capitaux a permis la multiplication des transferts entre les banques allemandes et irlandaises pour financer les activités du secteur immobilier. Hélas, la combinaison de ces deux éléments a contribué au boom que nous avons connu. Si un mécanisme de régulation financière avait existé au niveau européen, les banques allemandes auraient peut-être été incitées à limiter leurs prêts aux institutions irlandaises.

Quoi qu'il en soit, je considère que le modèle économique des banques doit avoir du sens, comme n'importe quel autre modèle économique. Si votre modèle ne présente que des inconvénients, comme nous l'avons vu avec la *China Aviation Oil* à Singapour, votre banque ne résistera pas longtemps à la concurrence.

Emmanuel MONOD, Université Paris Dauphine

L'amélioration de la régulation du système financier international passe par celle des processus d'évaluation qui ont jusqu'à maintenant été la chasse gardée des agences de notation. Or nous savons que ces agences se sont largement trompées sur de nombreux secteurs et acteurs des marchés financiers. Pensez-vous, dès lors, qu'il existe une alternative crédible à ces agences ?

Sophiane ABOURA

Je n'en suis pas sûr. Les banques ne sont que détentrices de portefeuilles contenant divers actifs, qui peuvent être simples ou sophistiqués. Les dérivés de crédit comme les CDO restent difficiles à évaluer en raison de leur caractère non linéaire, et il est compliqué d'évaluer leur probabilité de défaut. Si certains responsables de l'Union européenne ont bien proposé de créer des agences publiques pour évaluer les banques émettrices d'obligations et de produits sophistiqués, la question de leur gouvernance et de leur indépendance reste entière. Je doute qu'il existe, à l'heure actuelle, des modèles alternatifs pour procéder aux notations des banques et de leurs actifs.

YAN Hong

La majorité des problèmes qu'ont rencontrés les agences de notation provenaient des produits dérivés comme les CDO. Les agences, qui ne possédaient pas l'expertise nécessaire pour évaluer ces produits, se sont appuyées sur les recommandations des banques émettrices pour distribuer des bons points. C'est la raison pour laquelle de nombreux produits étaient surévalués. Qui plus est, les rares personnes qui avaient appris les méthodes d'évaluation des produits dérivés ont quitté les agences de notation pour travailler pour les banques. La complexité des produits dérivés et leur manque de transparence ont donc fini par entraîner le système financier dans la crise.

Il convient toutefois de ne pas accabler l'ensemble des produits dérivés. Ceux qui se sont révélés les plus sûrs ont prouvé leur légitimité en tant qu'outil d'assurance contre les risques. À l'inverse, les produits dérivés purement spéculatifs n'ayant pas été créés pour une fonction légitime sont ceux qui ont empêché les agences de notation d'accomplir correctement leur travail. Ces produits méritent donc la plus grande attention si l'on veut éviter de nouveaux soubresauts comparables à ceux que nous avons connus.

Sophiane ABOURA

Je crains, hélas, que l'utilisation de produits dérivés nocifs ne continue de plus belle, car c'est avec ce genre de produits – vendus pour un prix plus cher que leur valeur intrinsèque – que les banques accumulent les bénéfices.

YAN Hong

Certes. Toutefois, l'expérience de *Lehman Brothers* a montré que les banques pouvaient également disparaître à cause de ces mêmes produits.

Arnaud RAYNOUARD

Pensez-vous que l'on puisse aisément distinguer en amont les produits dérivés spéculatifs des produits dérivés que vous qualifiez de « légitimes » ? Croyez-vous que la régulation puisse jouer un rôle en la matière ?

YAN Hong

Je considère effectivement que des barrières pourraient être instaurées pour limiter l'utilisation des produits dérivés toxiques.

Philip BOURKE

La distinction opérée par Yan Hong est pertinente. Toutefois, il convient de ne pas oublier les limites des produits financiers « légitimes ». Ceux-ci peuvent initialement être vendus avec un bon retour sur investissement. Cependant, le marché qui porte

ces produits devient concurrentiel au moment même où ces derniers sont copiés, ce qui réduit considérablement leur rentabilité.

S'agissant de l'éventuelle instauration d'une agence de notation européenne, je crains que la perspective que la *Deutsche Bank* ne soit plus notée AAA n'entrave sérieusement le projet.

Emmanuel MONOD

Un responsable du gouvernement chinois a déclaré que la crise avait généré des bénéfices privés résultant de pertes publiques. Ne pensez-vous pas que la régulation financière devrait commencer par la condamnation pénale des présidents des banques d'investissement ? Je rappelle que le Président Obama a été élu sur la base d'un programme qui prévoyait de sanctionner les responsables de la crise. Or aucune avancée n'a été enregistrée dans ce domaine. Le Président américain a même reconduit Larry Summers et Ben Bernanke à leurs postes respectifs, alors qu'ils étaient censés répondre de leurs actes devant la Justice.

Arnaud RAYNOUARD

Rappelez-vous que le président de la FSA avait déclaré que tous les talents étaient concentrés dans le secteur privé parce que le secteur public n'était pas assez rémunérateur. Il existe bel et bien un problème en matière de gestion des politiques publiques et de ressources.

Philip BOURKE

Les responsables politiques devraient également rendre des comptes à leurs électeurs.

Troisième session

Investissements directs étrangers et transferts de technologie

Introduction

Vincent CHRQUI, directeur général, Centre d'analyse stratégique

Les IDE ont joué un rôle crucial dans la modernisation du tissu industriel chinois, en observant une montée en gamme au fil des années. Toutefois, le modèle économique d'une Chine servant de base industrielle pour les pays développés tend à décliner. D'abord, la Chine souhaite attirer des IDE de plus en plus riches en technologie afin de réorienter une partie de son économie vers la production de biens à plus forte valeur ajoutée. Ensuite, la Chine devient à son tour un pays émetteur d'IDE, en profitant des réserves importantes qu'elle a su accumuler depuis des décennies. La combinaison de ces deux évolutions avec les transformations, au lendemain de la crise économique, du commerce international et des investissements justifie qu'une partie de notre colloque soit consacrée aux IDE.

I. IDE et transfert de technologie : le point de vues multinationales chinoises

WANG Zhile, président, Beijing New Century Academy on Transnational Corporations et chercheur, Chinese Academy of International Trade and Economic Cooperation

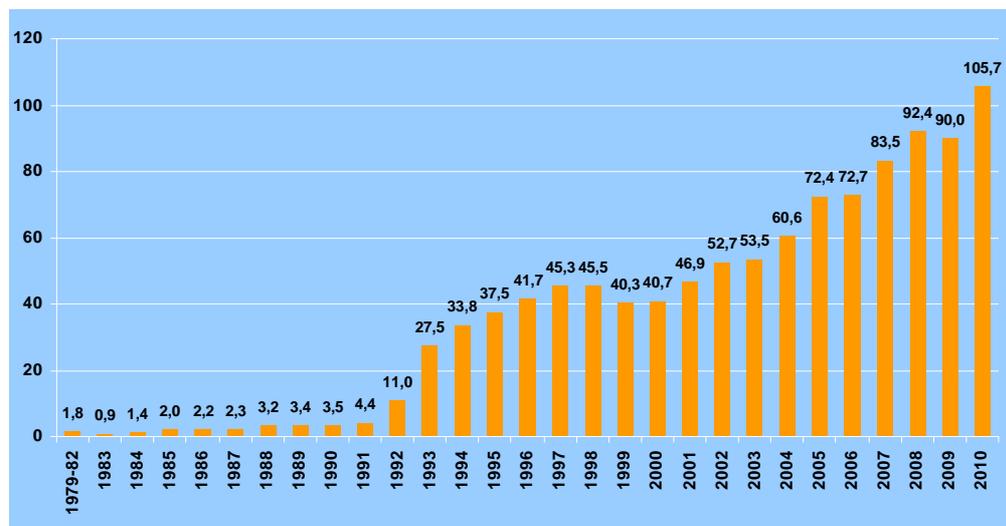
La question des IDE est très controversée en Chine, les débats sur l'utilisation qui doit en être faite sont souvent très conflictuels.

1. Perspective historique

Dans les années 1980, le niveau des investissements directs en Chine était très limité, avec des transferts annuels à hauteur de 2 ou 3 milliards de dollars. Ce n'est qu'à partir des années 1990 que les flux d'IDE vers la Chine ont connu une nette accélération, avec des transferts annuels estimés entre 40 et 50 milliards de dollars. L'entrée de la Chine à l'OMC en 2001 a permis une nouvelle vague de progression, puisque l'on enregistre désormais environ 100 milliards de dollars d'IDE reçus chaque année par la Chine.

L'historique des flux d'IDE à destination de la Chine peut donc être divisée en trois périodes. À partir de son ouverture progressive sur l'extérieur (1979) et jusqu'à la fin de la Guerre froide (1991), la Chine a mené des expérimentations afin d'évaluer l'impact des IDE sur son économie. Ces investissements, limités en nombre, étaient avant tout le fait de Chinois résidant à l'étranger. La fin de la Guerre froide en 1991 et l'accélération de la mondialisation ont ensuite permis à la Chine d'attirer davantage d'IDE, essentiellement concentrés dans le secteur manufacturier. Enfin, l'intégration de la Chine à l'OMC en 2001 fut le réel déclencheur de la multiplication et de la diversification – tant en termes d'origine géographique que de secteur de destination – des IDE. La Chine a ainsi accumulé près de 1 000 milliards de dollars d'IDE en trente ans.

Évolution des flux d'IDE entrants en Chine (1979-2010)
En milliards de dollars



Source : MOFCOM ; Graphique tiré de la présentation ppt de Z. Wang du 23 mai 2011

<http://www.strategie.gouv.fr/content/colloque-croissance-et-desequilibres-mondiaux-approches-chinoises-et-europeennes>

2. Les IDE sont-ils encore nécessaires ?

Des investissements controversés

À partir de 2006, de nombreux responsables chinois se sont interrogés sur la nécessité de continuer à accueillir autant d'IDE. Initialement, les besoins étaient justifiés par la nécessité, pour nos entreprises, d'acquérir du capital, des technologies et des techniques de management. Puis les observateurs sont parvenus aux trois constats suivants :

- l'accumulation de réserves en devises étrangères a progressivement permis à la Chine de financer les besoins en capitaux de ses entreprises, sans nécessairement recourir aux IDE ;
- les investissements dirigés vers la Chine n'étaient finalement pas si riches en technologie, alors que les besoins technologiques étaient pourtant l'une des raisons de l'ouverture du pays aux IDE ;
- enfin, les Chinois ont commencé à manifester de plus en plus d'inquiétudes quant à la possible menace que pouvaient représenter ces investissements sur la sécurité économique nationale, en particulier lorsqu'ils étaient consacrés à des opérations de fusion-acquisition.

Ce dernier point est particulièrement intéressant, car les investisseurs étrangers souhaitant procéder à des fusions-acquisitions en Chine ont connu des fortunes extrêmement diverses. Certaines opérations ont été couronnées de succès (rachat de *Supor* par *Seb*), alors que d'autres ont tout bonnement connu un échec retentissant (tentative de rachat de *Wahaha* par *Danone*). Ces opérations de fusion-acquisition ont été largement rapportées dans les médias, le plus souvent en des termes négatifs. De nombreuses voix se sont élevées pour dénoncer la menace que faisaient peser ces opérations (et donc les IDE) sur le tissu entrepreneurial chinois.

Par ailleurs, les IDE ont suscité un vif débat, quant à la nature des produits innovants qu'ils servaient à produire. On s'est interrogé sur les conditions que ces produits devaient respecter pour entrer dans la catégorie des « innovations indigènes »,

appartenance qui est très importante puisqu'elle a la préférence des autorités chinoises en matière de passations de marchés publics. Alors que Pékin prévoyait initialement des conditions très restrictives (circulaire du 30 octobre 2009), les protestations des multinationales étrangères ont fini par contraindre le gouvernement à assouplir sa réglementation, définie par le document n° 9 du 6 avril 2010. Cette réglementation améliore les conditions d'accueil des IDE, tout en permettant à la Chine d'obtenir davantage de garanties en matière de transferts de technologie, dans une perspective de montée en gamme de son industrie.

Des investissements vitaux pour la Chine

Suite à ces controverses, notre Institut a mené des recherches qui ont permis de dégager trois conclusions :

- les IDE restent un élément déterminant pour un pays émergent comme la Chine, qui est l'un des moteurs de la croissance mondiale ;
- la transition d'une économie planifiée et centralisée vers une économie plus libérale et plus ouverte implique nécessairement que les IDE aident la Chine à se moderniser. Notre pays a en effet besoin d'acquérir des méthodes de management et des nouvelles technologies, qui peuvent être introduites par le truchement d'IDE ;
- enfin, dans la continuité de sa stratégie de développement pacifique, la Chine considère les multinationales étrangères investissant sur son territoire comme de véritables alliées avec qui elle partage des intérêts communs.

Au regard de ces trois conclusions, on peut raisonnablement considérer que la Chine doit encore accueillir des IDE au cours des prochaines décennies. Le gouvernement et les médias chinois ont d'ailleurs commencé à adopter une attitude plus conciliante envers ces investissements, leur méfiance initiale diminuant au fil du temps.

3. De nouvelles opportunités pour les multinationales étrangères

Les multinationales étrangères découvrent aujourd'hui de nouvelles opportunités en Chine grâce aux cinq mutations majeures que connaît le pays : l'industrialisation, l'internationalisation, la libéralisation, l'informatisation et l'urbanisation. Par exemple, le taux d'urbanisation est passé de 18 % en 1978 à près de 50 % en 2010. À ce rythme, la population urbaine continuera chaque année de s'accroître de 20 millions d'habitants.

Conscientes de ces mutations, la majorité des multinationales étrangères sont déterminées à poursuivre leur politique d'investissements directs en Chine. Cette volonté est d'autant plus forte que la plupart des entreprises obtiennent des rendements satisfaisants sur les investissements faits dans notre pays. La Chambre de Commerce des États-Unis a ainsi révélé que 80 % des multinationales américaines ayant investi en Chine avaient obtenu de bons retours sur investissement. Les investissements directs destinés à la Chine constituent d'ailleurs la première priorité pour 30 % des entreprises sondées, et la deuxième ou la troisième priorité pour 50 % d'entre elles.

À titre d'exemple, *General Motors* a renforcé ses investissements directs en Chine après la crise, en créant notamment un centre de management international, chargé d'assurer la supervision de l'ensemble de la production réalisée hors du territoire américain. Par ailleurs, nous constatons une progression du nombre de multinationales étrangères installant des centres de recherche et développement sur notre territoire.

Étude de cas

La plus grande entreprise étrangère installée en Chine est la société *Samsung*, avec des ventes atteignant près de 40 milliards de dollars par an sur le seul marché chinois. À titre de comparaison, les plus grandes multinationales américaines ou japonaises enregistrent des ventes à hauteur de 10 milliards de dollars seulement. Le véritable succès de *Samsung* réside en partie dans sa politique de coopération entamée avec les entreprises chinoises dans le domaine de l'innovation. Par exemple, *Samsung* a intégré des éléments de la culture chinoise dès la phase de conception de ses produits. En outre, l'entreprise considère que ses installations de Pékin, Shanghai, Séoul et Tokyo font partie d'un même ensemble lui permettant de renforcer sa capacité d'innovation. Il est donc toujours possible, contrairement à ce qu'affirment de nombreuses multinationales, d'innover sur le sol chinois.

Conclusion

Si la Chine s'est peu à peu ouverte aux IDE depuis trente ans, les mentalités chinoises n'ont pas encore totalement évolué. Nombreux sont les décideurs qui ont conservé une vision des IDE typique de la guerre froide, à savoir que ces investissements constitueraient une menace pour notre pays. Je suis convaincu que les mentalités doivent continuer d'évoluer pour que nous soyons totalement en phase avec l'ère de la mondialisation. La Chine doit ainsi s'ouvrir davantage et améliorer les conditions d'accueil et d'utilisation des IDE qu'elle reçoit.

Enfin, la Chine a également besoin de devenir une puissance émettrice d'IDE afin d'équilibrer les flux entrants et sortants d'investissements directs. Pour rappel, les IDE originaires de Chine n'atteignaient que 69 milliards de dollars en 2010, alors que le pays accueillait dans le même temps des investissements à hauteur de 105 milliards de dollars. Selon les prévisions du ministère chinois du Commerce, l'équilibre devrait être atteint dans les cinq ou dix prochaines années. De cette façon, la Chine pourrait contribuer à la correction des déséquilibres mondiaux.

II. La Chine, l'UE et les IDE : quels enjeux ?

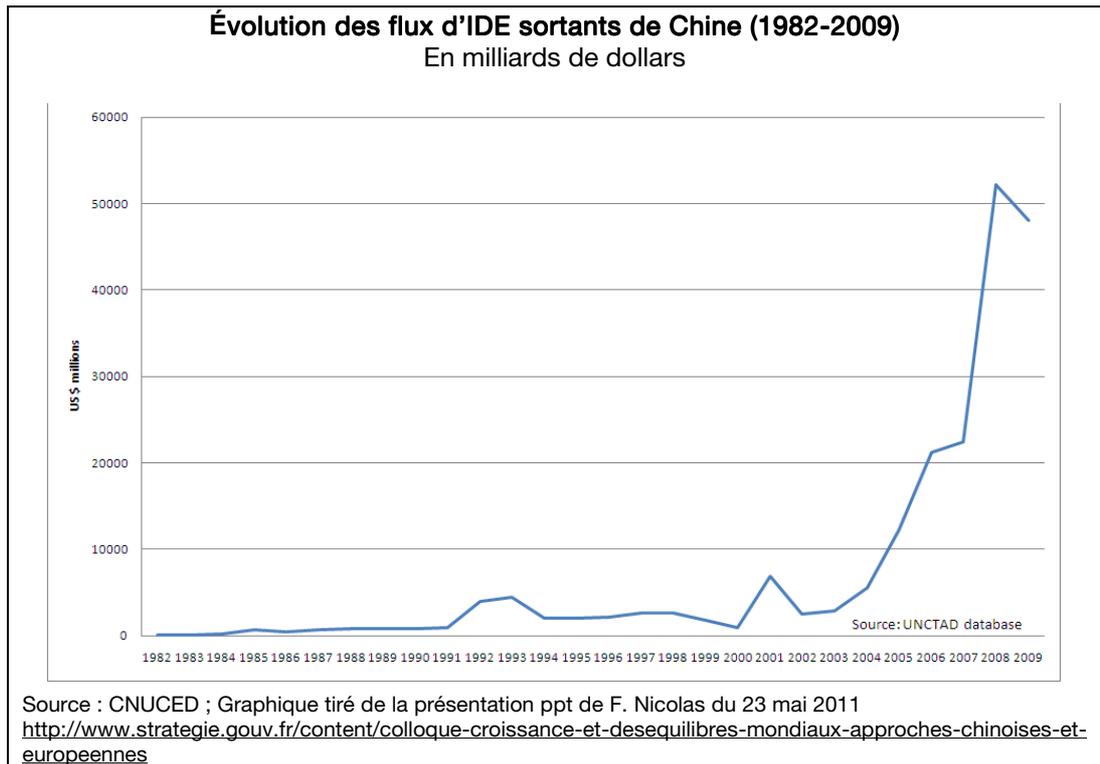
Françoise NICOLAS, directrice, Centre Asie, Institut français des relations internationales et maître de conférence associée, Université de Paris-Est

Cette présentation est consacrée à la fois aux IDE accueillis par la Chine et aux IDE d'origine chinoise, dont le développement a fait l'objet de nombreux commentaires critiques en Europe. Néanmoins, il convient d'inscrire le développement de ces deux flux d'investissement dans une perspective plus globale afin d'évaluer plus correctement leur poids dans les flux d'IDE mondiaux.

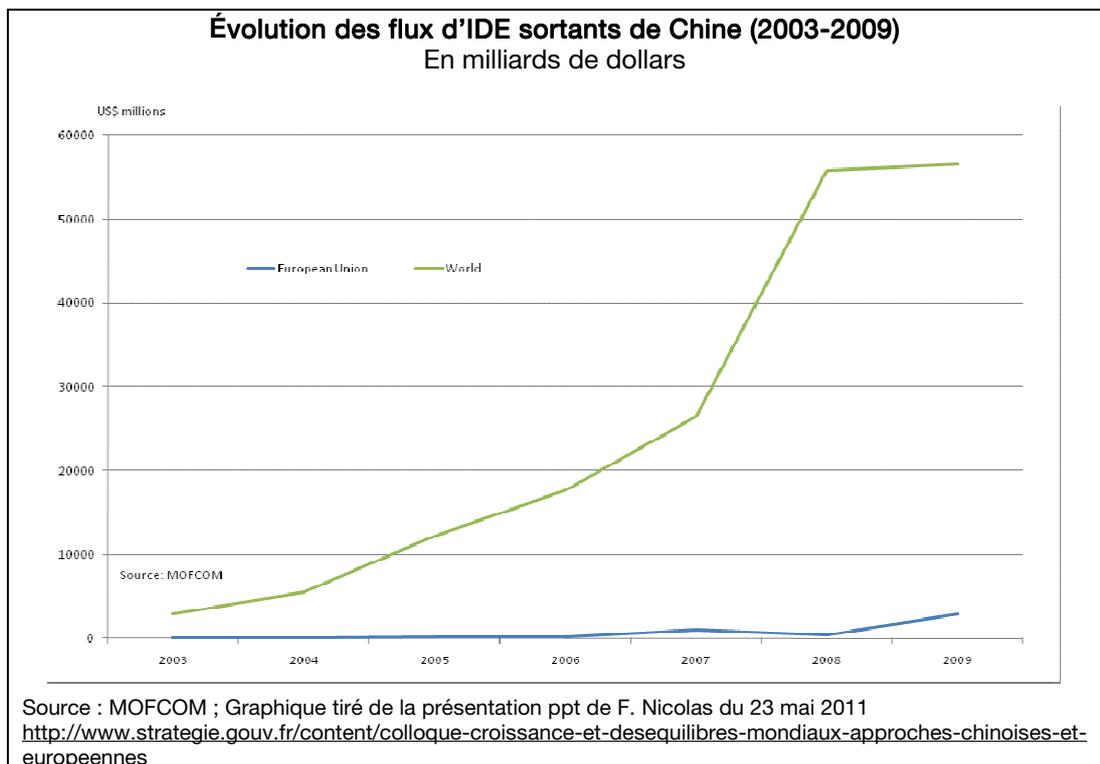
1. Les flux d'IDE sino-européens restent limités

La faible part des IDE chinois dans les flux d'IDE mondiaux

Les IDE chinois ont connu un léger – mais soudain – développement au moment où la Chine est devenue membre de l'OMC (2001). Ce n'est que quelques années plus tard (2004-2005) que les IDE originaires de Chine ont connu un boom significatif, qui a particulièrement retenu l'attention des observateurs occidentaux.

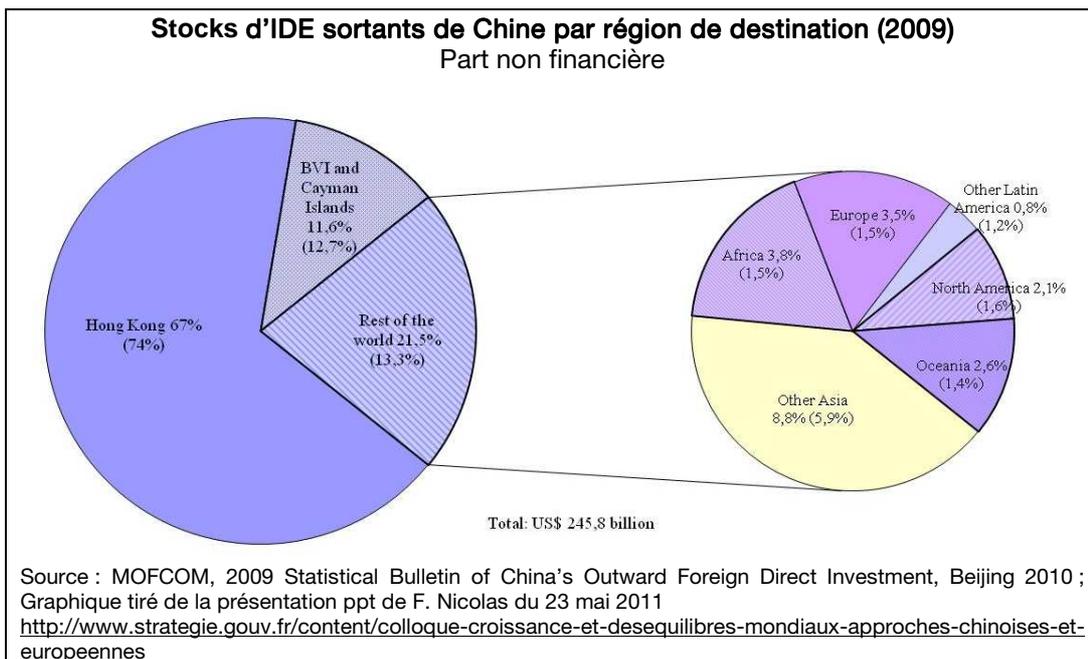


Pour autant, cette augmentation n'a quasiment eu aucun impact sur la part des IDE chinois dans les IDE mondiaux. Celle-ci n'atteint qu'environ 4 % en 2009, soit un pourcentage très limité. Si la Chine est bien un nouvel acteur parmi les puissances émettrices d'IDE, son poids dans la balance mondiale reste relativement marginal. Qui plus est, l'Union européenne n'accueille qu'une infime partie des IDE originaires de Chine (environ 4 %). Les investissements directs chinois destinés à l'UE ne sont donc pas si conséquents qu'on le prétend.



Des flux d'IDE sortants très concentrés

Les IDE originaires de Chine se concentrent essentiellement sur Hong-Kong, qui en attire environ 70 %. Les paradis fiscaux (Îles Caïman, Îles Vierges, etc.) accueillent, quant à eux, près de 12 % des investissements directs chinois. Si la prédominance de Hong-Kong et des paradis fiscaux a très légèrement diminué par rapport aux années précédentes, on constate que les IDE chinois restent largement concentrés sur ces deux destinations. En effet, le reste du monde n'en attire qu'environ 20 %, dont la moitié sont destinés à l'Asie-Pacifique (hors Hong-Kong). L'Afrique, l'Europe et l'Amérique se partagent le reste, à niveau à peu près égal. On notera que la part des IDE destinés à l'Afrique observe une pente ascendante (quoique relative) et que de moins en moins d'IDE s'orientent vers l'Amérique.



Si les IDE chinois drainés par l'Europe (UE et hors UE) ont bien doublé entre 2007 et 2009, leur part dans les flux totaux d'IDE chinois demeure minime. S'agissant de l'UE, l'augmentation des IDE provenant de Chine est essentiellement liée à la percée des investisseurs chinois au Luxembourg. En outre, il est difficile de distinguer les investissements provenant directement de Chine et ceux transitant d'abord par Hong-Kong ou les paradis fiscaux.

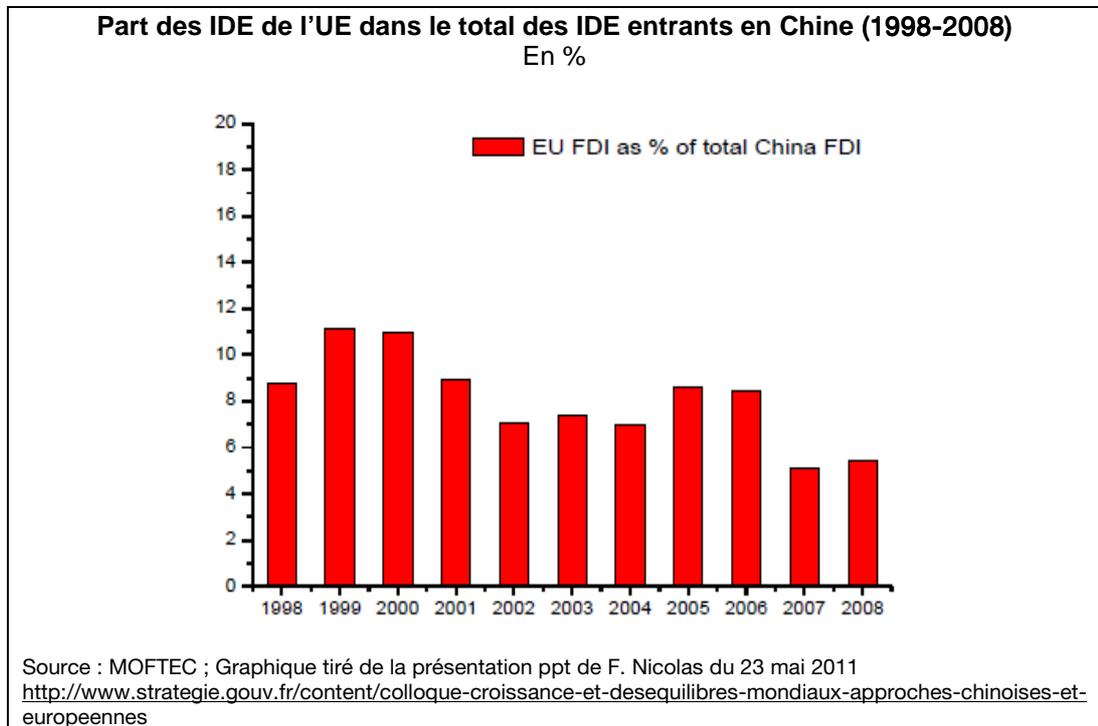
Des flux entrants et sortants déséquilibrés

Comme Wang Zhile l'a déjà fait remarquer, il existe une sensible différence entre le montant des IDE sortants et celui des IDE entrants. Si les chiffres montrent que les premiers ont tendance à croître plus rapidement que les seconds, je doute, contrairement à mon prédécesseur et aux objectifs du gouvernement chinois, que la situation s'équilibre dans les prochaines années. Néanmoins, on ne peut nier que l'écart observe effectivement une pente descendante.

Les IDE en direction de la Chine : un rôle minime pour l'UE

Il est souvent dit que l'UE demeure un acteur marginal en matière d'investissements directs en Chine, ce qui est vrai. Si les IDE européens ont considérablement augmenté à partir du début des années 1990, leur part dans le total des investissements directs en Chine reste limitée. Qui plus est, cette part semble se réduire depuis le début des années 2000, passant de 10 % en 1999 à seulement 6 % en 2008.

Ces observations nous obligent à conclure que les rôles respectifs de la Chine et de l'Union européenne au sein du territoire partenaire restent très minimes dans le domaine des IDE. Il convient donc de relativiser l'importance des développements observés ces dernières années, quelle que soit leur dimension.



2. Les flux d'IDE et les transferts de technologie

Les IDE entrants riches en technologie restent limités.

En Chine, les IDE entrants sont souvent perçus comme un moyen d'acquérir à la fois des capitaux, des techniques et de la technologie. La dimension technologique des investissements directs en Chine est d'ailleurs de plus en plus importante. Les politiques mises en place par le gouvernement chinois témoignent en effet de son désir d'attirer des IDE de plus en plus riches en technologie, au détriment des investissements orientés vers l'exportation. Néanmoins, les nouvelles orientations de Pékin se heurtent à des difficultés bien réelles.

Il est souvent dit que les transferts de technologie qui ne sont pas réalisés – bien qu'étant programmés – sont le fait des multinationales étrangères réticentes à livrer leurs brevets. Si l'on ne peut contester cette affirmation, il convient de la nuancer en indiquant que les transferts non réalisés résultent également de la faible capacité d'absorption de l'économie chinoise. Par ailleurs, la volonté de Pékin d'attirer davantage d'IDE technologiques – et donc de rejeter certains types d'IDE – a été perçue, par de nombreuses entreprises étrangères, comme un moyen détourné de restreindre leur accès à certains secteurs de l'économie.

L'acquisition de technologies *via* les IDE sortants demeure relative.

De la même manière que les IDE entrants sont perçus par les autorités chinoises comme un moyen d'acquérir des technologies, les IDE sortants sont considérés par Pékin comme une solution alternative permettant de bénéficier des transferts. Il est néanmoins légitime de s'interroger sur la pertinence de cette stratégie puisque les flux sortants ne garantissent pas, *a priori*, de meilleurs résultats que les flux entrants. En

effet, si le problème principal de la Chine réside dans les limites de sa capacité d'absorption, les difficultés seront sensiblement les mêmes dans les deux cas.

Par ailleurs, les études empiriques ont montré que, contrairement à ce qui est souvent soutenu, la majorité des IDE chinois ne sont pas consacrés à l'acquisition de technologies. Ce constat est vrai pour tous les investissements directs chinois, y compris pour ceux qui s'orientent vers les économies avancées. Ainsi, en Europe, les investissements visent avant tout à faciliter l'accès des entreprises chinoises aux marchés locaux. Ces investissements peuvent parfois incidemment déboucher sur une acquisition de technologies, mais le premier objectif vise bien à conquérir des parts de marché. À cet égard, les investisseurs chinois ne sont pas si différents de leurs homologues étrangers.

En outre, les IDE chinois présentent souvent des avantages « gagnants-gagnants ». D'abord, ils peuvent permettre aux entreprises européennes d'avoir un accès plus facile au marché chinois. Ensuite, ils offrent la possibilité à ces mêmes entreprises de se débarrasser d'une activité qui ne serait plus rentable pour elles. Vous me demanderez alors quel avantage peut tirer un investisseur chinois du rachat d'une activité peu rentable. La réponse réside tout simplement dans la différence de perspective entre les deux parties. Une activité qui ne suscite plus l'intérêt d'une entreprise européenne peut au contraire apparaître extrêmement importante pour la partie chinoise.

La multiplication des IDE sortants : une entreprise risquée pour Pékin ?

La stratégie visant à pousser les investisseurs chinois à multiplier les IDE présente deux risques principaux. D'une part, il existe un risque de mauvaise répartition du capital au sein même de l'économie chinoise. Les entreprises d'État perçues comme étant « stratégiques » pourraient être favorisées au détriment des entreprises privées. D'autre part, il existe un risque de déséquilibre entre les investissements domestiques et les investissements étrangers si ces derniers sont promus à outrance. Le risque est d'autant plus grand que ces IDE pourraient être investis au mépris de toute diligence raisonnable.

Conclusion

Les entreprises chinoises n'ont encore que peu d'expérience à l'échelle internationale. Elles continuent de tâtonner et de commettre des erreurs, même si elles apprennent vite. Il convient donc de ne pas tirer de conclusions trop générales des quelques succès qu'elles ont pu enregistrer. Il serait ainsi contre-productif d'exagérer l'importance des investissements directs chinois au vu de leur poids relatif dans les IDE mondiaux. Qui plus est, il nous faut éviter de considérer les IDE chinois comme une menace. Ceux-ci sont potentiellement facteurs de gains mutuels, pour les entreprises chinoises comme pour les entreprises étrangères.

Par ailleurs, la qualité de l'accueil des investissements directs en Chine constitue un enjeu crucial. À cet égard, il convient pour l'Europe de ne pas agir en termes de « réciprocité négative ». Les marchés européens doivent rester accessibles, même si le marché chinois n'est pas encore totalement ouvert.

Enfin, il serait probablement judicieux de ne pas considérer la question des IDE comme un sujet indépendant des autres problématiques. Les questions de propriété intellectuelle et de passations de marchés publics – qui ne se limitent en aucun cas aux passations de marchés gouvernementaux – doivent être associées au thème des IDE afin de définir des solutions viables pour tous.

III. Les tendances chinoises en matière d'IDE entrants et sortants

Ghislain de MAREUIL, fondateur et associé, Shanghaivest, avocat-conseil, Cabinet Allbright

Mon exposé est basé sur ma propre expérience professionnelle. Mon premier voyage en Chine remonte à 2001. Je conseillais alors les entreprises étrangères qui souhaitaient investir sur le sol chinois. Aujourd'hui, je consacre plus de la moitié de mon temps à conseiller les entreprises chinoises désireuses d'investir en Europe. Je pense que ceci résume plutôt bien la tendance que nous pouvons observer à un niveau plus global.

1. Les différentes vagues d'investissements directs en Chine

Une diversification progressive

La première grande vague d'investissements directs en Chine va du début des années 1990 à 2008. La plupart des entreprises européennes souhaitaient investir en Chine pour y établir des structures d'exportation, en profitant des gains considérables qu'elles pouvaient enregistrer en termes de coût du travail. Le choix du partenaire local pour établir une *joint-venture* était alors très limité.

Petit à petit, à mesure que l'économie chinoise s'est ouverte sur l'extérieur, les investisseurs européens se sont vus proposer un panel de partenaires de plus en plus large. De même, les secteurs où investir se sont peu à peu diversifiés. À cet égard, il faut signaler le pragmatisme des autorités chinoises. Si de nombreux secteurs restent en théorie fermés aux IDE, les possibilités d'arrangement restent larges si l'on arrive à bien négocier.

Nous avons également observé, au fur et à mesure, une amélioration indiscutable du cadre juridique chinois. Les investisseurs justifiaient auparavant la non-concrétisation de projets d'investissements directs par le manque de clarté de la législation chinoise. Néanmoins, il est intéressant de constater aujourd'hui que le renforcement de la règle de droit n'a pas nécessairement entraîné une hausse des IDE. Cette évolution a même eu tendance à décourager les investisseurs qui avaient l'habitude de négocier directement avec les autorités publiques locales (municipalités, provinces) lorsqu'il n'existait pas de cadre juridique spécifique. Une fois la législation renforcée, ces autorités ne disposaient plus de la même marge de manœuvre. Certaines entreprises étrangères ont donc été pénalisées, notamment parce qu'elles ne pouvaient plus disposer des mêmes exonérations fiscales qu'auparavant.

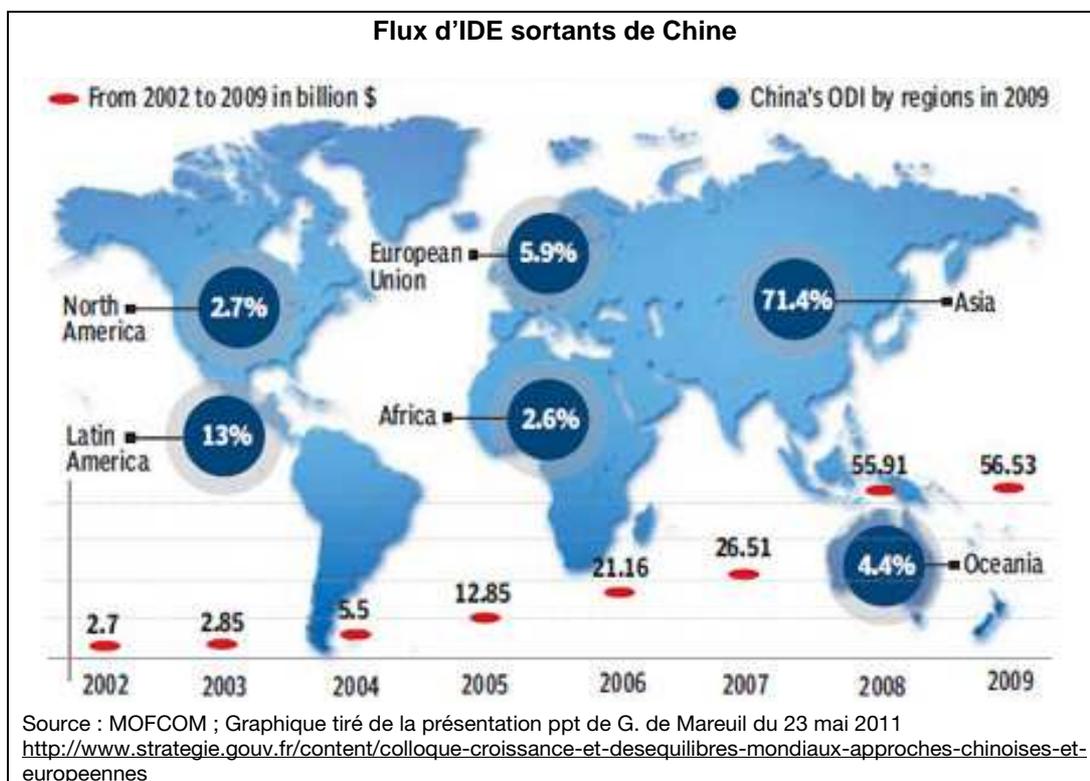
Aujourd'hui, les IDE européens en Chine doivent être lus à travers le prisme du nouveau Plan quinquennal de développement de l'économie chinoise. Pékin souhaite devenir un leader mondial en matière d'industries respectueuses de l'environnement, notamment *via* la montée en gamme de son tissu industriel (du *low-tech* au *high-tech*). Les IDE suivent donc sans surprise cette tendance.

La prépondérance des fusions-acquisitions

De plus en plus d'investissements directs européens prennent la forme d'opérations de fusion-acquisition. Cela s'explique d'abord par le fait que la plupart des investissements ont pour objectif de conquérir des parts de marché en Chine, que ce soit à travers une vente directe ou par l'intermédiaire d'un site de production basé sur le sol chinois. En effet, de moins en moins d'investissements sont orientés vers la réexportation. Pour ma part, cela fait bien deux ans que je n'ai pas travaillé sur ce type d'investissement. Les entreprises étrangères souhaitant investir le marché

chinois s'orientent donc d'abord vers des fusions-acquisitions afin de bénéficier des connaissances que possèdent les entreprises locales sur leur propre marché.

Le deuxième facteur de développement des fusions-acquisitions réside dans l'adoption progressive des standards internationaux par les entreprises chinoises. Si ces dernières ont encore un long chemin à parcourir avant de rattraper leurs partenaires étrangers, les écarts en termes de gestion, de comptabilité ou de pratiques commerciales se réduisent au fur et à mesure de l'ouverture internationale de l'économie chinoise. Cette mise aux normes progressive est également liée au fait que les managers chinois formés à l'étranger sont de plus en plus nombreux et qu'ils ont tendance, par définition, à reproduire chez eux ce qu'ils ont appris ailleurs. Les managers sont également tentés de réaliser davantage d'affaires avec les entreprises originaires du pays qui les ont accueillis. Malheureusement pour l'Europe et pour la France, ce sont avant tout les États-Unis qui retiennent l'attention des apprentis managers chinois. Cette situation a longtemps eu pour conséquence une prépondérance des IDE américains au détriment des IDE européens, notamment dans le secteur technologique. Néanmoins, du fait que le marché chinois gagne de jour en jour en maturité, les investisseurs européens disposent de plus en plus d'opportunités pour y conquérir des parts de marché.



2. Les investissements directs chinois : quelle utilité ?

Des investisseurs chinois hésitants

Shangaiinvest, l'entreprise que j'ai créée il y a deux ans, a pour but d'aider les entreprises chinoises à investir à l'étranger. Nous avons constaté que la plupart d'entre elles préféreraient investir en Amérique plutôt qu'en Europe, pour la simple et bonne raison que la majorité de leurs managers avaient été formés, comme je viens de le signaler, aux États-Unis.

Les facteurs qui incitent les entreprises chinoises à investir à l'étranger ne sont pas si évidents. Lorsque nous proposons des solutions européennes aux investisseurs

chinois, ceux-ci nous demandent toujours pourquoi ils devraient investir sur un marché fragmenté qui, en plus de leur être inconnu, est peu dynamique. À leurs questions sur l'opportunité d'investir en Europe, nous apportons généralement quatre types de réponse.

Quatre bonnes raisons d'investir à l'étranger

Tout d'abord, les investissements directs étrangers permettent aux entreprises chinoises d'acquérir les ressources naturelles dont elles ont fortement besoin pour se développer. Hélas, nous ne pouvons mettre en avant cet argument lorsque nous discutons d'opportunités européennes, étant donné que l'Europe reste relativement pauvre en ressources naturelles.

Ensuite, les investissements directs étrangers constituent un moyen, pour les entreprises chinoises, d'acquérir de la technologie. Bien que les orateurs précédents aient parfois affirmé le contraire, je ne peux que constater, au travers de mon expérience personnelle, l'importance grandissante du facteur technologique dans les IDE chinois. Cet intérêt pour les technologies ne se limite pas au secteur des télécommunications. L'Europe, et en particulier la France, possède de nombreuses technologies dans les secteurs traditionnels comme l'automobile, qui ont une réelle valeur ajoutée pour les Chinois. Plusieurs équipementiers de deuxième ou troisième plan possèdent des technologies pouvant être acquises par les entreprises chinoises, qui pourront ensuite les réutiliser sur les chaînes d'assemblage locales afin de devenir plus compétitives que leurs concurrentes.

Par ailleurs, les IDE peuvent être orientés vers l'acquisition de savoir-faire afin de satisfaire la demande croissante de biens de consommation et de produits de luxe. Dans ce domaine, la France possède certains avantages avec un savoir-faire quasiment inégalé dans le secteur des cosmétiques.

Enfin, les investissements directs étrangers facilitent l'accès des entreprises chinoises aux marchés étrangers.

Les évolutions des IDE chinois

Les IDE chinois sont de plus en plus le fait d'entreprises privées ou semi-privées. Les négociations entre les entreprises étrangères et ces nouveaux investisseurs sont plus aisées qu'avec les entreprises d'État chinoises, car les deux parties parlent généralement le même langage. En outre, les fusions-acquisitions tendent à devenir le modèle privilégié des investisseurs chinois.

Conclusion

Comme l'a déjà souligné l'orateur précédent, de nombreuses voix se sont élevées en Europe pour dénoncer une prise de contrôle progressive, par la Chine, des entreprises européennes. Ces avertissements sont pourtant sans fondement. Les IDE chinois continuent de représenter une part infime des IDE mondiaux, *a fortiori* en Europe. En outre, ceux qui dénoncent la soi-disant influence grandissante de la Chine sont parfois les mêmes que ceux qui souhaitent tirer parti de l'accroissement du montant de capitaux chinois disponibles : les décideurs européens doivent choisir. Qui plus est, il existe une forme d'hypocrisie dans ces dénonciations. Il est naturel que les investisseurs chinois souhaitent jouir d'un certain contrôle sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. Là encore, pour reprendre la formule de Françoise Nicolas, les investisseurs chinois ne se comportent pas si différemment que leurs homologues étrangers.

Enfin, je souhaite vous faire part d'un exemple révélateur des tendances actuelles en matière d'IDE : l'investissement du groupe chinois *Fosun*, qui est une entité privée,

dans le groupe *Club Med*. Cette opération intervient dans un secteur où la Chine dispose d'un marché très prometteur : le tourisme. Les classes moyennes chinoises sont en effet de plus en plus désireuses de profiter de leur temps libre en faisant du tourisme local. Ainsi, le groupe *Fosun* s'appuie sur son investissement dans le groupe *Club Med* pour financer le développement des activités chinoises de son partenaire, tout en procédant à l'importation de son savoir-faire. Ce modèle typique d'investissement « gagnant-gagnant » devrait, selon toute vraisemblance, se généraliser à l'avenir.

IV. Partage d'expériences : deux exemples

A. *Bluestar Silicones, filiale française de l'entreprise chinoise Bluestar*

Olivier de CLERMONT-TONNERRE, directeur général adjoint : stratégie et développement groupe, Bluestar et membre du conseil d'administration, Groupe Bluestar

Mon exposé sera consacré à l'intégration d'une entreprise privée française, *Rhodia Silicones*, au sein d'une grande entreprise d'État chinoise, *Bluestar*. Nous verrons que cette opération a été bénéfique, malgré les réticences qui existaient à la fois du côté chinois et du côté français.

1. L'entreprise *Bluestar*

L'entreprise *Bluestar* appartient au groupe d'État chinois *China Chemical National Corporation (CCNC)*, qui opère dans le secteur de la chimie. Ce groupe, qui a été créé en 2004, enregistre un chiffre de ventes annuel d'environ 18 milliards d'euros. Il est présidé par Ren Jianxin, fondateur de l'entreprise *China National Bluestar*. Créée en 1984, cette entreprise spécialisée dans le traitement industriel de l'eau compte aujourd'hui parmi les cinq principales filiales du groupe *CCNC*, qui en détient 80 % du capital. Les 20 % restants sont détenus par le célèbre fonds d'investissement *Blackstone*. Les ventes annuelles de *Bluestar*, estimées à 6 milliards d'euros, sont majoritairement réalisées hors du territoire chinois (60 %). L'entreprise compte elle-même quatre grandes filiales internationales :

- *Adisseo*, entreprise française spécialisée dans la nutrition animale, acquise en 2006 ;
- *Qenos*, entreprise australienne spécialisée dans les polyéthylènes, acquise en 2006 ;
- *Rhodia Silicones* (actuellement *Bluestar Silicones*), entreprise française spécialisée dans les silicones, acquise en 2007 ;
- *Elkem*, entreprise norvégienne spécialisée dans les métaux siliconés et les produits de fonte, acquise en 2011.

2. L'industrie chimique : points de vue chinois et européens

Le secteur chimique est considéré partout en Europe – sauf peut-être en Allemagne – comme une industrie mature où les innovations sont peu nombreuses et dans laquelle il n'est pas judicieux d'investir. Pour ma part, je considère qu'il s'agit d'une grande erreur d'appréciation. Le monde est en effet confronté à de nombreux défis en termes

d'alimentation, de protection de l'environnement, de transports ou de construction, qui ne pourront être relevés qu'avec la création de nouveaux matériaux et de nouveaux produits. Or la chimie est justement l'industrie qui doit servir à la création de ces nouveaux matériaux et de ces nouveaux produits.

Ce point de vue est largement partagé en Chine, où le secteur de la chimie est considéré comme une industrie florissante. Les entreprises chinoises savent qu'elles doivent investir dans la chimie pour résoudre les difficultés auxquelles elles risquent d'être confrontées.

3. Processus d'intégration de *Rhodia Silicones* au sein du groupe *Bluestar*

Une acquisition découlant d'une première tentative de *joint-venture*

Le groupe *Rhodia* et le groupe *Bluestar* souhaitaient initialement établir un projet de *joint-venture* pour réunir la division *Rhodia Silicones* du groupe *Rhodia*, dont les ventes annuelles s'élevaient à 400 millions d'euros, et l'entreprise *Bluestar Silicones*, leader sur le marché chinois des produits siliconés intermédiaires (à faible valeur ajoutée). *Bluestar Silicones* devait s'allier à *Rhodia* à la fois pour maintenir le développement de ses produits siliconés intermédiaires et pour s'orienter vers des produits à plus forte valeur ajoutée. Le projet de *joint-venture* a été discuté pendant deux ans, avant que le groupe *Rhodia* ne réalise qu'il n'avait pas la volonté d'investir dans les produits siliconés, contrairement aux espérances de *Bluestar*. L'entreprise chinoise a donc finalement proposé le rachat de *Rhodia Silicones*, signé en octobre 2006 et effectif depuis février 2007.

Les craintes des employés de *Rhodia Silicones*

Les employés français de *Rhodia Silicones* ont exprimé des craintes au moment où était négociée l'opération d'acquisition. S'ils ne s'inquiétaient guère de la nationalité du repreneur, ils redoutaient néanmoins que leur entreprise soit intégrée à une entreprise d'État. Leurs préjugés portaient aussi sur la finalité de l'opération puisqu'ils pensaient, d'abord, que *Bluestar* n'était intéressé que par les technologies de *Rhodia*. Ils craignaient également que le repreneur fasse crouler leur entreprise sous les dettes, en exigeant le remboursement des investissements. Par ailleurs, beaucoup considéraient le rachat comme une opération de court terme. Enfin, ils étaient convaincus que *Bluestar* n'investirait réellement qu'en Chine et qu'il ne se soucierait guère du sort des employés français.

Le point de vue des entreprises

Rhodia

La vente de *Rhodia Silicones* apparaissait pourtant nécessaire pour le groupe *Rhodia*, alors confronté à des difficultés financières. Les actionnaires exigeaient que le groupe se recentre sur les activités où il occupait le premier ou le deuxième rang mondial, ce qui n'était pas le cas des silicones (5^{ème} rang mondial). Les coupes dans les dépenses de recherche et développement ne laissaient également rien présager de bon.

En outre, le groupe *Rhodia* était convaincu que les acquisitions de technologies redoutées par les salariés seraient accompagnées d'investissements conséquents en matière de recherche et développement et d'infrastructures. La suite lui a donné raison.

Bluestar

Bluestar était évidemment intéressé par l'acquisition de technologies et de techniques de management. C'est le cas de la majorité des entreprises chinoises procédant à des acquisitions dans les économies avancées, même si les compétences requises

pour absorber les techniques et les technologies étrangères ne sont pas toujours là. Conscient de ce risque, *Bluestar* a préféré conserver les services de recherche et développement en Europe, en leur accordant davantage de ressources. Si l'expérience des équipes en place était déjà suffisante pour justifier ce choix, la qualité des législations française et européenne en matière de protection de la propriété intellectuelle a également pesé dans la décision des responsables de *Bluestar*. Cette stratégie reposait également sur le constat que la « loyauté » des ingénieurs R & D européens envers leur employeur était plus grande que celle de leurs homologues chinois, davantage habitués à changer d'entreprise.

Par ailleurs, *Bluestar* a choisi de ne pas changer les techniques de management qui étaient appliquées au sein de *Rhodia Silicones*. Les responsables de l'entreprise étaient parfaitement conscients qu'ils ne pouvaient envoyer de managers chinois pour assurer la gestion d'une entreprise à vocation internationale comme la nôtre. *Bluestar* a seulement envoyé des managers stagiaires afin qu'ils puissent parfaire leur formation.

L'entreprise chinoise a également réinvesti dans de nombreux sites de production européens qui devenaient obsolètes. Les activités de ces sites ont été maintenues autant que possible, même si le groupe *Bluestar* n'en dégagait aucun profit. Si *Bluestar Silicones* continue de n'engranger aucun profit en Europe, le groupe *Bluestar* nous soutient afin de faire évoluer cette situation. Ainsi, l'acquisition récente de l'entreprise *Elkem* vise en partie à renforcer le positionnement de *Bluestar Silicones* en matière de prix.

Une opération couronnée de succès

L'intégration de *Rhodia Silicones* à *Bluestar* a donné lieu à une certaine émulation entre les ingénieurs français et chinois, permettant ainsi de créer de nouvelles opportunités d'innovations. Celles-ci ne sont pas à sens unique : certaines sont développées en Europe et transférées en Chine, tandis que d'autres suivent le chemin inverse.

En outre, le marché chinois des silicones reste dominé par *Bluestar*, qui n'affronte aucun concurrent majeur (en dépit de ses coûts de production plus élevés que la moyenne). Les sites de production chinois couvrent l'ensemble du marché local et pourraient même couvrir certains marchés étrangers. Les sites de production européens couvrent, quant à eux, les marchés européens et africains.

4. Remarques générales

Les Occidentaux regardent toujours la Chine comme une puissance économique majeure. Si elle est effectivement la deuxième économie mondiale en termes de PIB, la Chine ne peut toujours pas offrir une vie décente à une grande partie de sa population. À cet égard, elle s'apparente encore à une économie en voie de développement. Le pays doit affronter, dans cette période de transition, de nombreux défis comme l'arrivée massive de travailleurs sur le marché du travail. Les nations occidentales doivent donc faire preuve de compréhension si elles veulent véritablement coopérer avec Pékin, intégrer les préoccupations des décideurs chinois, sans pour autant mettre en danger leurs propres intérêts nationaux.

Par ailleurs, il est impératif de réaliser qu'il existe de nombreux domaines où la Chine et les pays occidentaux peuvent être plus performants s'ils coopèrent davantage. Les Chinois ne pourront relever tous les défis qui se dressent devant eux sans notre soutien. De notre côté, nous ne pourrions pas survivre et nous ne pourrions pas créer d'emplois si nous ne profitons pas du boom économique chinois. Les deux parties partagent plus d'intérêts communs qu'on ne le dit ou l'écrit : la presse occidentale

critique à outrance la puissance chinoise et contribue à créer un sentiment d'inquiétude générale. On ne cesse de lire que la Chine est arrogante, qu'elle vole les technologies occidentales et qu'elle détruit des emplois partout dans le monde. En réalité, ces craintes n'ont d'égal que les bénéfices réels et mutuels que la Chine et l'Occident peuvent tirer de leur coopération. Les Occidentaux ont tout à gagner de l'enrichissement de la Chine, car il contribue à la sortie de la pauvreté de centaines de millions de futurs consommateurs, dont les besoins ne sauraient être comblés par les seules entreprises chinoises.

En outre, la Chine crée de plus en plus d'innovations susceptibles de bénéficier à l'ensemble de la planète. Sans être déjà une économie innovante, elle peut le devenir dans les prochaines décennies.

Enfin, il convient d'abandonner toute vision manichéenne de l'économie mondiale. Si la Chine reste critiquable pour son manque de combativité dans la lutte contre la corruption, l'Occident peut être sévèrement jugé pour sa tendance à la spéculation destructrice. Pour reprendre une expression consacrée par *Le petit prince* d'Antoine de Saint-Exupéry, les deux parties doivent impérativement « s'approprier » pour apprendre à travailler main dans la main.

B. Huawei

François QUENTIN, président du conseil d'administration, Huawei Technologies France

N'étant pas économiste, c'est en tant que représentant du monde industriel dans lequel je travaille depuis maintenant trente cinq ans que je vais m'adresser à vous.

1. Huawei en bref

Huawei est une entreprise chinoise fondée en 1988 à Shenzhen. Le classement, quelques années plus tard, de la région de Shenzhen en zone économique spéciale a été déterminant pour son développement.

Huawei se concentre sur trois activités principales dans le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) : solutions d'abonné à abonné, solutions pour les entreprises et fourniture de dispositifs. Ses ventes, qui ont atteint 28 milliards de dollars en 2010, se répartissent pour un tiers en Chine (croissance annuelle de 9 %) et deux tiers dans le reste du monde (croissance de 35 %). Par ailleurs, l'entreprise emploie près de 110 000 personnes dans 140 pays.

La recherche et développement est un domaine crucial. Près de 3 milliards de dollars (10 % du montant des ventes) sont investis annuellement dans ce domaine, qui emploie la moitié de nos salariés (55 000 personnes). La compétitivité de *Huawei* passe ainsi davantage par la qualité et les innovations que par les prix.

Les activités de *Huawei* en Europe ont débuté en 2002. Les ventes sur le continent ont dépassé 2,7 milliards de dollars en 2010. Près de 5 400 personnes sont employées dans la région.

2. Les transferts de technologie

Les transferts de technologie sont notre cœur de métier. Le secteur des TIC est, par nature, extrêmement gourmand en technologies. Les technologies sont acquises au travers d'un réseau de fournisseurs basés en Amérique du Nord, en Asie et en Europe, puis intégrées dans nos produits. Ce sont elles qui orientent nos innovations.

Huawei a établi vingt centres clés d'innovation au plus près de chacun de ses clients, car nous savons que les innovations doivent être adaptées à la culture de chaque entreprise. Cette stratégie nous permet, qui plus est, d'avoir une meilleure compréhension de nos marchés. Nous prévoyons de recruter près de 20 000 collaborateurs afin de développer ces centres, en particulier ceux basés en Europe (six centres sur vingt).

Chaque année, *Huawei* paye 220 millions d'euros de redevances pour exploiter les technologies qu'elle achète à ses fournisseurs, ce qui représente près de 10 % de ses gains annuels. Elle dépose également de près de 1 700 brevets par an, ce qui en fait l'une des trois premières entreprises mondiales dans ce domaine. Nous sommes très activement engagés dans la défense de nos droits de propriété intellectuelle.

3. Les critères d'investissement en Europe

D'abord, être prêts de nos clients afin d'intégrer leur touche personnelle à nos solutions. Cette stratégie nous permet d'être compétitifs dans tous les pays où nous sommes présents.

Ensuite, nous appuyer sur l'excellence des différents écosystèmes existant en Europe dans le domaine des TIC, afin de développer et d'améliorer nos innovations. Cet élément est déterminant dans notre stratégie, puisqu'il nous est plus difficile de nous installer dans les pays pauvres en sous-traitants, en consultants ou en fournisseurs. Par ailleurs, nous nous appuyons également sur l'excellence des ingénieurs et des centres de recherche européens, qui sont le plus souvent interconnectés. De surcroît, nous devons nous adapter aux spécificités des régulations propres à chaque pays membre de l'UE. Cette obligation est parfois contraignante, mais nous l'acceptons.

Enfin, améliorer l'organisation globale de notre chaîne logistique afin de renforcer sa résilience et son efficacité. Cela passe notamment par une diversification de nos approvisionnements. Nous avons vu, avec la récente catastrophe environnementale japonaise, à quel point la paralysie d'un seul fournisseur pouvait avoir un impact sur les entreprises du monde entier.

Conclusion

Huawei est un acteur international qui se transforme peu à peu en acteur global. L'entreprise réalise deux tiers de ses ventes hors de Chine, achète et vend des brevets partout dans le monde, tout en fournissant des solutions adaptées à chacun de ses clients.

Les transferts de technologie sont au cœur de notre stratégie. Les compétences en recherche et développement ont été gardées en interne, de même qu'un tiers de nos capacités de production (les deux autres tiers étant externalisés).

Au final, *Huawei* est ainsi l'un des premiers exemples d'entreprise chinoise à se transformer en entreprise mondiale.

Débat

De la salle

Distingue-t-on aisément les investissements directs chinois vers l'Europe des investissements directs de Hong-Kong vers l'Europe ?

Ghislain de MAREUIL

Près de 90 % des investissements directs chinois en Europe transitent par Hong-Kong. Ils sont donc comptabilisés une première fois dans les IDE chinois destinés à Hong-Kong, puis une seconde fois dans les investissements de Hong-Kong vers l'Europe. Les statistiques doivent donc être analysées avec prudence.

Françoise NICOLAS

Tout dépend de la période analysée. Jusqu'à une période récente, les statisticiens distinguaient les investissements directs chinois des investissements directs de Hong-Kong. Néanmoins, dans la mesure où la différence a tendance à s'estomper, comme l'a indiqué Ghislain de Mareuil, les statisticiens classent désormais ces investissements dans une seule et même catégorie. Cela complique évidemment la tâche des analystes que nous sommes, puisque nous devons tenir compte des différences qui, néanmoins, persistent entre les deux types d'investissements.

Ghislain de MAREUIL

De nombreux investissements directs chinois sont le fait de groupes cotés en bourse. Or ces groupes sont parfois cotés à la fois en Chine continentale (Shanghai ou Shenzhen) et à Hong-Kong. Le plus souvent, les capitaux sont levés à Hong-Kong, suite à une décision prise sur le continent. Il faut également tenir compte d'un autre point important : certains investissements labellisés comme des IDE américains en Europe sont parfois des investissements levés sur le marché américain par des entreprises chinoises possédant des filiales américaines. Encore une fois, les statistiques doivent être analysées avec la plus grande prudence.

Conclusion

Benoît COEURÉ, directeur général adjoint, Direction générale du trésor et économiste en chef, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

Alors que nous sortons à peine de la crise économique et financière internationale, les déséquilibres mondiaux restent une préoccupation centrale des décideurs de politique économique et des économistes. Ce colloque en témoigne. La constitution de déséquilibres mondiaux depuis la fin des années 1990 a été l'un des faits macroéconomiques les plus marquants de la dernière décennie. Entre 1998 et 2007, la somme des déficits et excédents courants des pays du G20 est passée de 580 à 2 500 milliards de dollars. Cette augmentation résulte de la conjonction de causes différentes : déséquilibre commercial des États-Unis et de la Chine, déséquilibres au sein de la zone euro, surplus des pays producteurs de pétrole. Ces phénomènes de nature différente s'enracinent toutefois dans un terreau commun : le développement sans précédent des marchés financiers internationaux, qui a desserré, au moins à court terme, la contrainte financière pesant sur les politiques économiques nationales.

La relation économique et commerciale bilatérale entre l'Europe et la Chine est la plus importante du monde. C'est pourquoi l'Union européenne et la Chine ont une responsabilité particulière dans la recherche d'une croissance forte, équilibrée et durable.

1. Le rôle des déséquilibres mondiaux dans la crise et pourquoi il faut y remédier

Un excédent ou un déficit courant n'est pas nécessairement malsain. Par exemple, un pays qui exporte ses ressources naturelles en grande quantité doit dégager des surplus courants s'il veut redistribuer des revenus présents aux générations futures. Mais quand les soldes courants sont sur des trajectoires divergentes, ou restent trop importants pendant trop longtemps, ils deviennent une menace pour la stabilité macroéconomique et financière. La question est donc de savoir quand un solde courant devient excessif.

La réponse n'est pas facile. Comme le disait le conseiller économique du président Nixon, Herb Stein, « ce qui ne peut pas durer toujours doit un jour s'arrêter ». Mais quand ? Avant la crise, de nombreux économistes pensaient que le déficit courant américain était soutenable et qu'il allait pouvoir être financé pendant longtemps - ce qui s'est révélé faux. Les déséquilibres mondiaux n'ont pas causé la crise économique et financière internationale. La crise a des racines micro-économiques : régulation insuffisante, mauvaises incitations des acteurs financiers. Mais les distorsions sous jacentes aux déséquilibres mondiaux l'ont amplifiée. Par exemple, les dettes privées accumulées dans les pays en fort déficit courant ont amplifié la baisse de la demande intérieure de ces pays, puis de la demande mondiale. Il faut donc éviter une résurgence des déséquilibres. Ce n'est pas assuré. Les déséquilibres mondiaux ont baissé de moitié entre fin 2008 et fin 2009 mais ils ont à nouveau augmenté en 2010 et le FMI prévoit qu'ils resteront à un niveau élevé au cours des prochaines années. Ils font courir un risque significatif à l'économie mondiale.

2. Le lancement du Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée en 2009 à Pittsburgh et les décisions de 2010 et 2011

Un pas important a été franchi lors du sommet de Pittsburgh en septembre avec le lancement du « Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée ». Ce

processus réunit l'ensemble des pays du G20, soit 85 % du PIB mondial, et traite de questions liées aux modèles de croissance, aux politiques monétaires et de change, aux politiques budgétaire, structurelles et de développement. Le FMI, aidé par d'autres organisations internationales telles que la Banque mondiale ou l'OCDE apporte son expertise au groupe, mais il est clair qu'il s'agit d'une discussion entre États souverains, seuls responsables de leur politique économique.

Depuis Pittsburgh, des étapes importantes ont été franchies. En 2010, les pays du G20 se sont livrés à un exercice d'évaluation mutuelle de leurs politiques économiques. Les discussions ont été franches et ont permis de réfléchir à un ensemble de mesures qui, si elles étaient mises en oeuvre, contribueraient à une croissance « forte, durable et équilibrée ». S'y est ajouté l'impératif nouveau de l'assainissement des finances publiques, apparu en juillet 2010 au sommet de Toronto. Ont été discutées, entre autres :

- des réformes structurelles visant à rééquilibrer la croissance et à augmenter le taux de croissance potentiel ;
- des mesures de consolidation budgétaire dans les économies avancées, pesant le moins possible sur l'activité et dimensionnées selon les marges de manoeuvre et la situation propre de chacun des pays ;
- des monnaies plus flexibles et en ligne avec les fondamentaux.

Le FMI et la Banque mondiale ont estimé que les réformes envisagées, si elles étaient mises en place, créeraient environ 50 millions d'emplois, augmenteraient l'activité potentielle mondiale de 4 000 milliard de dollars, feraient sortir jusqu'à 90 millions de personnes de la pauvreté et réduiraient significativement les déséquilibres mondiaux. Ces chiffres issus de modèles économétriques ne doivent pas être pris pour argent comptant mais ils illustrent bien l'ampleur des gains attendus. En novembre 2010, suite à des désordres sur les marchés des change qualifiés par certains de « guerre des monnaies », les chefs d'État et de gouvernement du G20 réunis à Séoul ont chargé les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales de concevoir un mécanisme permettant d'identifier les pays présentant des déséquilibres « importants et persistants ». Ce mécanisme, on s'en souvient, est la solution de compromis trouvée par le G20 après une première proposition des États-Unis d'instaurer des objectifs numériques contraignants de solde courant pour chacun des pays membres.

A Paris, en février 2011, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 se sont entendus sur une liste d'indicateurs à évaluer et à Washington, en avril, ils ont entériné les critères précis d'identification des déséquilibres. L'application de ces critères a permis de dégager une liste de pays auxquels une attention particulière sera portée. La liste, qui comprend sept pays systémiques, n'a pas été publiée. Ces économies ont un rôle clé à jouer dans le rééquilibrage de la croissance, même si c'est bien le G20 dans son ensemble qui doit sécuriser une croissance forte, durable et équilibrée.

L'organisation du travail d'ici au sommet de Cannes et les objectifs de la présidence française. Pour la suite de l'année, le travail sera organisé autour de trois volets. Tout d'abord, les engagements pris dans le plan d'action de 2010 seront revus à l'aune des mesures mises en place entre temps par les gouvernements. Cela renforcera la crédibilité du processus.

Ensuite, comme en 2010, une évaluation mutuelle des politiques économiques des membres du G20 sera conduite. Concrètement, chaque pays doit communiquer au FMI et aux autres membres l'orientation de sa politique économique. Le FMI est chargé d'étudier la compatibilité des politiques affichées. Avant la prochaine réunion

des ministres et des gouverneurs en octobre, le Fonds donnera son avis sur les risques éventuels d'incompatibilité, et proposera des mesures le cas échéant. Il sera aidé par l'OCDE qui apportera son expertise en matière de politiques structurelles, ainsi que par la Banque mondiale. Ces mesures seront ensuite discutées par les ministres et gouverneurs ; La question des déséquilibres sera spécifiquement abordée par le FMI, qui a été chargé dès 2010 d'évaluer la viabilité des comptes extérieurs des économies du G20. Les sept pays identifiés à la ministérielle de Washington feront l'objet d'une étude approfondie.

Ces trois volets seront discutés par les ministres et les gouverneurs à Paris en octobre prochain, ce qui permettra de d'identifier les décisions concrètes qui seraient proposées aux chefs d'État au sommet de Cannes en novembre. Ce « plan d'action » est un objectif prioritaire de la présidence française du G20.

3. Les attentes du G20 vis-à-vis de la Chine

Ce colloque est l'occasion de vous faire part de quelques réflexions sur le modèle de croissance chinois. La Chine a mis en oeuvre depuis le début des années 1990 une politique d'offre, reposant sur un secteur exportateur important et très compétitif. Du point de vue chinois, cette stratégie a bien fonctionné. Les pressions inflationnistes ont été contenues par une combinaison appropriée de la politique de change et de la politique économique interne. La demande intérieure en Chine est restée dynamique dans l'absolu, mais faible dans l'ensemble de l'activité chinoise, tandis que l'épargne nationale atteignait des niveaux très élevés. Mais la perpétuation de ce modèle de croissance est aujourd'hui en question, à la fois du fait de développements internes à l'économie chinoise et des contraintes internationales.

L'augmentation de la demande intérieure chinoise exerce une pression à la hausse sur les prix. Dans ce contexte maintenir un yuan faible risquerait de se traduire par une inflation élevée, porteuse de tensions sociales (le consommateur chinois étant notamment très sensible à l'inflation alimentaire) et de risques de bulles sur les marchés financiers et notamment immobilier.

Plus généralement, une stratégie de croissance par les exportations n'est probablement pas tenable à moyen terme parce qu'une partie des pays avancés importateurs nets qui ont accumulé des dettes publiques ou privées importantes, et je pense notamment aux États-Unis, vont maintenant donner la priorité au désendettement de leur économie. La hausse du taux d'épargne dans ces pays pèsera sur la demande extérieure adressée à la Chine. Sans transition vers un modèle de croissance davantage axé sur la consommation, la Chine risque donc fort de se trouver dans une situation d'excès d'offre de biens. La nécessité d'une réorientation du modèle de croissance chinois est d'autant plus forte que la place de l'économie chinoise dans l'économie mondiale se renforce de jour en jour.

Le gouvernement chinois partage-t-il cette analyse puisqu'il a fait du soutien à la demande intérieure un objectif central de son prochain plan quinquennal. Les économistes convergent vers un ensemble de réformes qui permettraient d'atteindre cet objectif. Entre autres, il s'agit d'accroître la protection sociale pour limiter l'épargne de précaution ; de réformer la gouvernance d'entreprise au profit des actionnaires individuels privés ; d'améliorer l'intermédiation financière, à la fois pour les entreprises et les ménages. Un yuan plus fort irait également dans le sens d'une réorientation de l'économie chinoise vers le marché intérieur et contribuerait à juguler les pressions inflationnistes.

4. Au-delà des déséquilibres mondiaux, les autres enjeux de gouvernance

Je conclurai cette intervention en mentionnant quelques axes de discussion plus large qui impliquent l'Europe et la Chine au sein du G20 et qui sont intimement liés à la question des déséquilibres mondiaux.

D'abord, la réforme de la surveillance des politiques économiques. Il y a consensus au sein du G20 pour rechercher un renforcement de la surveillance du FMI de manière à ce que celle-ci soit plus franche et plus équitable (« *candid and even-handed* »), c'est-à-dire qu'elle traite de la même manière, c'est-à-dire sans indulgence, les pays développés et les pays émergents et en développement. La surveillance doit aussi mieux intégrer la dimension financière, et aussi les interactions entre pays. C'est ainsi que le FMI publiera pour la première fois cet été des rapports sur les effets de débordement des politiques économiques (« *spillover reports* ») qui examineront l'impact des politiques menées dans des grands pays ou régions comme les États-Unis, la zone euro et la Chine sur les autres économies. La surveillance exercée au niveau mondial par le FMI doit s'articuler avec la surveillance qui, dans certaines parties du monde, est exercée au niveau régional – c'est le cas de l'Union européenne et de la zone euro, mais aussi de l'ASEAN+3 qui vient d'établir à Singapour son nouveau bureau d'études macroéconomiques.

Ensuite, la construction d'un espace commun de normes encadrant les relations économiques et financières internationales, qui doit être un des grands objectifs du G20, et qui importe tant pour nos entreprises. Je pense à la protection de l'investissement, qui fait l'objet d'accords bilatéraux, y compris entre les pays européens et la Chine, mais pour laquelle il n'existe pas de cadre multilatéral. Je pense à la protection de la propriété intellectuelle : l'Union européenne a négocié en 2010 le traité ACTA avec dix pays dont des pays émergents comme le Mexique et le Maroc, mais pas la Chine. Je pense au crédit export, qui fait l'objet de disciplines dans le cadre de l'OCDE mais pas dans celui du G20.

Je pense aussi à la convention de l'OCDE contre la corruption. Dans tous ces domaines, le G20 peut jouer un rôle pour créer progressivement une culture commune. Cela prendra du temps et ce sera difficile. Il faut donc trouver la bonne méthode. Ma conviction est double : la construction de normes communes ne peut faire l'objet d'une réflexion théorique et ne pourra progresser qu'en identifiant des questions d'intérêt commun et autour de projets concrets. Intérêt commun : je pense par exemple à la protection de l'investissement. La Chine devient, progressivement, un grand investisseur à l'étranger, et a comme nous a intérêt à ce que ses investissements soient protégés. Projets concrets : je pense par exemple au crédit export. C'est autour de projets industriels communs, par exemple dans des pays tiers, que se développeront des pratiques communes et des règles de réassurance.

Merci à nouveau aux organisateurs pour ces discussions très intéressantes. Je vous remercie de votre attention.