



LES DÉSÉQUILIBRES TRANSPACIFIQUES VUS D'ASIE DE L'EST

JONG-WHA LEE *
WARWICK J. MC KIBBIN **
YUNG CHUL PARK ***

Les déséquilibres financiers continuent de s'accroître à l'échelle mondiale. Le déficit de la balance courante des États-Unis a tendance à se creuser fortement. À l'inverse, les balances courantes de la Chine, du Japon et des pays émergents d'Asie de l'Est, dont Hong-Kong (RAS - Région administrative spéciale), la Corée, Singapour et Taiwan, présentent constamment des excédents élevés, imputables pour l'essentiel aux échanges commerciaux entre ces pays et les États-Unis. Compte tenu de l'intervention massive des Banques centrales des pays d'Asie de l'Est sur le marché des changes, l'ampleur de l'excédent des balances courantes de ces pays a engendré une accumulation rapide de réserves en dollars.

Dans le cadre de leur politique de change, la Chine, Hong-Kong et la Malaisie ont maintenu un régime de parité fixe par rapport au dollar américain. D'autres pays tels que le Japon, la Corée et Singapour ont adopté *de jure* un régime de change flottant, même si, dans les faits, ils interviennent massivement sur le marché des changes afin de préserver la compétitivité des secteurs tournés vers l'exportation.

L'accroissement des déséquilibres transpacifiques a donné lieu à des débats animés. Quelles sont les causes et les conséquences potentielles de ces déséquilibres ? Est-il souhaitable de les réduire et quelles seraient les mesures à prendre pour les corriger ? L'objectif de cette étude est d'analyser ces questions.

* Université de Corée et Université nationale d'Australie.

** Université nationale d'Australie et The Lowy Institute for International Policy.

*** Université de Corée.



Dans des études récentes, Dooley, Folkerts-Landau et Garber (2003, 2004) font valoir que la stratégie de croissance tirée par les exportations engagée en Asie de l'Est est la cause première du creusement des déséquilibres mondiaux ou que celle-ci fera obstacle aux ajustements indispensables pour réduire les déséquilibres transpacifiques. Certains responsables du gouvernement américain estiment que les pays d'Asie de l'Est, notamment la Chine, devraient renoncer à leur stratégie de sous-évaluation de la monnaie et accroître la flexibilité du taux de change afin de répartir le poids des ajustements mondiaux. Eichengreen et Park (2004) affirment qu'une augmentation de l'investissement public en Asie de l'Est contribuerait à stimuler la demande intérieure et à diminuer l'excédent des balances courantes.

La présente étude examine l'impact des mesures proposées pour réduire les déséquilibres transpacifiques. Elle s'efforce de fournir des estimations empiriques de l'incidence de ces mesures à l'aide d'un modèle de simulation mieux à même d'évaluer les effets dynamiques d'un changement de politique. Nos expériences reposent sur un modèle d'équilibre général intertemporel et multi-pays appelé modèle G-Cubed (Asie-Pacifique) (cf. McKibbin et Wilcoxon, 1998). Ce modèle intègre des liens importants entre les pays et les régions, par le biais des échanges commerciaux et des flux de capitaux, élément fondamental pour identifier l'origine des déséquilibres mondiaux ou déterminer l'impact des mesures visant à éliminer les déséquilibres transpacifiques.

La principale conclusion des exercices de simulation est que l'impact sur les déséquilibres d'une réévaluation de l'ordre de 10 % du taux de change des monnaies d'Asie de l'Est serait peu significatif. Si une évolution du taux d'investissement ou de la politique budgétaire des pays asiatiques peut avoir une forte incidence sur leur balance commerciale, ses effets sur la balance commerciale des États-Unis sont cependant mineurs. En revanche, un allègement du déficit budgétaire des États-Unis peut davantage contribuer à réduire le déficit de leur balance courante et donc les déséquilibres transpacifiques.

L'étude se décompose de la manière suivante. La première partie examine les causes et le creusement des déséquilibres. La deuxième partie traite des implications des déséquilibres pour les pays d'Asie de l'Est et propose des mesures destinées à réduire les déséquilibres. La troisième partie introduit le modèle dynamique utilisé pour évaluer les effets des mesures proposées. La quatrième partie fournit les résultats empiriques d'expériences de simulation réalisées à partir du modèle. La dernière partie conclut l'ensemble.

CAUSES ET CREUSEMENT DES DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX

Le déficit de la balance courante des États-Unis s'est fortement creusé ces dernières années. En 2003, il s'établissait à 542 Md\$ US, contre 128 Md\$ en 1997. En 2004, il représentait 4,9 % du PIB, contre 1,5 % en 1998 (cf. tableau n° 1).

Tableau n° 1
Résumé des balances courantes

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	<i>(en Md\$ US)</i>									
Économies avancées	49,4	38,5	90,2	38,1	-102,2	-246,3	-206,7	-193,3	-241,9	-184,1
États-Unis	-105,8	-117,2	-127,7	-204,7	-290,8	-411,5	-393,7	-480,9	-541,8	-495,8
Zone euro	50,9	79,7	100,0	61,4	28,9	-29,8	14,0	77,9	53,2	68,3
Japon	111,4	65,7	96,6	119,1	114,5	119,6	87,8	112,7	136,4	144,0
Autres économies avancées	-7,1	10,2	21,3	62,3	45,2	75,4	85,2	96,9	110,3	99,4
Pays asiatiques nouvellement industrialisés	2,7	-2,2	6,1	64,9	58,4	41,4	52,0	63,6	86,5	76,7
Corée	-8,5	-23,0	-8,2	40,4	24,5	12,2	8,0	5,4	12,3	9,5
Province de Taïwan (Chine)	5,5	10,9	7,1	3,4	8,4	8,9	17,9	25,6	28,6	22,4
Hong-Kong RAS	-9,1	-4,0	-7,7	2,5	10,3	7,1	9,9	13,7	17,4	16,9
Singapour	14,8	13,9	14,9	18,6	15,3	13,2	16,1	18,9	28,2	27,9
Pays en développement	-97,2	-87,8	-82,9	-115,0	-18,1	88,1	37,9	83,6	121,0	85,4
Chine	1,6	7,2	37,0	31,5	15,7	20,5	17,4	35,4	29,6	25,0
	<i>(en % du PIB)</i>									
Économies avancées	0,2	0,2	0,4	0,2	-0,4	-1,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,6
États-Unis	-1,4	-1,5	-1,5	-2,3	-3,1	-4,2	-3,9	-4,6	-4,9	-4,2
Zone euro	0,7	1,1	1,5	0,9	0,4	-0,5	0,2	1,2	0,6	0,7
Japon	2,1	1,4	2,2	3,0	2,6	2,5	2,1	2,8	3,2	3,1
Pays asiatiques nouvellement industrialisés	0,3	-0,2	0,6	7,6	6,0	3,8	5,1	5,9	7,6	6,2
Corée	-1,7	-4,1	-1,6	11,7	5,5	2,4	1,7	1,0	2,0	1,5
Province de Taïwan (Chine)	2,1	3,9	2,4	1,3	2,9	2,9	6,4	9,1	10,0	7,3
Hong-Kong RAS	-6,4	-2,6	-4,4	1,5	6,4	4,3	6,1	8,5	11,0	10,3
Singapour	17,6	15,1	15,6	22,7	18,6	14,3	18,7	21,4	30,9	28,0
Pays en développement			-0,6	-1,1	0,6	1,5	0,8	1,7	1,8	1,3
Chine		0,9	4,1	3,3	1,6	1,9	1,5	2,8	2,1	1,6

Note : les chiffres pour 2004 sont des estimations.

Source : FMI, Rapport sur les perspectives économiques mondiales, avril 2004.

Les balances courantes des pays d'Asie de l'Est sont le pendant de celles des États-Unis. Les balances courantes du Japon et de 4 pays nouvellement industrialisés (NIES - *Newly industrialized economies*) d'Asie de l'Est, à savoir Hong-Kong RAS, la Corée, Singapour et Taiwan, présentent constamment des excédents élevés (cf. tableau n° 1). En 2003, l'excédent de la balance courante du Japon s'élevait à 136 Md\$ US, soit 3,2 % du PIB, tandis que les quatre pays émergents d'Asie de l'Est dégagent à eux tous un excédent de 87 Md\$ US, soit 7,6 % de leur PIB. En 2003, l'excédent de la Chine avoisinait 30 Md\$ US, soit 2,1 % du PIB. Une part importante de l'excédent des balances courantes des pays d'Asie de l'Est découle des échanges commerciaux entre la région et les États-Unis. En 2003, le déficit commercial des États-Unis avec 10 pays d'Asie de l'Est, dont le Japon et la Chine, s'établissait à 248 Md\$ US (cf. tableau n° 2).

Tableau n° 2
Commerce bilatéral des États-Unis avec les pays d'Asie de l'Est, 2003
(en M\$ US)

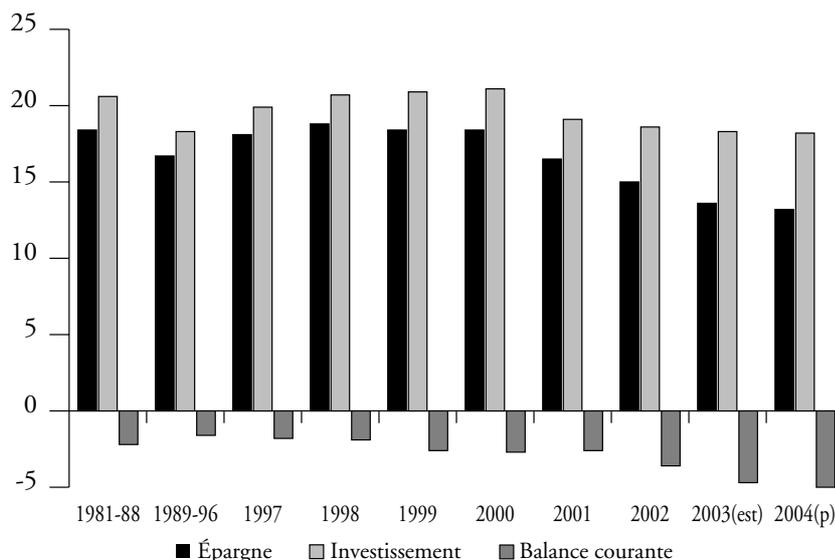
Pays	Exportations des E-U vers	Importations des E-U en provenance de	Balance
Japon	52 063,7	118 029,0	-65 965,3
Hong-Kong	13 542,1	8 850,2	4 691,9
Corée du Sud	24 098,6	36 963,3	-12 864,7
Singapour	16 575,8	15 158,0	1 417,8
Taiwan	17 487,9	31 599,9	-14 112,0
Indonésie	2 520,1	9 520,0	-6 999,9
Malaisie	10 920,4	25 437,8	-14 517,4
Philippines	7 992,1	10 061,0	-2 068,9
Thaïlande	5 841,8	15 180,8	-9 339,0
Chine	28 418,5	152 379,1	-123 960,6
Total	179 461,0	423 179,1	-243 718,1

Source : U.S. Census Bureau.

La cause première du déficit de la balance courante des États-Unis est la faiblesse de leurs taux d'épargne privé et public par rapport à l'investissement (cf. graphique n° 1).

En 2002, le taux d'épargne privé brut des États-Unis représentait 15,2 % du PIB (cf. tableau n° 3). Supérieur à 19 % dans les années 1980, le taux d'épargne privé n'a cessé de diminuer depuis. Le récent creusement du déficit de la balance courante des États-Unis témoigne notamment de la dégradation de l'épargne publique. Entre la fin des années 1980 et 2001, la balance budgétaire des États-Unis s'est considérablement améliorée, passant d'une épargne négative à une épargne positive, qui a plafonné à 4,4 % du PIB en 2000 (cf. graphique n° 2).

Graphique n° 1
Épargne, investissement et balance courante des États-Unis,
1981-2004
 (% du PIB)

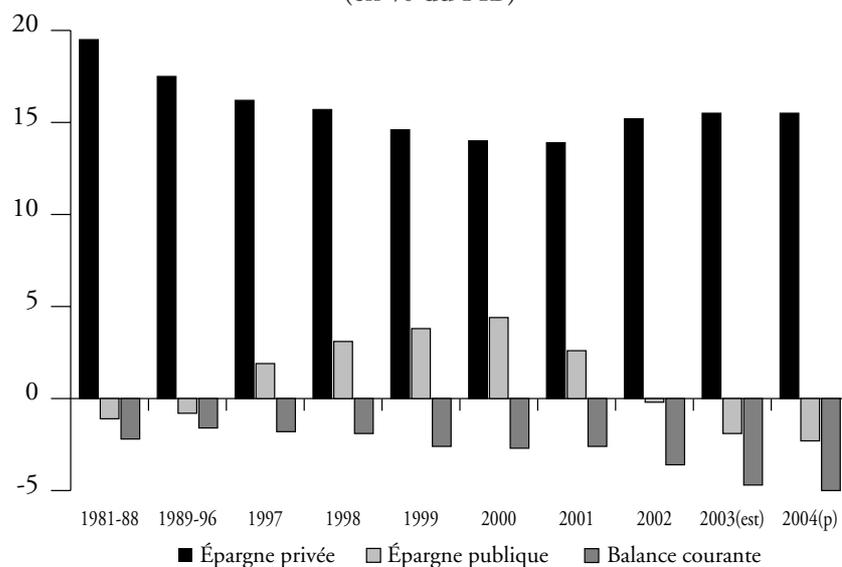


5

Cependant, l'excédent budgétaire est redevenu négatif en 2002, à -0,2 % du PIB, le gouvernement américain ayant adopté une politique budgétaire expansionniste à compter de début 2001, époque à laquelle l'économie américaine entrait en récession. Le gouvernement américain a mis en œuvre une série d'allègements fiscaux significatifs. L'augmentation des dépenses a également été à l'origine d'une forte relance budgétaire. La balance budgétaire du gouvernement fédéral (y compris l'excédent de la Sécurité sociale) est passée d'un excédent de 2,5 % du PIB en 2000 à un déficit supérieur à 4 % du PIB en 2004¹. En 2003, le taux d'épargne publique des États-Unis était estimé à -1,9 % du PIB.

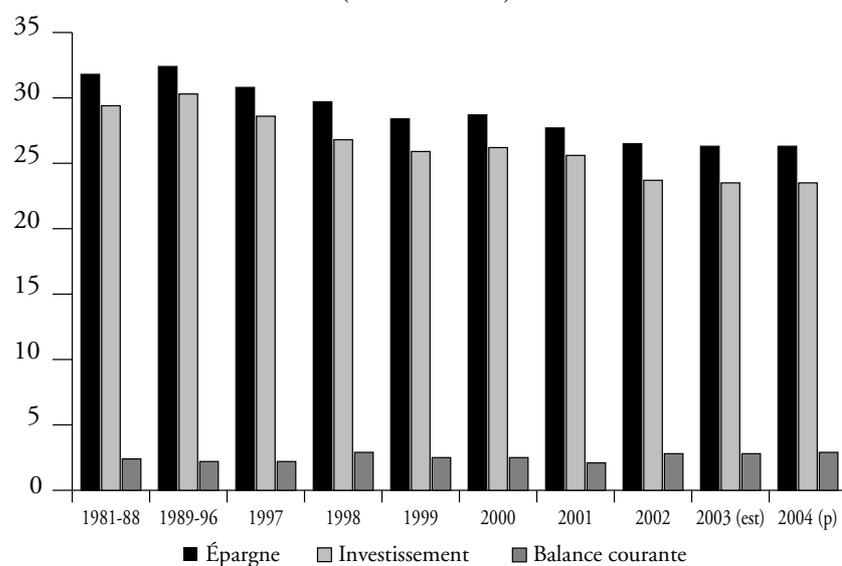
Tout comme le déficit élevé de la balance courante des États-Unis est imputable à la faiblesse de son épargne par rapport à l'investissement, l'excédent des balances courantes des pays d'Asie de l'Est reflète leur fort taux d'épargne par rapport à l'investissement. En 2003, le taux d'épargne nationale s'élevait à 26 % au Japon et à 23 % dans un groupe de 4 pays émergents d'Asie de l'Est (graphiques n° 3 et 4). Le taux d'épargne publique s'établissait à, respectivement, 0,5 % et à 5,7 % au Japon et dans les 4 pays émergents d'Asie de l'Est (cf. tableau n° 3).

Graphique n° 2
Épargne privée et publique et balance courante des États-Unis,
1981-2004
 (en % du PIB)

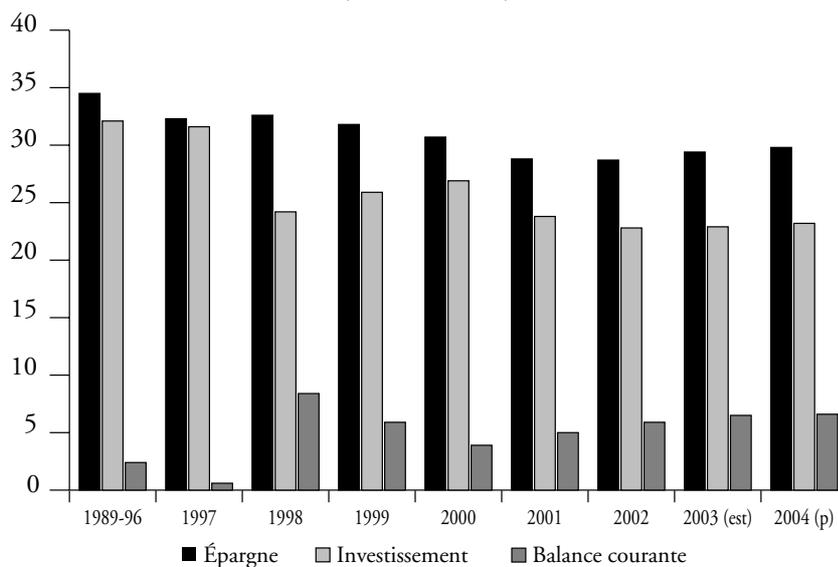


6

Graphique n° 3
Épargne, investissement et balance courante du Japon,
1981-2004
 (en % du PIB)



Graphique n° 4
Épargne, investissement et balance courante des 4 pays asiatiques
nouvellement industrialisés, 1981-2004
 (en % du PIB)



Si les taux d'épargne élevés en Asie de l'Est ont très vraisemblablement alimenté les déséquilibres mondiaux persistants, le récent accroissement des excédents traduit une baisse de la demande intérieure dans cette région. Après la crise financière de 1997, l'investissement exprimé en pourcentage du PIB, s'est inscrit en repli dans la plupart des pays d'Asie de l'Est et ne s'est pas redressé depuis². Dans 4 pays nouvellement industrialisés d'Asie de l'Est, les taux d'investissement ont chuté de 31,6 % du PIB en 1997 à 22,9 % en 2003 (cf. graphique n° 4). En Indonésie, le ratio investissement/PIB de 2003 était inférieur à 50 % du ratio de 1997. La Malaisie et la Thaïlande ont enregistré une diminution du ratio d'investissement équivalente à 20 points de pourcentage.

Depuis 1998, les taux d'intérêt ont diminué pour s'établir à un niveau historiquement bas, d'où une marge de manœuvre limitée pour poursuivre l'expansion monétaire. Les pays d'Asie de l'Est ont coutume de faire grand cas d'une extrême prudence sur le plan budgétaire. En outre, compte tenu de la surveillance exercée par le FMI, ils n'ont pas sérieusement envisagé l'expansion budgétaire comme un moyen d'accroître la demande intérieure, quelle que soit son efficacité. Dans 4 pays nouvellement industrialisés d'Asie de l'Est, l'investissement public a chuté de 9,6 % du PIB en 1997 à 6,2 % en 2002.

Tableau n° 3
Sources et emplois de l'épargne mondiale
 (en % du PIB)

	Moyennes								estima- tion 2003	projec- tion 2004
	1981- 1988	1989- 1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002		
Monde										
Épargne	22,8	23,1	23,8	23,2	23,0	23,6	23,1	23,4	23,3	23,0
Investissement	24,0	24,2	24,3	23,5	23,2	23,5	23,1	22,9	23,2	23,3
États-Unis										
Épargne	18,4	16,7	18,1	18,8	18,4	18,4	16,5	15,0	13,6	13,2
Privée	19,5	17,5	16,2	15,7	14,6	14,0	13,9	15,2	15,5	15,5
Publique	-1,1	-0,8	1,9	3,1	3,8	4,4	2,6	-0,2	-1,9	-2,3
Investissement	20,6	18,3	19,9	20,7	20,9	21,1	19,1	18,6	18,3	18,2
Prêts nets	-2,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,6	-2,7	-2,6	-3,6	-4,7	-5,0
Zone euro										
Épargne	-	21,0	21,3	21,2	21,2	21,1	20,6	20,7	20,9	21,2
Privée	-	22,3	21,2	20,3	19,3	18,8	18,9	18,8	19,3	19,5
Publique	-	-1,4	0,1	0,8	1,9	2,3	1,7	1,8	1,6	1,7
Investissement	-	21,3	20,3	21,0	21,3	22,0	21,0	20,0	19,8	20,1
Prêts nets	-	-0,4	0,9	0,1	-0,1	-0,9	-0,4	0,6	1,0	1,1
Japon										
Épargne	31,8	32,4	30,8	29,7	28,4	28,7	27,7	26,5	26,3	26,3
Privée	26,3	24,5	25,7	25,9	26,0	26,9	24,1	25,5	25,8	25,0
Publique	5,5	7,9	5,1	3,8	2,4	1,8	3,5	1,0	0,5	1,3
Investissement	29,4	30,3	28,6	26,8	25,9	26,2	25,6	23,7	23,5	23,5
Privé	21,9	22,7	21,0	19,3	18,1	19,3	19,0	17,4	17,9	17,9
Public	7,5	7,5	7,6	7,4	7,8	6,9	6,6	6,3	5,7	5,5
Prêts nets	2,4	2,2	2,2	2,9	2,5	2,5	2,1	2,8	2,8	2,9
Pays asiatiques nouv. industrialisés										
Épargne	-	34,5	32,3	32,6	31,8	30,7	28,8	28,7	29,4	29,8
Privée	-	27,5	24,9	26,0	25,5	22,7	20,9	21,7	22,9	23,0
Publique	-	6,9	7,3	6,6	6,3	8,0	7,9	7,0	6,5	6,8
Investissement	-	32,1	31,6	24,2	25,9	26,9	23,8	22,8	22,9	23,2
Prêts nets	-	2,4	0,6	8,4	5,9	3,9	5,0	5,9	6,5	6,6
Pays en développement										
Épargne	21,5	25,3	27,6	26,1	26,4	27,0	27,1	29,0	29,2	28,9
Investissement	24,2	27,2	28,3	26,7	25,8	25,9	26,6	27,3	28,1	28,3
Prêts nets	-2,7	-2,0	-0,6	-0,7	0,6	1,1	0,5	1,7	1,1	0,6

Source : FMI, Rapports sur les perspectives économiques mondiales, septembre 2003.



Même si les pires moments de la crise étaient derrière eux en 2000, de nombreux pays d'Asie de l'Est se sont trouvés confrontés à une situation marquée par une nette sous-utilisation des capacités de production et par l'inoccupation d'immeubles commerciaux et résidentiels construits avant la crise. Malgré la forte baisse des taux d'intérêt réels, ces excédents de capacités ont freiné les nouveaux investissements dans de nombreux pays d'Asie de l'Est (Park, 2004). Ces dernières années, l'intensité capitaliste des exportations asiatiques a également diminué, la région ayant entrepris d'exporter davantage de biens et services informatiques à forte intensité de savoir-faire et de connaissances qu'auparavant. Cette évolution a également entraîné une contraction de la demande d'investissement.

La conjugaison de changements considérables en matière d'épargne et d'investissement en Asie et aux États-Unis explique l'essentiel des déséquilibres transpacifiques.

IMPLICATIONS ET DÉFIS POSÉS PAR LES DÉSÉQUILIBRES

Politique de croissance tirée par les exportations en Asie de l'Est

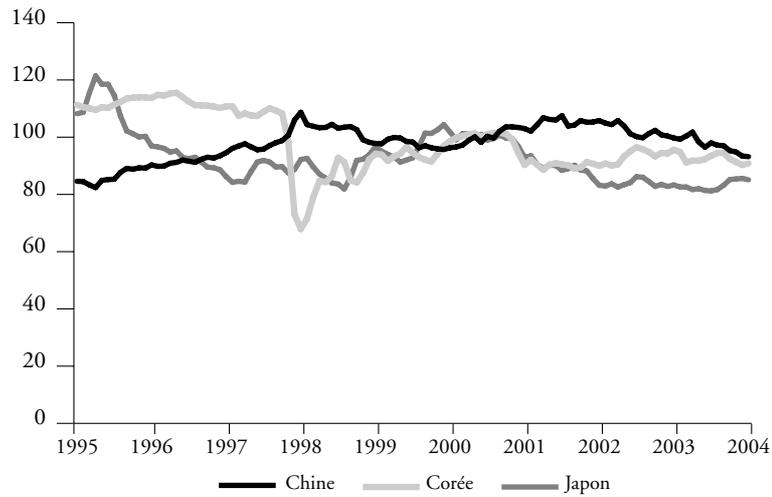
La politique budgétaire des États-Unis s'est révélée très expansionniste et devrait rester extrêmement souple au cours de la prochaine décennie (Muhleisen et Towe, 2004). En théorie, les déficits jumeaux persistants aux États-Unis devraient, à terme, se traduire par une dépréciation du dollar américain en termes réels et par un relèvement des taux d'intérêt américains, ce qui devrait favoriser une diminution des déficits. Toutefois, les États-Unis connaissent une situation déficitaire depuis longtemps et pratiquement aucun facteur n'a permis de réduire de manière significative les déséquilibres mondiaux.

Dans une série d'articles fondamentaux, Dooley, Folkerts-Landau et Garber (2003, 2004) prétendent que les déséquilibres pourraient rester d'actualité pendant longtemps, tant que les pays d'Asie de l'Est continueront à adopter une stratégie de croissance tirée par les exportations. Selon eux, la balance commerciale des États-Unis demeure déficitaire dans la mesure où les pays d'Asie de l'Est sont prêts à financer ce déficit en accumulant une quantité illimitée de réserves en dollars afin que leurs monnaies restent sous-évaluées.

Les pays d'Asie de l'Est, dont les marchés financiers sont sous-développés et qui craignent un flottement de leurs monnaies par rapport au dollar américain, sont intervenus massivement sur le marché des changes afin d'atténuer l'instabilité excessive des taux de change, mais surtout pour préserver la compétitivité des secteurs tournés vers l'exportation. La stabilité des taux de change réels dans les économies d'Asie de l'Est ces dernières années est le fruit de ces interventions

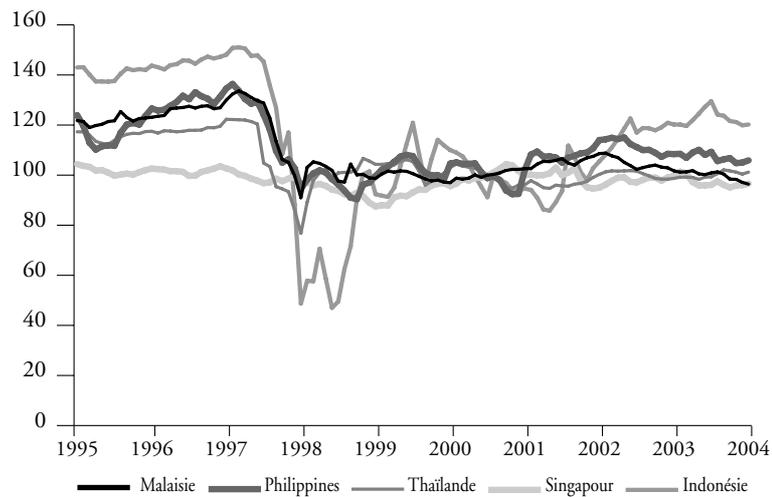
(graphiques n° 5 à 7). Les réserves internationales de 10 pays d'Asie de l'Est se sont fortement accrues ces dernières années pour s'établir à 1 800 Md\$ US (tableau n° 4).

Graphique n° 5
Taux de change effectifs réels : Chine, Japon et Corée



10

Graphique n° 6
Taux de change effectifs réels : Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande



Graphique n° 7
Taux de change effectifs réels : Hong-Kong et Taïwan

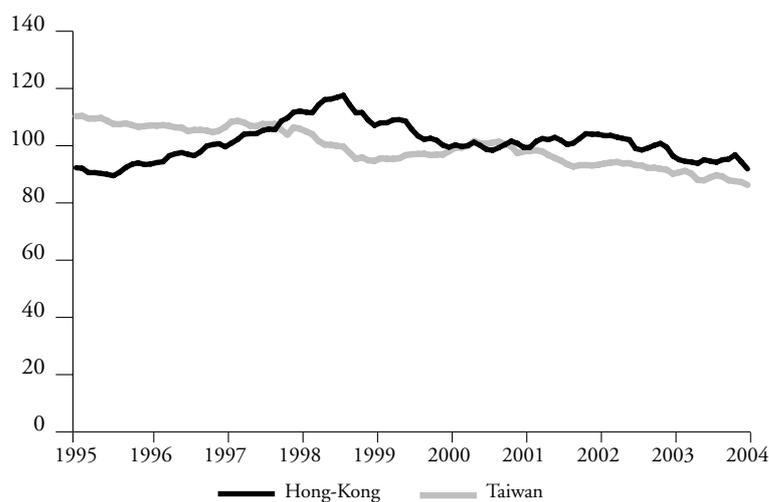


Tableau n° 4
Réserves internationales de l'Asie de l'Est, 1999-2003
(en M\$ US)

11

	1999	2000	2001	2002	2003
Japon	287 019	354 927	395 240	461 349	663 303
Sous-total	287 019	354 927	395 240	461 349	663 303
Hong-Kong	96 270	107 549	111 179	111 935	118 362
Corée du Sud	74 014	96 137	102 775	121 388	155 287
Singapour	76 871	80 138	75 391	82 050	95 748
Taiwan	106 238	106 749	122 237	161 714	206 636
Sous-total	353 393	390 573	411 582	477 087	576 033
Indonésie	26 454	28 504	27 252	30 980	34 963
Malaisie	30 599	29 525	30 481	34 234	44 516
Philippines	13 234	13 053	13 445	13 149	13 463
Thaïlande	34 075	32 018	32 362	38 060	41 078
Chine	157 784	168 289	215 651	291 230	408 151
Sous-total	262 146	271 389	319 191	407 653	542 171
Total	902 558	1 016 889	1 126 013	1 346 089	1 781 507

Source : FMI, International Financial Statistics.



Dooley et ses confrères ont assimilé la situation actuelle à « un rétablissement du système de Bretton Woods », les pays d'Asie de l'Est indexant leurs monnaies sur la devise centrale, à savoir le dollar américain, à l'image des pays européens dans le cadre des Accords de Bretton Woods. Les pays périphériques investissent leurs recettes à l'exportation dans des bons du Trésor américain à rendement faible et dans d'autres actifs libellés en dollars afin de préserver la stabilité des taux de change par rapport au billet vert. Si l'accumulation de réserves est coûteuse pour les économies d'Asie de l'Est, la croissance tirée par les exportations peut constituer une solution qui n'est pas la plus optimale pour les pays périphériques.

Les besoins de l'Asie de l'Est en actifs libellés en dollars ont très vraisemblablement eu un rôle à jouer dans la persistance des déséquilibres des comptes courants aux États-Unis. Plus important encore, ils doivent avoir affecté le prix auquel ces déséquilibres sont soutenables. Il est cependant inexact d'affirmer que la politique de change de l'Asie de l'Est est la cause première de l'accroissement des déséquilibres mondiaux. Avant la crise, les balances courantes de nombreux pays d'Asie de l'Est présentaient un déficit élevé en raison de la stratégie de croissance tirée par les exportations. Comme expliqué dans la partie précédente, l'accroissement de l'excédent des balances courantes depuis la crise est, pour l'essentiel, imputable à une forte contraction de la demande d'investissement, tandis que l'épargne domestique exprimée en pourcentage du PIB est restée pratiquement inchangée en Asie de l'Est.

Juste après la crise de 1997-1998, les exportations ont été le seul moyen de sortir de l'impasse et de faciliter le redressement des économies asiatiques fragilisées, ces dernières n'étant pas en mesure de dynamiser la demande intérieure en mettant en œuvre une politique budgétaire et monétaire expansionniste en période de gestion de crise. Incapables de stimuler la demande intérieure, les pays d'Asie de l'Est ont été amenés à recourir aux exportations pour alimenter une reprise naissante. Avant la crise, la plupart des pays d'Asie de l'Est avaient adopté un système prônant une stratégie de croissance tirée par les exportations et il était probablement naturel de se tourner vers les exportations comme principal moteur de croissance. La plupart des pays d'Asie de l'Est ont dû dégager des balances courantes excédentaires afin de reconstituer leurs réserves épuisées durant la période précédant la crise (Park, 1994).

La priorité de maintenir la stratégie de régimes de change interventionniste et de continuer à accumuler des réserves a causé de graves problèmes aux pays d'Asie de l'Est. La distorsion des taux de change réels a découragé l'investissement dans le secteur non marchand, d'où une croissance économique déséquilibrée. Le régime de change fixe *de facto*,



couplé à la déréglementation du marché des capitaux, laisse peu de place à une politique monétaire indépendante en vertu du principe du « triangle des incompatibilités ».

La stratégie de croissance tirée par les exportations a également d'autres effets secondaires indésirables. L'accumulation permanente d'actifs internationaux ne serait pas toujours stérilisée avec succès. Un accroissement de la masse monétaire est susceptible de se traduire par une hausse des prix des biens et services ou des actifs réels et financiers. Si les augmentations de prix ont, jusqu'à présent, été modérées en Asie de l'Est, les excédents présentés systématiquement par les balances courantes et les entrées nettes de capitaux déclencheront inévitablement de l'inflation. Les statistiques récentes de la Chine laissent notamment entrevoir une nette accélération de l'inflation.

L'intervention sur le marché des changes en vue de maintenir les monnaies sous-évaluées pourrait précipiter une série de cycles haussiers et baissiers. Les entrées de capitaux et les excédents des balances courantes ont donné lieu à des anticipations d'appréciation des devises et occasionnent de nouvelles entrées de capitaux, amplifiant ainsi une remontée cyclique des prix des actifs réels. Toutefois, en cas de sorties de capitaux, les prix des actifs pourraient s'effondrer.

Que peut faire l'Asie de l'Est ?

13

L'Asie de l'Est doit-elle cesser d'appliquer sa stratégie de croissance tirée par les exportations ? Certains responsables du gouvernement américain et d'institutions financières internationales font valoir que les pays d'Asie de l'Est devraient renoncer au régime de change interventionniste et accroître la flexibilité du taux de change afin de réduire les déséquilibres mondiaux.

Les appels en faveur d'une réévaluation des devises d'Asie de l'Est soulèvent plusieurs questions fondamentales. Se pose notamment le problème d'une action collective : à moins que la Chine et le Japon ne soient prêts à autoriser une appréciation de leur monnaie, les autres pays ne suivront pas le mouvement. Park (1994) observe qu'une réévaluation indépendante des monnaies par chacun des pays d'Asie de l'Est entraînera une perte de compétitivité relative des devises dans le contexte actuel marqué par l'absence de coordination des politiques de change entre les pays d'Asie de l'Est. Il n'est pas certain que la Chine puisse être la première à effectuer de discrets ajustements à la hausse du renminbi ou qu'elle puisse à terme, assouplir son régime de change. Les responsables politiques chinois ne renonceront pas à indexer leur monnaie sur le dollar à un niveau compétitif, tant qu'ils seront persuadés de la nécessité de soutenir leurs secteurs tournés vers l'exportation et de favoriser la croissance de la production et de l'emploi. En outre, les



déséquilibres commerciaux bilatéraux entre les pays de la région compliquent davantage la situation. Bien qu'en concurrence avec la Chine sur les marchés tiers, la plupart des pays asiatiques dégagent des excédents commerciaux avec la Chine. Par conséquent, une réévaluation de la devise chinoise aura des effets mitigés sur les autres économies asiatiques (cf. ci-dessous). Concernant le Japon, un raffermissement du yen accentuerait son problème de déflation et pèserait sur l'économie nippone, qui connaît une phase de reprise après une longue récession.

Une autre question se pose : celle de l'impact d'une réévaluation des monnaies des pays d'Asie de l'Est en termes de réduction des déséquilibres transpacifiques. Cet impact dépend fortement de l'origine de l'appréciation des devises : véritable ajustement monétaire dans le cadre d'un changement de politique monétaire ou consécutif à d'autres changements de politique. Même si les pays d'Asie de l'Est, dont le Japon, pouvaient se mettre d'accord sur un ajustement monétaire dans l'ensemble de la région, il n'est pas certain que cet ajustement se traduise par une réduction significative de l'excédent cumulé des balances courantes des pays d'Asie de l'Est. De nombreux analystes font valoir qu'une appréciation généralisée des devises de ces pays, de l'ordre de 5 à 10 % en moyenne par exemple, n'aura qu'une incidence limitée sur les déséquilibres transpacifiques (Eichengreen, 2004). La question est clairement empirique. Nous chercherons à y répondre dans la partie suivante.

Les pays d'Asie de l'Est peuvent prendre des mesures visant à stimuler la demande globale. Néanmoins, le facteur le plus déterminant pour les balances courantes est l'impact de ces mesures sur le niveau de l'épargne par rapport à l'investissement dans les économies asiatiques. Malgré la reprise économique, de nombreux pays d'Asie de l'Est touchés par la crise n'ont pas retrouvé leur ratio d'investissement d'avant la crise. Toutefois, compte tenu du niveau historiquement bas des taux d'intérêt réels et de l'intensification des pressions inflationnistes, nombre des gouvernements d'Asie de l'Est disposent d'une marge de manœuvre étroite pour mettre en œuvre une politique monétaire expansionniste et stimuler les dépenses privées. Dans l'impossibilité de dynamiser la demande *via* la politique monétaire, ils peuvent voir dans l'expansion budgétaire une alternative, quelle que soit son efficacité.

Eichengreen et Park (2004) laissent entendre que les pays d'Asie de l'Est, hors Japon, peuvent envisager l'expansion budgétaire comme un moyen potentiel de réduire les déséquilibres mondiaux. Ils affirment que les efforts concertés au niveau régional visant à accroître les dépenses publiques des économies d'Asie de l'Est contribuent à relancer la demande intérieure et les secteurs non marchands, ce qui se traduit par une appréciation des taux de change réels et par une diminution de l'excédent des balances courantes.

Un doute subsiste : une diminution de l'excédent dégagé par l'Asie de l'Est n'entraînera peut-être pas nécessairement une réduction équivalente du déficit de la balance courante des États-Unis. En effet, l'impact sur la balance courante des États-Unis ne devrait pas représenter une part importante du PIB américain, les pays d'Asie de l'Est étant de petite taille par rapport aux États-Unis. Par ailleurs, une diminution de l'excédent dégagé par l'Asie de l'Est pourrait intervenir alors que les pays de la région commencent à importer davantage d'Europe et d'autres pays hors États-Unis, tout en exportant moins. Si tel est le cas, les ajustements mondiaux impliquant les États-Unis, l'Europe et l'Asie pourraient devenir plus complexes.

EFFETS DES MESURES D'AJUSTEMENT

Le modèle G-Cubed (Asie-Pacifique)

Compte tenu des liens étroits entre les pays de la région, *via* les échanges commerciaux de biens et services et les flux de capitaux, toute analyse des origines des déséquilibres mondiaux ou des mesures visant à réduire ces déséquilibres se doit d'être réalisée à l'aide d'un modèle qui intègre de manière appropriée ces corrélations. Le modèle G-Cubed (Asie-Pacifique) est une déclinaison englobant 6 secteurs du modèle G-Cubed défini par Mc Kibbin et Wilcoxon (1998).

Le modèle est idéal pour effectuer cette analyse, après avoir exposé la couverture géographique de la région et les liens étroits entre les pays *via* les marchés d'actifs et de biens³. Un certain nombre d'études, synthétisées par Mc Kibbin et Vines (2000), montrent que les modèles G-Cubed/MSG3 se sont révélés utiles pour analyser une série d'événements dans plusieurs pays depuis le milieu des années 1980⁴. Un résumé des pays et secteurs couverts par le modèle est présenté dans le tableau n° 5. Les principales caractéristiques du modèle sont les suivantes :

- le modèle repose sur une optimisation intertemporelle explicite de la part des agents économiques (consommateurs et entreprises) dans chaque pays⁵. Contrairement aux modèles statiques d'équilibre général calculable (de type CGE), le temps et la dynamique revêtent une importance cruciale dans le modèle G-Cubed ;
- afin de suivre les séries temporelles de données macroéconomiques, le comportement des agents est toutefois modifié pour tenir compte des écarts à court terme par rapport au comportement optimal, imputables à la myopie ou à la capacité limitée des ménages et entreprises à emprunter au taux sans risque sur le marché des emprunts d'État. Pour les ménages comme pour les entreprises, les écarts par rapport au comportement d'optimisation intertemporelle prennent la forme de règles empiriques, qui sont cohérentes avec le comportement d'optimi-

Tableau n° 5
Version 58N du modèle G-Cubed (Asie-Pacifique)

Pays :

États-Unis
 Japon
 Canada
 Australie
 Nouvelle-Zélande
 Indonésie
 Malaisie
 Philippines
 Singapour
 Thaïlande
 Chine
 Inde
 Taiwan
 Corée
 Hong-Kong
 Autres pays de l'OCDE
 Pays en développement non producteurs de pétrole
 Europe Orientale et Russie
 OPEP

Secteurs :

Énergie
 Mine
 Agriculture
 Biens de production durables
 Biens de production non durables
 Services

16

sation d'un agent qui n'actualise pas les prévisions en fonction des nouvelles informations relatives aux événements futurs. Ces règles empiriques sont choisies pour générer le même état stationnaire que celui des agents rationnels, de sorte qu'à long terme, il n'existe qu'un seul équilibre d'optimisation intertemporelle du modèle. À court terme, on suppose que le comportement réel est une moyenne pondérée des hypothèses d'optimisation et des règles approximatives. La consommation globale est donc une moyenne pondérée de la consommation basée sur la richesse (valeur actuelle des actifs et valeur future attendue après impôt sur le revenu du travail) et de la consommation basée sur le revenu disponible actuel. De la même manière, l'investissement global est une moyenne pondérée de l'investissement basé sur le ratio Q de Tobin (évaluation par le marché des variations futures attendues du produit marginal du capital par rapport au coût) et de l'investissement basé sur une version rétrospective du ratio Q ;



- la détention d'actifs financiers, y compris de liquidités, fait l'objet d'un traitement spécifique. L'argent est introduit dans le modèle par le biais d'une restriction : les ménages ont besoin d'argent pour acheter des biens ;
- le modèle tient également compte de la rigidité des salaires nominaux à court terme (à des degrés divers suivant les pays) et donc de l'existence de longues périodes de chômage en fonction des institutions du marché du travail propres à chaque pays. Cette hypothèse, couplée au rôle explicite de l'argent, est ce qui confère au modèle ses caractéristiques « macroéconomiques ». Une fois encore, les hypothèses du modèle diffèrent de l'hypothèse classique de *market-clearing* commune à la plupart des modèles de type CGE ;
- le modèle établit une distinction entre la rigidité des capitaux physiques au sein des secteurs et des pays et la souplesse des capitaux financiers, qui sont immédiatement placés là où les rendements attendus sont les plus élevés. De cette distinction essentielle découle une différence fondamentale entre la *quantité de capitaux physiques* disponibles à tout moment pour produire des biens et services et la *valorisation de ces capitaux* à la suite de décisions concernant l'allocation des capitaux financiers.

Du fait de cette structure, le modèle G-Cubed intègre un comportement dynamique et riche, résultant, d'une part, de l'accumulation d'actifs et, d'autre part, de l'ajustement des salaires à un niveau de stabilité de type néoclassique. Le modèle formule toute une série d'hypothèses concernant les comportements individuels et de régularités empiriques dans un cadre d'équilibre général. Les interdépendances sont résolues à l'aide d'un algorithme informatique qui solutionne l'équilibre des anticipations rationnelles de l'économie mondiale. Il est important de souligner que l'expression « équilibre général » signifie que le plus grand nombre possible d'interactions est pris en compte et non que toutes les économies se trouvent en permanence dans une situation d'équilibre parfait de *market-clearing*. Même si l'on suppose qu'à terme, les forces du marché tirent l'économie mondiale vers un équilibre néoclassique marqué par une croissance stable, le chômage apparaît pendant de longues périodes en raison de la rigidité des salaires, mais à des degrés divers suivant les pays, du fait des différences présentées par les institutions du marché du travail.

Résultats des simulations

Projections de base « Business-As-Usual »

Pour résoudre le modèle, nous commençons par normaliser l'ensemble des variables quantitatives par rapport à la population active de chaque pays. Cela signifie qu'en situation de stabilité, toutes



les variables réelles sont constantes dans ces unités, même si les niveaux réels des variables augmentent suivant le taux de croissance sous-jacent de la population et de la productivité. Ensuite, nous devons formuler des hypothèses de base quant à l'évolution des variables exogènes du modèle dans chaque région. Pour chaque région, nous supposons que le taux d'intérêt réel à long terme s'élève à 5 %, que les taux d'imposition sont maintenus à leurs niveaux de 2002 et que les dépenses budgétaires sont allouées conformément à la répartition de 2002. Les taux de croissance démographique varient dans les différentes régions en fonction des projections de la Banque mondiale en 2000.

Les taux de croissance de la productivité par secteur et par pays forment un ensemble de variables exogènes déterminantes. L'hypothèse de base du modèle MSG3 est la suivante : les caractéristiques de l'évolution technologique au niveau des secteurs sont analogues au modèle historique des États-Unis (lorsque les données sont disponibles). Dans les régions autres que les États-Unis, les taux de répercussions de changements techniques au niveau des secteurs sont, en revanche, relevés ou abaissés proportionnellement afin d'égaliser le taux moyen de croissance de la productivité totale observé dans la région en question au cours des 5 dernières années. Cette méthode s'efforce d'intégrer le fait que le taux d'évolution technologique varie considérablement en fonction des secteurs, tout en le rapprochant des écarts régionaux de croissance globale. Il s'agit véritablement d'une approximation. Si les données pertinentes étaient disponibles, il vaudrait mieux estimer la croissance de la productivité pour chaque secteur dans chaque région.

À partir de ces hypothèses, nous résolvons l'équilibre de prévision parfaite du modèle en termes de croissance pour la période 2002-2081. Il s'agit d'une tâche impressionnante : les variables endogènes pour chacune des 80 périodes représentent au total plus de 2 500 variables. Elles incluent notamment : les prix et quantités d'équilibre de chaque bien dans chaque région, la demande intermédiaire pour chaque matière première émanant de chaque secteur dans chaque région, les prix des actifs par région et par secteur, les taux d'intérêt régionaux, les taux des échanges bilatéraux, les revenus, les taux d'investissement et le capital social des sociétés par secteur et par région, les flux internationaux de biens et d'actifs, la main-d'œuvre demandée par chaque secteur dans chaque région, les taux de salaire, les balances courante et de capitaux, la demande finale des consommateurs dans toutes les régions et les déficits publics⁶. Finalement, les contraintes budgétaires tant intratemporelles qu'intertemporelles sont satisfaites pour tous les agents.

Les simulations

Nous envisageons maintenant une série de chocs, dont certains pourraient expliquer l'évolution des balances commerciales mondiales durant la dernière décennie ainsi que d'éventuels changements de politique susceptibles d'affecter ces balances dans les années à venir. Il s'agit de représentations stylisées de ce qui a été observé plutôt que d'estimations précises, l'objectif étant d'illustrer l'ampleur approximative des effets.

1 - *Choc touchant l'investissement privé en Asie* : une hausse permanente de 0,5 % de la prime de risque sur actions au Japon et de 2 % dans les autres pays asiatiques hors Chine, suffisante pour diminuer les taux d'investissement privé dans des proportions identiques à celles observées entre 1997 et 2003 ;

2 - *Choc touchant le déficit budgétaire des États-Unis* : un creusement permanent du déficit budgétaire des États-Unis équivalent à 4 % du PIB, comprenant une augmentation des dépenses liées aux biens et services (1 % du PIB), un accroissement des dépenses liées à la main-d'œuvre (1 % du PIB) et un allègement de l'imposition sur le revenu personnel, suffisant pour réduire les recettes budgétaires à hauteur de 2 % du PIB ;

3 - *Choc touchant la réévaluation de la monnaie chinoise* : une appréciation de 10 % du taux de change du renminbi ;

4 - *Choc touchant l'expansion budgétaire en Asie* : un creusement permanent des déficits budgétaires en Asie (hors Japon) équivalent à 2 % du PIB, comprenant une augmentation des dépenses liées aux biens et services (1 % du PIB) et à la main-d'œuvre (1 % du PIB).

19

*Résultats**Recul de l'investissement en Asie*

Les résultats sont présentés dans différents tableaux : évolution des balances commerciales en pourcentage du PIB (tableau n° 6) ; variation en pourcentage de l'investissement privé net par rapport à la valeur de base (tableau n° 7) ; évolution des taux de change effectifs réels par rapport aux valeurs de base (une hausse constituant une appréciation) (tableau n° 8) et la variation en pourcentage du PIB réel par rapport à la valeur de base (tableau n° 9). Ces tableaux contiennent les résultats des années 1, 5 et 10 après les chocs susmentionnés.

La hausse des primes de risque sur actions en Asie a pour effet de réduire l'investissement privé. Il en résulte des sorties de capitaux et une dépréciation des taux de change effectifs, qui se traduit par une amélioration des balances commerciales des pays asiatiques représentant entre 0,6 et 2,5 % du PIB en année 1 et entre 1,3 et 4,88 % du PIB en

Tableau n° 6
Évolution des balances commerciales à la suite de divers chocs
 (écart en % du PIB par rapport à la valeur de base)

	Année 1	Année 5	Année 10		Année 1	Année 5	Année 10
Recul de l'investissement en Asie				Appréciation du taux de change du renminbi			
États-Unis	- 0,18	- 0,25	- 0,22	États-Unis	0,01	0,00	0,00
Japon	0,91	1,04	0,89	Japon	0,01	0,00	0,00
Canada	- 0,24	- 0,36	- 0,33	Canada	0,02	0,00	0,00
Australie	- 0,22	- 0,44	- 0,49	Australie	0,03	0,00	0,00
Nouvelle-Zélande	- 0,52	- 1,17	- 1,19	Nouvelle-Zélande	0,04	- 0,01	0,00
Indonésie	1,32	2,38	2,51	Indonésie	0,03	- 0,01	0,00
Malaisie	1,39	2,71	2,60	Malaisie	0,04	- 0,01	0,00
Philippines	2,52	4,88	4,24	Philippines	0,02	- 0,01	0,00
Singapour	- 0,20	- 0,59	- 0,76	Singapour	0,06	- 0,02	0,00
Thaïlande	0,62	1,35	1,91	Thaïlande	0,05	- 0,01	0,00
Chine	- 0,28	- 0,36	- 0,30	Chine	- 0,48	0,05	- 0,02
Inde	- 0,23	- 0,34	- 0,30	Inde	0,02	0,00	0,00
Taiwan	1,43	2,31	2,33	Taiwan	0,10	0,00	0,01
Corée	1,88	2,78	2,40	Corée	0,04	- 0,01	0,00
Hong-Kong	0,63	1,05	1,24	Hong-Kong	- 0,22	- 0,01	- 0,01
Europe	- 0,23	- 0,30	- 0,27	Europe	0,01	0,00	0,00
Politique budgétaire des États-Unis				Relance budgétaire en Asie			
États-Unis	- 1,52	- 1,41	- 1,04	États-Unis	0,05	0,04	0,02
Japon	1,01	0,86	0,69	Japon	0,11	0,08	0,05
Canada	1,31	1,43	1,17	Canada	0,07	0,07	0,04
Australie	0,88	0,77	0,64	Australie	0,09	0,09	0,06
Nouvelle-Zélande	1,80	2,29	1,85	Nouvelle-Zélande	0,17	0,28	0,21
Indonésie	1,09	1,24	0,94	Indonésie	- 0,83	- 0,65	- 0,37
Malaisie	1,61	2,28	1,67	Malaisie	- 0,68	- 0,21	0,14
Philippines	1,55	1,28	0,62	Philippines	- 0,84	- 0,09	0,21
Singapour	1,64	2,77	3,24	Singapour	- 1,02	- 0,50	- 0,01
Thaïlande	1,26	1,45	1,21	Thaïlande	- 0,90	- 0,88	- 0,60
Chine	0,45	0,78	0,51	Chine	- 0,60	- 0,50	- 0,31
Inde	0,63	0,63	0,41	Inde	0,08	0,07	0,04
Taiwan	1,38	1,43	1,32	Taiwan	- 1,01	- 0,91	- 0,65
Corée	1,00	1,12	0,68	Corée	- 0,78	- 0,61	- 0,35
Hong-Kong	1,21	0,67	0,33	Hong-Kong	- 0,31	- 0,03	0,17
Europe	0,77	0,59	0,47	Europe	0,07	0,05	0,03

Tableau n° 7
Évolution de l'investissement à la suite de divers chocs
 (écart en % par rapport à la valeur de base)

	Année 1	Année 5	Année 10		Année 1	Année 5	Année 10
Recul de l'investissement en Asie				Appréciation du taux de change du renminbi			
États-Unis	0,73	1,83	1,70	États-Unis	- 0,06	0,03	- 0,01
Japon	- 5,33	- 12,99	- 16,23	Japon	- 0,09	0,09	- 0,02
Canada	0,87	2,50	2,12	Canada	- 0,06	0,04	- 0,01
Australie	0,64	2,95	3,84	Australie	- 0,06	0,05	0,00
Nouvelle-Zélande	2,26	6,43	5,70	Nouvelle-Zélande	- 0,13	0,07	- 0,02
Indonésie	- 7,10	- 23,67	- 29,78	Indonésie	- 0,06	0,04	0,00
Malaisie	- 4,54	- 10,03	- 10,27	Malaisie	- 0,09	0,03	0,00
Philippines	- 12,42	- 25,42	- 18,39	Philippines	- 0,08	0,03	- 0,01
Singapour	0,37	2,54	4,06	Singapour	- 0,10	0,08	0,00
Thaïlande	- 2,98	- 12,06	- 19,70	Thaïlande	- 0,09	0,03	0,00
Chine	0,29	1,53	1,40	Chine	- 5,70	- 0,08	0,17
Inde	0,64	1,99	1,93	Inde	- 0,04	0,02	0,00
Taiwan	- 7,95	- 24,41	- 30,36	Taiwan	- 0,09	0,03	- 0,04
Corée	- 12,48	- 23,01	- 24,68	Corée	- 0,13	0,08	0,00
Hong-Kong	- 2,11	- 4,39	- 5,56	Hong-Kong	- 0,14	0,04	- 0,01
Europe	0,84	2,10	2,21	Europe	- 0,06	0,04	0,00
Politique budgétaire des États-Unis				Relance budgétaire en Asie			
États-Unis	0,02	- 4,29	- 7,29	États-Unis	- 0,20	- 0,36	- 0,22
Japon	- 3,58	- 6,61	- 5,47	Japon	- 0,35	- 0,79	- 0,48
Canada	- 4,35	- 9,73	- 7,77	Canada	- 0,24	- 0,52	- 0,28
Australie	- 2,57	- 6,04	- 6,03	Australie	- 0,22	- 0,72	- 0,66
Nouvelle-Zélande	- 6,56	- 11,32	- 7,57	Nouvelle-Zélande	- 0,65	- 1,42	- 0,91
Indonésie	- 4,44	- 6,00	- 4,48	Indonésie	0,26	- 3,15	- 4,30
Malaisie	- 4,85	- 6,54	- 4,48	Malaisie	- 0,09	- 1,96	- 2,68
Philippines	- 5,02	- 4,42	- 1,87	Philippines	- 0,33	- 3,39	- 3,03
Singapour	- 3,29	- 9,44	- 10,66	Singapour	- 0,18	- 2,96	- 5,24
Thaïlande	- 3,10	- 6,49	- 6,78	Thaïlande	0,47	- 0,85	- 2,53
Chine	- 7,32	- 3,11	- 2,11	Chine	0,83	- 2,16	- 2,30
Inde	- 4,14	- 4,16	- 2,86	Inde	- 0,14	- 0,40	- 0,29
Taiwan	- 4,02	- 8,65	- 7,76	Taiwan	0,40	- 2,30	- 4,79
Corée	- 8,02	- 5,99	- 3,40	Corée	0,68	- 2,28	- 3,54
Hong-Kong	- 0,21	3,04	3,93	Hong-Kong	- 0,34	- 2,21	- 3,05
Europe	- 3,13	- 4,69	- 4,20	Europe	- 0,26	- 0,46	- 0,33

Tableau n° 8
Évolution des taux de change effectifs réels à la suite de divers chocs
 (écart en % par rapport à la valeur de base,
 une hausse correspond à une appréciation)

	Année 1	Année 5	Année 10		Année 1	Année 5	Année 10
Recul de l'investissement en Asie				Appréciation du taux de change du renminbi			
États-Unis	0,82	0,81	0,51	États-Unis	0,00	0,00	0,00
Japon	- 3,15	- 3,23	- 2,58	Japon	0,00	0,00	0,00
Canada	0,15	0,22	0,19	Canada	0,00	0,00	0,00
Australie	0,31	0,30	0,03	Australie	0,00	0,00	0,00
Nouvelle-Zélande	0,48	0,76	0,61	Nouvelle-Zélande	- 0,01	0,00	0,00
Indonésie	- 1,33	- 1,61	- 0,67	Indonésie	0,00	0,00	0,00
Malaisie	- 0,24	- 0,45	- 0,07	Malaisie	- 0,01	0,00	0,00
Philippines	- 1,70	- 3,19	- 3,35	Philippines	0,00	0,00	0,00
Singapour	0,35	0,18	- 0,35	Singapour	- 0,01	0,00	0,00
Thaïlande	0,24	0,55	1,30	Thaïlande	- 0,01	0,00	0,00
Chine	0,72	0,60	0,15	Chine	0,01	- 0,02	- 0,01
Inde	0,61	0,71	0,45	Inde	0,00	0,00	0,00
Taïwan	- 1,08	- 0,49	0,44	Taïwan	0,00	0,01	0,01
Corée	- 1,53	- 1,42	0,59	Corée	- 0,01	0,00	0,00
Hong-Kong	0,33	1,01	1,55	Hong-Kong	- 0,01	- 0,01	0,00
Europe	0,76	0,81	0,54	Europe	0,00	0,00	0,00
Politique budgétaire des États-Unis				Relance budgétaire en Asie			
États-Unis	7,00	7,86	6,95	États-Unis	0,04	0,02	0,02
Japon	- 3,45	- 2,99	- 2,70	Japon	0,08	0,05	0,04
Canada	- 2,65	- 2,95	- 2,93	Canada	0,06	0,04	0,02
Australie	- 2,12	- 1,77	- 1,44	Australie	0,09	0,06	0,04
Nouvelle-Zélande	- 1,86	- 2,09	- 1,85	Nouvelle-Zélande	0,27	0,21	0,13
Indonésie	- 0,75	- 1,46	- 1,28	Indonésie	- 0,57	- 0,37	- 0,25
Malaisie	- 0,27	- 0,99	- 0,88	Malaisie	- 0,10	0,14	0,19
Philippines	- 0,41	- 0,84	- 0,57	Philippines	0,02	0,21	0,15
Singapour	- 0,42	- 0,50	- 0,56	Singapour	- 0,37	- 0,01	0,11
Thaïlande	- 0,15	- 0,41	- 0,11	Thaïlande	- 0,83	- 0,60	- 0,33
Chine	0,61	- 1,87	- 1,70	Chine	- 0,44	- 0,31	- 0,22
Inde	- 0,78	- 1,57	- 1,21	Inde	0,06	0,04	0,02
Taïwan	- 1,07	- 0,98	- 1,04	Taïwan	- 0,86	- 0,65	- 0,45
Corée	- 0,56	- 1,42	- 1,00	Corée	- 0,54	- 0,35	- 0,23
Hong-Kong	1,93	3,07	4,08	Hong-Kong	0,03	0,17	0,23
Europe	- 3,16	- 2,47	- 2,21	Europe	0,04	0,03	0,02

Tableau n° 9
Évolution du PIB réel à la suite de divers chocs
 (écart en % par rapport à la valeur de base)

	Année 1	Année 5	Année 10		Année 1	Année 5	Année 10
Recul de l'investissement en Asie				Appréciation du taux de change du renminbi			
États-Unis	0,09	0,30	0,39	États-Unis	0,00	0,01	0,00
Japon	- 0,57	- 3,01	- 4,76	Japon	- 0,02	0,02	0,00
Canada	0,09	0,38	0,43	Canada	0,00	0,01	0,00
Australie	0,15	0,51	0,88	Australie	- 0,01	0,01	0,00
Nouvelle-Zélande	0,09	0,81	1,21	Nouvelle-Zélande	0,00	0,01	0,00
Indonésie	- 1,88	- 5,79	- 10,29	Indonésie	- 0,02	0,01	0,00
Malaisie	- 0,71	- 3,48	- 5,82	Malaisie	- 0,03	0,00	0,00
Philippines	- 2,72	- 7,77	- 9,23	Philippines	- 0,05	0,01	0,00
Singapour	0,18	0,46	0,94	Singapour	- 0,03	0,02	0,01
Thaïlande	- 0,32	- 3,66	- 9,22	Thaïlande	- 0,02	0,00	0,00
Chine	- 0,05	0,41	0,45	Chine	- 4,12	- 0,20	- 0,05
Inde	0,14	0,42	0,57	Inde	- 0,01	0,00	0,00
Taiwan	- 0,41	- 4,16	- 7,66	Taiwan	- 0,05	0,00	0,00
Corée	- 2,49	- 6,83	- 10,85	Corée	- 0,03	0,02	0,01
Hong-Kong	- 0,21	- 1,36	- 2,31	Hong-Kong	- 0,33	0,00	- 0,01
Europe	0,12	0,39	0,60	Europe	- 0,01	0,01	0,00
Politique budgétaire des États-Unis				Relance budgétaire en Asie			
États-Unis	2,05	0,38	- 0,78	États-Unis	- 0,02	- 0,07	- 0,06
Japon	- 0,57	- 1,39	- 1,52	Japon	- 0,06	- 0,18	- 0,17
Canada	- 0,24	- 1,38	- 1,60	Canada	- 0,02	- 0,09	- 0,07
Australie	- 0,51	- 1,17	- 1,63	Australie	- 0,04	- 0,14	- 0,19
Nouvelle-Zélande	- 0,33	- 1,76	- 2,06	Nouvelle-Zélande	- 0,01	- 0,20	- 0,25
Indonésie	- 2,73	- 1,51	- 1,69	Indonésie	1,63	- 0,33	- 1,23
Malaisie	- 1,46	- 2,56	- 3,00	Malaisie	1,30	0,19	- 0,72
Philippines	- 2,42	- 1,42	- 0,95	Philippines	1,74	- 0,19	- 0,89
Singapour	- 0,45	- 2,21	- 3,58	Singapour	1,25	0,20	- 0,79
Thaïlande	- 1,00	- 1,80	- 3,27	Thaïlande	1,26	0,24	- 0,84
Chine	- 4,17	- 1,07	- 0,94	Chine	1,93	- 0,12	- 0,59
Inde	- 2,11	- 0,89	- 1,02	Inde	- 0,02	- 0,09	- 0,10
Taiwan	- 0,42	- 1,27	- 1,72	Taiwan	1,35	0,49	- 0,19
Corée	- 2,59	- 1,92	- 1,83	Corée	1,56	0,24	- 0,64
Hong-Kong	0,23	2,55	3,61	Hong-Kong	1,71	0,04	- 0,89
Europe	- 0,40	- 0,97	- 1,31	Europe	- 0,03	- 0,10	- 0,12

année 5. Les entrées de capitaux aux États-Unis provoquent une détérioration de la balance commerciale américaine à hauteur de 0,18 % du PIB en année 1 et de 0,25 % du PIB en année 5. La réallocation des capitaux internationaux a tendance à réduire l'investissement dans les pays confrontés à l'accroissement du risque et à stimuler l'investissement dans les pays destinataires des capitaux sortant d'Asie (les États-Unis, les autres pays de l'OCDE ainsi que la Chine et l'Inde).

Conformément aux attentes, le recul de l'investissement réel en Asie entraîne une contraction du PIB des pays asiatiques (cf. tableau n° 8), malgré l'augmentation des exportations nettes qui accompagne la dépréciation des taux de change réels en Asie. L'inverse se produit aux États-Unis, où l'appréciation du taux de change réel se traduit par une diminution des exportations nettes, alors que la baisse des taux d'intérêt réels à long terme sous l'impulsion des entrées de capitaux a pour effet d'accroître l'investissement privé dans des proportions plus importantes que le repli des exportations nettes, d'où une hausse du PIB réel des États-Unis.

Ces résultats montrent que si le recul de l'investissement privé en Asie depuis la crise a fortement contribué à l'ampleur des excédents commerciaux dégagés par l'Asie, il a, en revanche, joué un rôle mineur dans la détérioration de la balance commerciale des États-Unis.

Expansion budgétaire aux États-Unis

Les résultats d'un creusement permanent du déficit budgétaire des États-Unis figurent en bas à gauche des tableaux n° 6 à 9. L'aggravation du déficit budgétaire américain réduit l'épargne nationale des États-Unis dans des proportions plus importantes que l'investissement national et favorise un afflux massif de capitaux. Ces entrées de capitaux, qui ont occasionné une appréciation du dollar américain, entraînent une détérioration de la balance commerciale à hauteur de 1,5 % du PIB en année 1 et de 1,4 % en année 5. Le redressement progressif de la balance commerciale des États-Unis, qui tend vers une situation excédentaire à terme, est dû à l'obligation pour les États-Unis de se plier à la contrainte budgétaire intertemporelle, à savoir que les pays sont tenus d'assurer le service de la dette extérieure. La balance courante demeure déficitaire pendant une durée beaucoup plus longue que la balance commerciale. L'afflux massif de capitaux vers les États-Unis s'accompagne d'importantes sorties de capitaux des autres pays, d'où une amélioration des balances commerciales à l'échelle mondiale, et notamment en Asie. L'excédent commercial du Japon est supérieur de 1 % lors de la première année du train de mesures budgétaires aux États-Unis. La Chine dégage dans un premier temps un excédent commercial moins élevé en raison de l'hypothèse d'un régime de parité fixe avec le dollar



américain, qui, dans un premier temps, pèse sur la compétitivité de la Chine par rapport aux autres pays asiatiques dotés d'un régime de change flottant.

L'impact sur l'investissement et l'épargne est assez intéressant. Aux États-Unis, l'augmentation des dépenses et les allègements fiscaux dynamisent, dans un premier temps, la consommation des ménages et le PIB réel (cf. tableau n° 9). Toutefois, malgré le raffermissement de la demande, la hausse des taux d'intérêt réels à long terme ne provoque, au départ, qu'une légère progression de l'investissement, qui, ensuite, diminue aux États-Unis au fil du temps. Le recul plus prononcé de l'investissement aux États-Unis s'explique par le fait que le secteur privé est contraint de réduire les dépenses privées afin de financer la hausse permanente des dépenses publiques et les allègements fiscaux que les étrangers sont de moins en moins disposés à prendre en charge. Le seul moyen d'éviter cela serait que le creusement des déficits budgétaires crée une offre globale additionnelle suffisante pour couvrir l'aggravation constante de ces déficits. Il est intéressant de noter que la politique budgétaire expansionniste des États-Unis est suffisamment ambitieuse pour relever les taux d'intérêt réels à long terme à l'échelle mondiale (par rapport au niveau de base) et réduire les taux d'investissement dans le monde entier afin de financer le déficit budgétaire américain. En effet, les premiers effets sur l'investissement sont plus significatifs en dehors des États-Unis en raison de l'accroissement initial de la demande globale aux États-Unis consécutif à l'augmentation des dépenses budgétaires, ce qui favorise une hausse temporaire de l'investissement aux États-Unis.

La politique d'expansion budgétaire des États-Unis se traduit par une appréciation du dollar américain de 7 % par rapport au niveau de base et par une dépréciation des taux de change réels des autres pays, à l'exception de ceux qui, comme la Chine, indexent leur monnaie sur le dollar américain. Il convient de noter que des pays tels que l'Indonésie et la Corée, censés adopter une politique monétaire ciblant la croissance et l'inflation à l'échelle nationale et des variations les plus faibles possibles du taux de change, subissent également une dépréciation monétaire moindre que les pays dotés d'un régime de change flottant comme l'Australie et le Canada.

Au départ, la politique d'expansion budgétaire provoque une hausse du PIB réel des États-Unis, qui est supérieur à la valeur de base à 5 ans, mais finit par devenir inférieur de 0,78 % à la valeur de base à 10 ans. Les répercussions de la politique budgétaire des États-Unis sur les autres pays sont négatives car cette politique nécessite de puiser des ressources à l'échelle mondiale afin de financer un déficit constamment élevé.

*Appréciation du taux de change du renminbi*

Mc Kibbin et Stoeckel (2004) utilisent une version antérieure de ce modèle pour étudier l'impact d'une appréciation de 10 % du taux de change de la monnaie chinoise. Cette partie réalise la même expérience avec des résultats très similaires. La réévaluation du renminbi a des effets marqués et directs sur l'économie chinoise, même s'ils se dissipent au fil du temps, les prix domestiques diminuant pour compenser intégralement la hausse du taux de change nominal. L'appréciation de la devise réduit provisoirement les exportations nettes de la Chine en raison d'une variation temporaire de la compétitivité chinoise. Ce recul des exportations nettes se traduit par une baisse de la demande intérieure et par un ralentissement de la croissance du PIB (par rapport à un niveau de base en augmentation rapide). Le PIB réel (cf. tableau n° 9) s'inscrit en repli de 4,1 % par rapport à la valeur de base en année 1, mais si la valeur de base progresse à 10,1 %, le taux de croissance ressort encore à + 6 %.

Les effets de cette politique sur les déséquilibres mondiaux sont limités, la balance commerciale de la Chine se dégradant à hauteur de près de 0,5 % du PIB, mais l'impact sur la balance commerciale des autres pays étant faible. L'explication est simple. La réévaluation rend les biens chinois moins compétitifs sur les marchés internationaux durant la période au cours de laquelle les prix chinois ne sont pas ajustés pour tenir compte du durcissement de la politique monétaire. La réévaluation du renminbi a également pour effet de freiner la demande en Chine. Ainsi, l'impact de l'évolution de la demande chinoise compense les effets d'un raffermissement de la devise chinoise sur les autres pays. L'ampleur et la nature des échanges commerciaux avec la Chine et l'impact de la variation de la demande chinoise sur les autres pays déterminent si un pays est favorisé ou pénalisé. Les effets sur la demande et les prix relatifs (ou la compétitivité) ont tendance à annuler l'impact sur les balances commerciales de la plupart des pays.

Les résultats concernant Hong-Kong témoignent des effets complexes de la réévaluation. Le recul du PIB de Hong-Kong est le plus prononcé après celui de la Chine, malgré l'absence d'évolution de la parité fixe par rapport au dollar américain (et donc une amélioration de la compétitivité par rapport à la Chine). En effet, Hong-Kong vend des quantités importantes de biens, qui servent de facteurs de production à la Chine. Or, l'économie chinoise connaît une phase de ralentissement, qui pénalise directement Hong-Kong. Au total, l'impact sur le PIB de la région est, en réalité, négatif car le ralentissement de l'économie chinoise l'emporte sur les variations temporaires de la compétitivité des pays par rapport à la Chine.

*Relance budgétaire en Asie*

Les derniers résultats portent sur une relance budgétaire coordonnée dans les pays asiatiques hors Japon. Comme pour le train de mesures budgétaires prises par les États-Unis, l'expansion en Asie a des effets ambigus sur l'investissement à court terme, mais négatifs au fil du temps, l'épargne globale servant à financer le creusement constant des déficits budgétaires en Asie. L'impact relatif de la hausse des taux d'intérêt à long terme par rapport à l'accroissement de la demande intérieure à court terme émanant du gouvernement, dans un premier temps, influence l'évolution à la hausse ou à la baisse de l'investissement dans les pays en expansion. Il entre également en ligne de compte pour ce qui est de l'ampleur de la hausse initiale du PIB réel. Dans les pays qui ne sont pas en expansion (Inde, pays de l'OCDE), le PIB réel commence par diminuer, puis continue à se replier au fil de temps pour les mêmes raisons évoquées précédemment pour la politique budgétaire américaine.

L'impact sur les balances commerciales est analogue à celui de la politique américaine, même si cette politique a une incidence beaucoup plus faible sur la balance commerciale des États-Unis que sur les économies asiatiques. Les déficits budgétaires équivalents à 2 % du PIB entraînent une détérioration des balances commerciales en Asie représentant entre 0,3 et 1 % du PIB en année 1. L'amélioration correspondante des balances commerciales des États-Unis et des autres pays équivaut à une part très faible de leur propre PIB, les pays en expansion étant de petite taille par rapport aux États-Unis. L'amélioration de la balance commerciale des États-Unis s'élève à 0,05 % du PIB en année 1. Il convient de noter que l'expansion budgétaire en Asie de l'Est, hors Japon, tend à accroître l'excédent commercial du Japon, qui se chiffre à 0,11 % du PIB.

Le régime de change interventionniste et la gestion des réserves en Asie de l'Est ont été au centre des récents débats autour des déséquilibres. Certains observateurs font valoir que les pays d'Asie de l'Est continueront à dégager des excédents et à financer le déficit américain, alimentant ainsi les déséquilibres transpacifiques.

La présente étude énonce que la cause première des déséquilibres commerciaux tient aux écarts entre l'épargne et l'investissement, pour l'essentiel imputables au creusement du déficit budgétaire des États-Unis et à la crise de l'investissement privé en Asie de l'Est ces dernières années. Les variations du change dues aux changements effectifs de politique monétaire ne peuvent, à elles seules, résoudre les déséquilibres.



Des ajustements macroéconomiques peuvent contribuer à réduire les déséquilibres, tandis qu'une plus grande flexibilité des taux de change permettrait d'accélérer l'ajustement à ces changements de politique macroéconomique. À terme, l'évolution des balances courantes dépendra des variations des taux de change réels, alors qu'à moyen et long terme, les variations des taux de change nominaux et des niveaux de prix sont indifférenciées. Certains signes font apparaître que des ajustements contribuent, d'ores et déjà, à corriger les déséquilibres. Compte tenu des taux de change relativement fixes, les taux d'inflation augmentent dans les pays d'Asie de l'Est afin de générer les appréciations attendues des taux de change réels. Le récent repli du dollar américain témoigne des craintes des investisseurs au sujet de la viabilité du déficit américain. En outre, certaines politiques publiques peuvent servir à accélérer le processus d'ajustement du marché en vue de réduire les déséquilibres. Les efforts concertés des pays d'Asie de l'Est visant à stimuler la demande globale peuvent, selon nous, avoir des effets significatifs sur les balances commerciales à l'échelle mondiale, mais leur impact sur la balance commerciale des États-Unis est limité. Ces conclusions laissent penser que l'Asie de l'Est ne peut, à elle seule, résoudre les déséquilibres transpacifiques. Des ajustements macroéconomiques s'imposent des deux côtés du Pacifique. Nos conclusions montrent que la contraction budgétaire aux États-Unis aura un impact maximal sur la balance commerciale américaine et sur les balances commerciales bilatérales avec les pays d'Asie de l'Est, par le biais de ses effets sur les soldes d'épargne et d'investissement à l'échelle mondiale.

NOTES

1. Cf. Council of Economic Advisors (2003) et Muhleisen et Towe (2004) pour de plus amples informations.
2. Barro et Lee (2003) analysent l'évolution de l'investissement et de la croissance en Asie de l'Est avant et après la crise financière de 1997. Ils affirment que la crise financière aurait des effets pénalisants à long terme sur l'investissement.
3. Toutes les informations concernant le modèle, dont une liste d'équations et de paramètres, figurent sur Internet à l'adresse www.gcubed.com.
4. Ces événements sont : la *Reaganomics* dans les années 1980 ; la réunification allemande au début des années 1990 ; la consolidation budgétaire en Europe au milieu des années 1990 ; la création de l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain) ; la crise asiatique ; et l'essor de la productivité aux États-Unis.
5. Cf. Blanchard et Fischer (1989) et Obstfeld et Rogoff (1996).

6. Puisque le modèle est résolu pour un équilibre de prévision parfaite sur une période de 80 ans, la complexité numérique du problème est environ 80 fois supérieure à ce que le nombre de variables pour une seule période pourrait laisser penser. Nous utilisons le logiciel dont les fonctionnalités sont résumées par Mc Kibbin et Sachs (1991) à l'Annexe C pour résoudre des modèles d'envergure à partir d'anticipations rationnelles sur un ordinateur personnel.

BIBLIOGRAPHIE

- BAGNOLI P., MC KIBBIN W. et WILCOXEN P. (1996), « Future Projections and Structural Change » in N. Nakicenovic, W. Nordhaus, R. Richels et F. Toth (ed) *Climate Change: Integrating Economics and Policy*, CP 96-1, International Institute for Applied Systems Analysis (Autriche), pp 181-206.
- BARRO R. et LEE J.-W. (2003), « Growth and Investment in East Asia Before and After the Financial Crisis », *Seoul Journal of Economics*, 16(2).
- BLANCHARD O. et FISCHER S. (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge MA.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISORS (2003), *Economic Report of the President*, Washington, D.C. : GPO.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D., et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », Document de travail du NBER n° 9971 (septembre).
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D., et GARBER P. (2004), « Asian Reserve Diversification: Does It Threaten the Pegs? », Deutsche Bank Global Markets Research (février).
- EICHENGREEN Barry (2004), « Chinese Currency Controversies », *Asian Economic Papers* (à paraître).
- EICHENGREEN Barry et PARK Yung Chul (2004), « The Dollar and the Policy Mix Redux », mimeo.
- HERTEL T. (1997) (ed), *Global Trade Analysis: Modeling and Applications*, Cambridge University Press.
- MC KIBBIN W. (1998), « Risk Re-Evaluation, Capital Flows and the Crisis in Asia » in Garnaut R. et R. McLeod (1998) (eds) *East Asia in Crisis: From Being a Miracle to Needing One?* Pp. 227-244, Routledge.
- MC KIBBIN W.J. et SACHS J. (1991), *Global Linkages: Macroeconomic Interdependence and Co-operation in the World Economy*, Brookings Institution, juin.
- MC KIBBIN W.J. et A. STOECKEL A. (2004), « What if China Revalues It's Currency? » www.EconomicScenarios.com Numéro 7, février, 8 pages.
- MC KIBBIN W.J. et VINES D. (2000), « Modelling Reality: The Need for Both Intertemporal Optimization and Stickiness in Models for Policymaking », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 4.
- MC KIBBIN W. et WILCOXEN P. (1998), « The Theoretical and Empirical Structure of the G-Cubed Model », *Economic Modelling*, 16, 1, pp 123-148.
- MUHLEISEN M. et TOWE Christopher, eds (2004), « U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability », Occasional Paper n° 227, Washington, D.C. : FMI.
- OBSTFELD M. et ROGOFF K. (1996), *Foundations of International Macroeconomics* MIT Press, Cambridge MA.
- OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET (2003), *Budget of the U.S. Government, Fiscal Year 2004*, Washington, D.C.: GPO.
- PARK Yung Chul (2004), «The Transpacific Imbalance: What Can Be Done About It? », mimeo.

