

Anton Brender
Florence Pisani

Les déséquilibres financiers internationaux



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

DES MÊMES AUTEURS

Les Taux d'intérêt, approche empirique, Economica, Paris, 1997.
Le Nouvel Âge de l'économie américaine, Economica, Paris, 1999.
Les Marchés et la croissance, Economica, Paris, 2001.
La Nouvelle Économie américaine, Economica, Paris, 2004.

OUVRAGES D'ANTON BRENDER

La France face aux marchés financiers, La Découverte, Paris, « Repères », 2004.
La France face à la mondialisation, La Découverte, Paris, « Repères » ; 4^e éd., 2004.

Remerciements. Nos remerciements vont à Michel Aglietta et Hans-Helmut Kotz ainsi qu'à Matthieu Bussière pour leurs précieuses remarques. Ils vont aussi à nos collègues Christophe, Émile et Franciane.

Si vous désirez être tenu régulièrement informé des parutions de la collection « Repères », il vous suffit de vous abonner gratuitement à notre lettre d'information mensuelle par courriel, à partir de notre site <http://www.collectionreperes.com>, où vous retrouverez l'ensemble de notre catalogue. Vous pouvez, à défaut, envoyer vos nom et adresse aux Éditions La Découverte (9 bis, rue Abel-Hovelacque, 75013 Paris), pour demander à recevoir gratuitement par la poste notre bulletin trimestriel *À La Découverte*.

ISBN : 978-2-7071-5249-7



Ce logo a pour objet d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir du livre, tout particulièrement dans le domaine des sciences humaines et sociales, le développement massif du photocopillage. Nous rappelons donc qu'en application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du code de la propriété intellectuelle, toute photocopie à usage collectif, intégrale ou partielle, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

© Éditions La Découverte, Paris, 2007.

Introduction

Les déséquilibres de paiements entre nations font aujourd'hui partie du paysage économique mondial. La taille du déficit de la balance courante américaine, comme celle des excédents qui, dans le Golfe persique ou en Asie, en sont la contrepartie, justifie l'expression désormais usuelle de « déséquilibres globaux ». À chacun des sommets du G7, les chefs d'État appellent à leur réduction et, au terme de leurs exercices de prévisions économiques, les grandes organisations internationales soulignent la menace qu'ils représentent. Cette inquiétude, chez les promoteurs mêmes de la globalisation financière, est troublante. En libérant les mouvements de capitaux entre nations, ne voulaient-ils pas précisément permettre à l'épargne dégagée en un endroit de la planète d'aller s'investir en un autre ? Faut-il vraiment s'étonner si la conséquence la plus visible de cette globalisation a été un transfert massif d'épargne du reste du monde vers les États-Unis ? La profonde disparité des systèmes financiers dont sont dotés les espaces économiques nationaux, comme celle des politiques qui y sont menées, l'explique. Les efforts, plus ou moins décidés et plus ou moins fructueux, faits par chacun pour lutter contre les pressions déflationnistes qui se sont multipliées depuis la fin des années 1990, ont conduit à une configuration très déséquilibrée des paiements internationaux. Parce qu'ils disposent d'un système financier particulièrement développé et accordent un prix élevé au maintien du plein-emploi, les États-Unis y ont joué naturellement le rôle d'emprunteur en dernier ressort.

On peut bien sûr regretter que l'épargne chinoise ait aidé les Américains à acquérir des maisons plus belles ou plus grandes,

tout en menant une opération militaire en Irak. Sans leur endettement, l'économie mondiale aurait été toutefois non pas mieux mais plus mal. La raison de cette réalité agaçante tient, on le verra dans les deux premiers chapitres, aux modalités de l'actuelle globalisation. Faute d'un système financier international capable de prendre en charge et de gérer les risques associés aux prêts aux régions émergentes, celles qui manquaient de capital ont renoncé, après plusieurs crises dramatiques, à asseoir leur développement sur une épargne importée. Dès lors, seules les régions développées sont susceptibles d'absorber les éventuels « trop-pleins » d'épargne qui apparaissent quand, dans telle ou telle économie, on tend à dépenser moins qu'on ne gagne. Cela a été récemment le cas lorsque la hausse du prix du pétrole a brutalement augmenté le revenu des pays qui en exportent. C'est aussi le cas depuis que des pays, tels la Chine, génèrent en permanence plus d'épargne qu'ils ne peuvent en utiliser. D'un côté, la faiblesse des infrastructures sociales y pousse les ménages à épargner ; de l'autre, la capacité réduite de leurs systèmes financiers empêche d'y investir toute l'épargne dégagée. Pour vaincre les forces déflationnistes qui freinent ainsi leur croissance, ces pays doivent parvenir à exporter cet excédent. Et, pour cela, il faut que d'autres acceptent de l'importer !

Les mécanismes sous-jacents à la formation des déséquilibres financiers actuels sont analysés dans les chapitres III et IV. La priorité accordée au développement industriel a conduit à un sous-développement financier des pays d'Asie, propre aussi bien à la Chine qu'au Japon ou à la Corée. Dans ces pays, les ménages ont souvent un accès restreint au crédit et la structure de leurs placements, peu diversifiée, est tournée largement vers les dépôts. Compte tenu de l'abondance de l'épargne domestique, les intermédiaires financiers ont été amenés à prendre plus de risques qu'ils ne pouvaient en porter et s'en sont trouvés partout fragilisés. Lorsque, à partir du début des années 1990, le besoin de financement des entreprises a diminué, la politique monétaire s'est révélée impuissante à réduire la capacité de financement des ménages. La politique économique n'a pu alors que peser sur le change pour exporter l'épargne en excès. Aidant par ce biais leurs entreprises à gagner des parts de marché, ces pays ont détourné les forces déflationnistes auxquelles ils étaient confrontés vers les pays occidentaux. Ces derniers, pour ne pas s'écarter trop du plein-emploi, ont cherché à augmenter leur

dépense intérieure. Les politiques économiques ont conduit leurs résidents à s'endetter et, leur solde courant devenant déficitaire, ces pays ont finalement importé l'épargne que ceux d'Asie cherchaient à exporter. Ce déficit n'avait toutefois aucune raison d'être également réparti : l'importance qu'a pour chacun l'objectif du plein-emploi, ses marges de manœuvre budgétaires, l'agressivité de sa politique monétaire, la puissance de sa transmission par son système financier ont conduit les soldes courants des pays occidentaux à évoluer de façons divergentes. Le contraste entre les États-Unis et la zone euro a été ici d'autant plus net qu'aux pressions déflationnistes émanant des pays d'Asie se sont ajoutées, après 2000, celles provoquées par un choc boursier, puis pétrolier.

Si l'économie mondiale a pu faire face à ces chocs sans récession — ce dont on s'étonne parfois —, c'est largement au creusement continu du solde courant américain qu'on le doit. Une question cruciale se pose dès lors : dans quelle mesure l'endettement qui résulte de ces déficits est-il soutenable ? Les chapitres v et vi montrent pourquoi, globalisation aidant, le dollar n'est pas condamné à s'effondrer et les États-Unis ne sont pas à la veille de la faillite. En accroissant fortement la taille des portefeuilles diversifiables, la globalisation atténue l'effet sur le cours des monnaies des déséquilibres courants accumulés. Et le surcroît d'endettement des ménages américains a été moins le fait de cigales soucieuses seulement de consommer plus que de fourmis tirant parti du bas niveau des taux d'intérêt pour investir dans l'acquisition d'un logement et réaménager leur bilan. Contrairement à une idée reçue, les déséquilibres globaux peuvent se dénouer sans cataclysme monétaire ou financier pourvu que la modération de l'endettement des ménages américains, engagée à l'automne 2006, se poursuive et que les autorités des parties prenantes à la globalisation financière coopèrent pour ne pas déstabiliser les marchés des changes.

I / Une marche chaotique vers la globalisation financière

Les déséquilibres de paiements internationaux ne sont pas une nouveauté. À la fin du XIX^e siècle, les États-Unis ont eu, pendant de longues années, des déficits courants. Rapportée à leur PIB, leur dette à l'égard du reste du monde atteignait en 1894 un poids qui n'est toujours pas dépassé aujourd'hui. L'endettement américain était d'ailleurs loin d'être une exception : l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, la Russie avaient aussi, avant la Première Guerre mondiale, des dettes internationales importantes. Pourquoi les déficits actuels seraient-ils plus préoccupants que ceux d'hier ? Bien sûr, quelques-uns de ces grands débiteurs, ébranlés par les séismes politiques et sociaux du début du XX^e siècle, ont finalement fait défaut. Mais le principal d'entre eux, les États-Unis, a tenu la totalité de ses engagements. Pourquoi en irait-il autrement aujourd'hui ? Poser la question fait toucher du doigt un trait propre à la globalisation d'avant 1914 : la place d'une économie dans la circulation internationale des capitaux était alors étroitement liée à sa position dans la division internationale du travail. Les pays du cœur industriel de l'économie mondiale — le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne — exportaient des biens manufacturés vers ceux de la périphérie dont ils importaient les matières premières. Parallèlement, les flux de capitaux allaient des premiers vers les seconds dont ils finançaient le développement. Cette cohérence fait aujourd'hui défaut. Que le financement d'un des pays les plus développés de la planète dépende massivement de capitaux fournis par ceux qui le sont beaucoup moins, le souligne. Pour une part, l'inquiétude soulevée par les déséquilibres actuels est alimentée par cette apparente aberration.

La logique économique laisserait en effet attendre, à l'instar de ce qui s'est passé au début du siècle dernier, une accumulation d'excédents dans les régions développées, avec en contrepartie un endettement des régions en développement. Dans un article déjà ancien (« Pourquoi le capital n'afflue-t-il pas dans les régions émergentes ? »), R. Lucas [1990]* rappelait que, même en prenant en compte les facteurs pouvant réduire l'efficacité du capital productif mis en œuvre dans ces régions, la faiblesse relative des salaires y est telle que le rendement de ce capital doit être nettement supérieur à celui observé dans les pays développés. Or, depuis la Seconde Guerre mondiale, cet écart de rendement n'a jamais conduit à un transfert significatif et durable d'épargne du Nord vers le Sud. Peut-on vraiment s'étonner ? R. Lucas n'évoque-t-il pas lui-même la nécessité d'institutions financières rendant ce transfert possible ? Les capitaux ne circulent, en effet, jamais dans le vide de la théorie : la géographie de leur circulation est contrainte par les infrastructures monétaires et financières existantes. L'histoire des déséquilibres de paiements courants pendant la seconde partie du XX^e siècle est, de ce point de vue, éclairante : elle montre combien l'intensité, le sens et la stabilité des mouvements internationaux de capitaux dépendent effectivement des dispositifs financiers et monétaires en place. Elle montre aussi que, à aucun moment après la Seconde Guerre mondiale, on n'a vraiment tenté de construire des canaux capables d'acheminer d'importants flux d'épargne du Nord vers le Sud. La configuration des déséquilibres actuels trouve là une part de son explication.

Bretton Woods : une économie mondiale sans système financier

Au lendemain de la guerre de 1939-1945, le souci central est de permettre un renouveau du commerce international mis à mal par le conflit et les désordres économiques qui l'ont précédé. Ce souci conduit à l'organisation, décidée à Bretton Woods, d'un véritable système monétaire international [Aglietta et Moatti, 2000]. Pour la première fois, ce système repose sur un accord

* Les références entre crochets renvoient à la bibliographie en fin d'ouvrage.

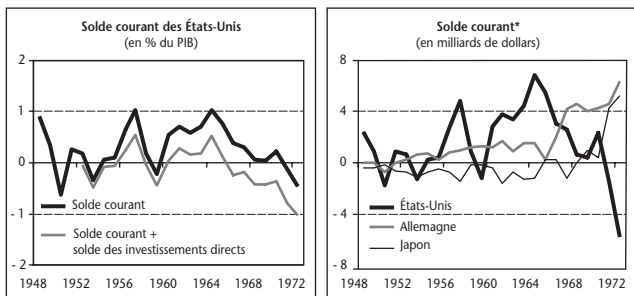
entre les nations. Les signataires acceptent le maintien de parités de changes fixes, modifiables seulement après consultation du Fonds monétaire international ; en même temps, ils s'engagent à mener des politiques qui évitent un déséquilibre de leurs balances courantes. Chaque pays contribue, en outre, à hauteur de sa quote-part, à la constitution des réserves du Fonds. Il pourra, en échange, tirer sur ces réserves pour défendre, en cas de besoin, sa parité de change. Le double principe sous-jacent à l'ordre monétaire qui se constitue — fixité des changes et équilibre des balances courantes — n'exclut pas l'apparition de déséquilibres temporaires (liés par exemple à un décalage de conjoncture) ; la possibilité d'accéder aux ressources du Fonds donne à un pays dans cette situation des moyens plus importants pour défendre la parité de sa monnaie. Si, toutefois, après consultation du Fonds, la raison du déficit apparaît comme étant non pas temporaire mais fondamentale, un changement de parité pourra être décidé. *En faisant ainsi de l'équilibre courant la norme, les accords de Bretton Woods excluent des transferts d'épargne significatifs entre pays.* Leur ambition est d'abord d'aider au rétablissement des flux commerciaux internationaux, celui des mouvements de capitaux viendra plus tard. En attendant, la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) contribuera au financement des projets d'infrastructure les plus nécessaires au fonctionnement des économies dévastées par la guerre. Cette seconde institution — qui fait partie aujourd'hui de la Banque mondiale — est loin d'avoir une surface financière lui permettant de prendre en charge les transferts nécessaires à une remise sur pied rapide de ces économies. Pour une part au moins, ces transferts se feront, à partir de 1947, par le canal du plan Marshall. En quatre ans, les États-Unis donneront aux pays européens une douzaine de milliards de dollars pour financer les achats de produits américains indispensables à la remise en marche de leurs économies. La somme — 5 % à peu près du PIB américain de 1947 — est d'autant plus importante que les flux d'échanges sont encore faibles.

Les années 1950 et la plus grande partie des années 1960 sont marquées par un progrès continu de l'intégration commerciale accompagné, conformément à la logique de Bretton Woods, de déséquilibres commerciaux épisodiques et d'un faible développement des mouvements de capitaux. Le problème central est alors de permettre aux réserves de change de progresser aussi vite

que le commerce international. Le développement rapide de ce dernier n'est en effet pas compatible avec la lourdeur des mécanismes prévus pour augmenter les ressources du Fonds. Chaque pays doit donc accumuler, en dollars, les réserves dont il a besoin pour assurer la stabilité du cours de sa monnaie. Comment satisfaire cette demande de dollars croissant au rythme, rapide, des échanges internationaux ? Dans un premier temps, les flux d'investissements directs américains vont y contribuer. Jusqu'à la fin des années 1960, malgré l'importance des dépenses militaires, la balance courante des États-Unis reste excédentaire, mais plus assez pour couvrir les sorties de capitaux impliquées par les investissements directs de leurs « multinationales » (graphique 1). Pour financer le déficit de leurs paiements extérieurs, les États-Unis émettent des dettes en dollars ; par ce biais, ils alimentent l'accroissement des réserves internationales. Tout se passe donc « comme si », en accumulant des réserves en dollars, les Banques centrales du reste du monde prêtaient aux États-Unis une partie des sommes nécessaires pour que les entreprises américaines puissent acheter des entreprises dans leurs pays. Ce privilège « exorbitant » sera dénoncé par le général de Gaulle au milieu des années 1960 ; il réclamera alors, en vain, un retour aux principes de l'étalon-or. Assez vite toutefois, cette source de liquidités internationales sera complétée, puis supplantée, par une autre qui deviendra une pièce centrale du système financier international : le marché des eurodollars.

Le terme désigne, à partir du début des années 1960, l'activité d'intermédiation *en dollars* pratiquée par des banques *sises en dehors des États-Unis*. Son origine illustre assez bien le « bricolage » par lequel les éléments de l'actuel système financier international se sont mis en place. Après l'affaire de Suez en 1956, la spéculation contre la livre pousse les autorités monétaires britanniques à interdire à leurs banques de faire des prêts en livre sterling à des non-résidents. La City londonienne se trouve ainsi privée de ce qui avait été pendant un siècle son atout majeur : l'usage d'une monnaie internationale. Sans monnaie dans laquelle prêter, l'expertise accumulée à Londres au fil des décennies — la connaissance intime de ceux qui, de près ou de loin, participent aux échanges internationaux — ne peut plus servir au développement d'une activité bancaire. L'arrivée de dépôts en dollars, liée à la volonté des pays socialistes de ne pas détenir leurs réserves directement aux États-Unis, ouvre alors

Graphique 1. Soldes courants des « pays du centre », 1948-1972



* Pour l'Allemagne et le Japon, il s'agit du solde commercial. Celui-ci est, dans les années 1950 et 1960, très proche du solde courant pour ces deux pays.

Sources : Réserve fédérale, UNCTAD.

une voie nouvelle. La place de Londres s'y engage d'autant plus facilement que la réglementation américaine — établie en 1933 pour éviter une concurrence excessive — fixe aux banques américaines un plafond sur la rémunération des dépôts reçus. En offrant une rémunération un peu plus élevée, les banques londoniennes peuvent attirer à Londres les dépôts dont elles ont besoin pour développer sans frein leur activité de crédit. Peu à peu, leurs prêts en dollars vont devenir une source importante de liquidités pour l'économie mondiale. Le déficit, par ailleurs grandissant, de la balance des paiements des États-Unis n'est dès lors plus la seule source de dollars susceptible de répondre à la demande internationale de réserves. La pénurie redoutée est ainsi évitée et, à partir de la fin des années 1960, un « trop-plein » devient même manifeste. L'Allemagne et le Japon accumulent des excédents courants croissants (graphique 1) et l'on commence à spéculer à la baisse du dollar. Pour éviter l'appréciation de leur monnaie, plusieurs Banques centrales interviendront sur les marchés des changes. Certaines placeront une part des dollars acquis à Londres, stimulant encore le développement du marché des eurodollars et la spéculation à la baisse de la devise américaine. Ce marché, qui donne ainsi le coup de grâce

à l'ordre monétaire de Bretton Woods, va jouer un rôle essentiel : il va pallier l'absence de système financier international.

Les années 1970 : un bricolage dangereux

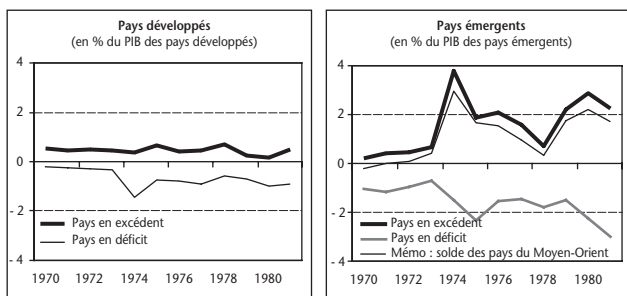
Au début des années 1970, la hausse spectaculaire du prix du pétrole met brutalement l'économie mondiale devant un problème financier imprévu. Elle conduit en effet à un prélèvement sur le revenu des pays importateurs de pétrole au profit des pays exportateurs. Les recettes de ces derniers progressent de manière si importante que nombre d'entre eux ne peuvent dépenser qu'une partie de ce surcroît. Le transfert de revenu provoqué par la hausse du prix du pétrole implique donc l'apparition d'une balance courante excédentaire des pays pétroliers. Encore faut-il pour que cet excédent se forme effectivement que, ailleurs, des pays puissent — et acceptent de — laisser leur déficit courant se creuser. Sinon, que se passerait-il ? Les pays pétroliers ne pourraient, fort logiquement, pas avoir d'excédents ! Comment pourrait-on en arriver là ? Tout simplement par une contraction de l'activité des pays importateurs de pétrole telle que les recettes des pays exportateurs baissent jusqu'à égaler leurs dépenses. La forte hausse du prix du pétrole fait ainsi planer sur l'économie mondiale un risque de déflation que l'existence du marché des eurodollars va contribuer à écarter. Pour éviter que le choc pétrolier ne conduise à un ajustement déflationniste dans les pays importateurs, il faut en effet qu'un mécanisme financier permette à des pays d'emprunter pour dépenser durablement plus que leurs revenus. Le marché des eurodollars le fournit : grâce à lui, des déficits courants, contrepartie nécessaire des excédents pétroliers, peuvent être financés. L'existence de ce mécanisme ne suffit toutefois pas. Il faut aussi des pays qui acceptent de l'utiliser pour augmenter effectivement leur endettement. Or, avant même que l'ordre de Bretton Woods ne s'effondre, des déficits de balance courante, modestes certes mais chroniques, s'accumulent dans un ensemble de régions périphériques. Une contrainte financière, liée à leur spécialisation internationale, pèse en permanence sur leur croissance : importateurs de biens industriels et fournisseurs de matières premières, leurs importations ont tendance à augmenter au rythme rapide de la croissance de leur population alors que la dégradation de leurs

termes de l'échange mène à une croissance relativement plus lente de leurs recettes d'exportations. L'afflux de « pétrodollars » va, pour quelques années au moins, permettre à leurs dépenses d'augmenter beaucoup plus rapidement que leurs recettes. En empruntant massivement en dollars auprès des banques internationales, ces pays vont aider l'économie mondiale à absorber les chocs pétroliers des années 1970. Les mécanismes financiers qui ont rendu cet endettement possible n'ont cependant pas permis d'en maîtriser les risques. Ils n'avaient, il est vrai, à aucun moment été conçus pour cela.

Pendant les années 1970, un important transfert international d'épargne va donc, pour la première fois depuis la guerre, se produire par la voie d'opérations financières (et non par celle de dons comme avec le plan Marshall). Les banques qui animent le marché des eurodollars vont en constituer le support. Elles financent, en dollars, l'endettement des pays en développement et reçoivent, toujours en dollars, les dépôts des pays excédentaires. Leur intermédiation rend ainsi possible l'apparition d'une configuration de déséquilibres courants « Sud-Sud » (graphique 2). L'idée d'un pur et simple « recyclage » — les dépôts qui arrivent sont prêtés — est toutefois trompeuse. Comme dans toute activité d'intermédiation bancaire, ce sont les crédits qui font les dépôts et non l'inverse. Si les pays périphériques n'empruntent pas auprès des banques, les pays pétroliers n'auront rien à déposer chez elles. En ouvrant des lignes de crédit en dollars aux pays émergents, les banques de l'euro-dollar font le pari d'un afflux continu de dépôts leur permettant de financer, dans des conditions profitables, les tirages auxquels ces lignes donnent lieu. Elles peuvent faire ce pari car leur activité est en prise directe sur le marché monétaire américain : si, pour une raison ou pour une autre, les dépôts espérés vont à New York plutôt qu'à Londres, les banques londoniennes pourront toujours trouver à les emprunter sur le marché monétaire américain. Le marché des eurodollars qui tient lieu de système financier international n'est en réalité qu'une dérivation du circuit bancaire américain. Le niveau de ses taux directeurs est donc celui du marché monétaire américain, déterminé par la Banque centrale américaine pour régler au mieux le fonctionnement de l'économie des États-Unis. *Régler le rythme de la distribution de crédit aux pays en développement n'est la préoccupation de personne.* Or les banques effectuant cette distribution

connaissent chacune leurs engagements sur chaque pays, mais n'ont qu'une idée assez imprécise des engagements de leurs concurrentes sur le même pays et de son endettement total. Les conditions dans lesquelles chaque emprunteur peut faire face au total de ses charges sont donc, elles aussi, appréciées avec flou. Dans l'euphorie financière de la fin des années 1970, les prêts aux pays en développement croissent ainsi de manière débridée. La vulnérabilité des pays dont l'endettement permet de soutenir une demande mondiale ébranlée par deux chocs pétroliers augmente alors dangereusement.

Graphique 2. Déséquilibres courants au cours des années 1970



La décomposition du monde est celle de la base de données Chelem en 34 zones ou pays.

Sources : CEPII-Chelem, calculs des auteurs.

En octobre 1979, la Banque centrale américaine change de président. Paul Volcker veut reprendre le contrôle d'une inflation qui, sous l'effet des hausses du prix du pétrole et d'une politique monétaire peu restrictive, n'a cessé d'accélérer. Les taux d'intérêt américains montent brutalement à des niveaux jamais vus. L'économie américaine et, avec elle, l'économie mondiale plongent en récession. Pour les pays qui viennent de s'endetter, les conséquences sont dramatiques. Pour se couvrir du risque d'une hausse des taux, les banques avaient en effet de plus en plus prêté à taux variables : la hausse décidée par la Réserve fédérale augmente donc brutalement la charge d'intérêts sur une partie de la dette accumulée. En même temps, la récession

mondiale conduit à une contraction de la demande de matières premières dont les prix, pétrole mis à part, chutent. Les recettes extérieures des pays endettés baissent donc au moment où le coût de leur endettement augmente. Leur faible capacité à mettre en œuvre des politiques macroéconomiques fait que leur croissance ne ralentit qu'assez lentement : leurs importations continuent d'augmenter et leurs déficits courants de se creuser. Ces pays déjà lourdement endettés empruntent donc, aux taux prohibitifs qui règnent alors, plus encore qu'ils n'empruntaient auparavant. Pendant l'été 1982, le Mexique est le premier à déclarer qu'il ne peut faire face à ses engagements. La première crise de la dette du Sud éclate et les limites du « bricolage » qui a permis à l'économie mondiale de faire face aux chocs pétroliers apparaissent. L'évolution des déséquilibres courants pendant les années 1980 va en porter la trace. Une contrainte financière rigoureuse s'abat sur les pays d'Amérique latine qui, à défaut de pouvoir rembourser, doivent cesser de s'endetter : leur déficit courant disparaît au milieu des années 1980. En même temps, les excédents des pays pétroliers se résorbent. Pour tenter de maintenir le prix du pétrole élevé malgré la réduction de la demande qui lui est adressée, le cartel des pays de l'OPEP demande à ceux de ses membres dont les besoins financiers sont les moins pressants d'ajuster en baisse leur production. En 1985, avant qu'elle ne renonce à soutenir le prix, la production de l'Arabie saoudite n'est plus que le quart de ce qu'elle était en 1980. Ses gigantesques excédents courants ont fait place à un déficit.

Les progrès de la libéralisation financière et les déséquilibres Nord-Nord des années 1980

Les années 1980 voient une autre configuration de déséquilibres s'établir et de nouveaux éléments d'un système financier international se mettre en place. À la différence de ce qui se passe pendant les années 1970, l'épargne va cette fois non plus du Sud vers le Sud, mais du Nord vers le Nord (graphique 3). Le déséquilibre qui naît résulte pour une large part d'une divergence des politiques macroéconomiques menées au sein des grands pays industrialisés. Plusieurs d'entre eux choisissent de remettre en ordre leurs finances publiques, au moment où les

Propension à dépenser, solde de la balance courante et transferts internationaux d'épargne

Le rappel de quelques définitions comptables aide à comprendre l'articulation entre la configuration des soldes des paiements courants mondiaux et les transferts d'épargne qu'ils impliquent. La propension à dépenser δ d'une économie est le rapport entre ce que ses résidents dépensent — sa demande intérieure¹ D — et ce qu'ils gagnent — son PIB Y . On a donc :

$$\delta = \frac{D}{Y}$$

Si les résidents du pays dépensent plus qu'ils ne gagnent, δ sera supérieur à l'unité et le solde de leurs paiements courants sera déficitaire. S'ils ont moins gagné qu'ils n'ont dépensé, une partie de leurs dépenses a alimenté le revenu du reste du monde : les résidents du pays ont importé plus de biens et de services qu'ils n'en ont vendus, à hauteur précisément de l'excès de leurs dépenses sur leur revenu. On a :

$$M - X = D - Y = S$$

où M et X sont respectivement les importations et les exportations du pays et S est le *déficit* de ses échanges courants. Divisons ces grandeurs par la taille du PIB du pays considéré, on aura :

$$m - x = \delta - 1 = \sigma$$

Pour pouvoir dépenser plus qu'ils n'ont gagné, les résidents du pays ont dû emprunter à hauteur de σ au reste du monde. Ce dernier ayant par symétrie un excédent de ses échanges courants a , lui, dépensé moins que son revenu : l'écart entre son revenu et sa dépense (S) représente une épargne qu'il a dégagée, mais pas utilisée. Celle-ci a été « transférée » au pays emprunteur au travers d'une série d'opérations financières, retracées par la balance de ses mouvements de capitaux.

1. Cette demande est bien sûr égale à la somme de la consommation, de l'investissement et des dépenses publiques, traditionnellement désignés respectivement par C , I et G . On a donc : $D = C + I + G$.

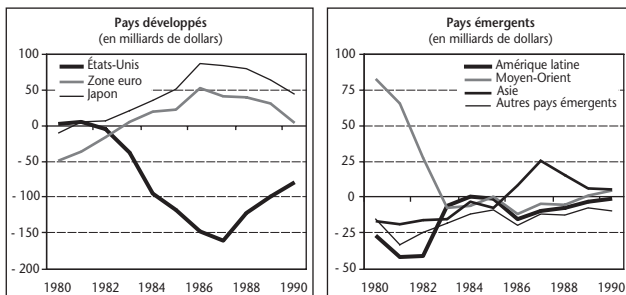
États-Unis se lancent dans une expérience fiscale qui se terminera en débâcle financière.

Pendant la seconde partie des années 1970, le Japon et l'Allemagne, dont les balances courantes étaient excédentaires, avaient décidé de soutenir leur demande intérieure en creusant leurs déficits publics. Comme l'endettement des pays du Sud, celui de ces gouvernements du Nord contribua alors au soutien de la demande mondiale. En 1978, au sommet de Bonn, ils acceptèrent même d'augmenter encore leurs déficits pour servir de « locomotives » à l'économie mondiale... juste avant que la deuxième hausse du prix de pétrole ne donne un brutal coup de frein à la croissance. Tout au long de ces années, l'endettement

de ces gouvernements n'a donc cessé de progresser. La hausse du niveau général des taux d'intérêt à partir de fin 1979, qui les touche d'autant plus que leur inflation reste faible, va les inciter à mettre rapidement un terme à la dérive de leur endettement. Pour des raisons idéologiques, l'arrivée de Margaret Thatcher au pouvoir conduit, au même moment, à une réduction des dépenses publiques du Royaume-Uni. Aux États-Unis, en revanche, la politique du président Reagan mène, pour des raisons tout aussi idéologiques, à un creusement rapide du déficit de l'État fédéral. Convaincu du bien-fondé de la « politique de l'offre » — la croissance sera stimulée plus efficacement par des baisses d'impôts que par un soutien de la demande —, R. Reagan obtient rapidement du Congrès un allègement de la fiscalité des ménages et des entreprises alors que les dépenses du gouvernement fédéral ne sont pas réduites. Elles progressent au contraire pour permettre la réalisation d'ambitieux programmes militaires. La croissance américaine repart, mais ne génère pas le surcroît attendu de recettes fiscales : le déficit de l'État fédéral augmente de manière spectaculaire et dépasse 6 % du PIB en 1983. Il reste important alors même que la reprise de l'activité jointe à une forte hausse de la Bourse entraîne une augmentation de l'investissement des entreprises et une baisse de l'épargne des ménages. La capacité de financement du secteur privé diminuant en même temps que le déficit public perdure, le déficit courant se creuse pour approcher 3,5 % du PIB en 1987. Les États-Unis importent ainsi massivement de l'épargne du reste du monde. Cette épargne est exportée par les pays qui, ayant mené des politiques budgétaires radicalement différentes, connaissent une reprise moins vive de leur croissance. Une fois encore, les revenus des seconds peuvent être supérieurs à leurs dépenses parce que les dépenses des premiers dépassent leurs revenus.

Dans cet épisode, les forces engendrées par les politiques nationales génèrent un transfert international d'épargne qui, au prix d'un important déséquilibre des paiements courants, atténue chez chacun les conséquences négatives de la politique qu'il mène. Les politiques fiscales restrictives mises en œuvre au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni permettent d'éviter l'apparition de tensions inflationnistes et une hausse des taux punitive aux États-Unis [Marris, 1985, p. 44] ; la politique fiscale expansive des États-Unis permet d'éviter de trop fortes pressions déflationnistes dans les pays qui rétablissent leurs équilibres

Graphique 3. Soldes courants au cours des années 1980



Sources : FMI, calculs des auteurs.

budgétaires. Ce transfert d'épargne n'aurait pu avoir lieu si des mécanismes financiers ne l'avaient rendu possible. Une évolution a joué ici un rôle essentiel : la libéralisation des mouvements de capitaux. À partir de la fin des années 1970, cette libéralisation, acquise pour les États-Unis et l'Allemagne, s'engage dans la plupart des autres pays industriels : le Royaume-Uni supprime tout contrôle des changes en octobre 1979, le Japon assouplit fortement le sien en décembre 1980, les autres pays développés suivront les uns après les autres. Un système financier international va ainsi, de fait, se constituer par *décloisonnement progressif des systèmes financiers nationaux*. Ces systèmes gardent chacun leurs caractéristiques propres et les niveaux des taux d'intérêt directs y restent fixés par les Banques centrales nationales. Mais les agents non financiers de chaque pays vont pouvoir désormais accéder librement aux marchés et aux intermédiaires financiers des autres et utiliser leurs monnaies pour placer et s'endetter. Les intermédiaires financiers des pays concernés pourront faire des prêts en monnaie nationale à des non-résidents et recevoir leurs dépôts : l'eurodollar va se transformer en un système d'intermédiation bancaire internationale multidevises (un euromark existait déjà, mais son développement avait été freiné par les autorités allemandes). La globalisation financière qui commence alors — et dont la libéralisation des mouvements internationaux de

capitaux n'est qu'une dimension — va profondément transformer la manière dont l'épargne peut circuler entre les nations. Et, dans un premier temps, elle va considérablement faciliter le financement du déficit courant américain du milieu des années 1980.

Dans les pays industrialisés, le développement économique soutenu de l'après-guerre a conduit à une accumulation de richesse financière par les ménages. Jusqu'à la fin des années 1970, les résidents de la plupart d'entre eux ne pouvaient placer cette richesse que dans leur espace financier national et en leur propre monnaie. La libéralisation des mouvements de capitaux va rendre possible une diversification, géographique et monétaire, de ces placements. Les marchés financiers des États-Unis étant beaucoup plus développés que ceux des autres pays, une importante demande de titres américains va s'exprimer et les États-Unis vont pouvoir financer une bonne part de leur déficit en vendant leurs obligations au reste du monde. Celles-ci trouvent d'autant plus facilement acquéreurs que les émetteurs américains — État ou entreprises — ont des signatures appréciées et que les taux d'intérêt de ces titres en dollars sont nettement plus élevés que ceux des titres de même qualité en marks ou en yens. Les transferts d'épargne du milieu des années 1980 sont loin toutefois d'être passés par ce seul canal. Si le Japon — qui dégage un excédent d'épargne — est effectivement acheteur net d'obligations, il n'en va pas de même de l'Allemagne qui vend plus d'obligations au reste du monde qu'elle ne lui en achète. Comment a-t-elle pu, malgré tout, mettre une partie de son épargne à la disposition des États-Unis ? Tout simplement parce que, par d'autres canaux — essentiellement des prêts bancaires à court terme —, elle a prêté des sommes plus importantes encore. L'un des traits caractéristiques du système financier international qui se met en place avec la libéralisation des mouvements de capitaux se manifeste ici : les transferts d'épargne ne passent plus forcément par un canal visible et identifiable. Ils sont le solde d'une circulation toujours plus complexe. Un pays peut désormais fort bien recevoir, sous telle ou telle forme, énormément de capitaux du reste du monde et n'en être pas moins exportateur d'épargne. Il suffira qu'il prête plus encore sous d'autres formes. La différence entre ces sorties et ces entrées — égale précisément à l'excédent de sa balance courante — mesure le montant d'épargne domestique mis à disposition du

reste du monde. La libéralisation financière a ouvert ainsi une multitude de canaux qui rendent les systèmes financiers nationaux interdépendants. Cette intégration a permis pendant les années 1980 au déficit d'épargne américain d'être financé, sans tensions ni dégâts majeurs, par les excédents du reste du monde. Certes, sur le plan monétaire, les choses ont été un peu plus mouvementées, le dollar connaissant d'abord une forte appréciation, puis une dépréciation qui, sans l'action concertée des autorités, aurait pu tourner à la crise. Il n'empêche : dans aucune des régions concernées, l'inflation ou la croissance n'ont connu d'évolutions préoccupantes pendant ces années¹ et, baisse du dollar aidant, le déséquilibre courant américain a fini par se réduire.

La libéralisation financière prématurée des pays émergents et les crises des années 1990

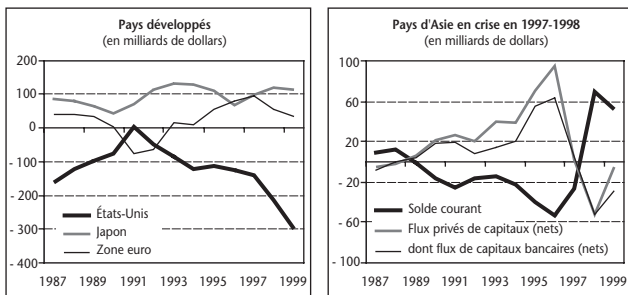
Une nouvelle phase de la libéralisation financière s'ouvre avec les années 1990 et une nouvelle configuration de déséquilibres financiers internationaux apparaît. Les régions émergentes vont y retrouver un rôle central. Les organisations internationales, fortement inspirées par l'idéologie du « consensus de Washington », les poussent à réduire les restrictions imposées aux mouvements de capitaux [Aglietta et Moatti, 2000]. Le décloisonnement engagé au Nord pendant la décennie précédente s'étend maintenant aux régions du Sud dont les systèmes financiers s'intègrent dans le réseau international. Par les voies ouvertes, des capitaux vont affluer, attirés par le dynamisme économique propre à ces régions et des perspectives de rendement intéressantes. La crise qui éclate en Asie en 1997 pour toucher ensuite la Russie et l'Amérique latine rappelle, au prix de dégâts à nouveau considérables pour ces régions, à quel point la seule libéralisation des mouvements de capitaux ne suffit pas à créer un véritable système financier international. Le cas des pays émergents d'Asie, qui ont été au cœur de cette crise, illustre les dangers liés à cet oubli.

1. Le maintien de taux bas au Japon, pour soutenir le dollar, va toutefois contribuer à la formation d'une bulle boursière et immobilière qui éclatera au début de la décennie suivante.

Dès le début des années 1990, ces pays voient effectivement des capitaux arriver sous forme d'investissements directs ou de portefeuille, mais aussi de prêts faits à leurs banques par celles du reste du monde. Leurs déficits courants ne vont pas d'emblée se creuser pour autant : une part non négligeable de ces entrées de capitaux augmente les réserves de changes de leurs autorités monétaires, une autre finance les sorties de capitaux de leurs résidents. Au milieu des années 1990, les choses changent. À l'autre bout du monde, les pays qui veulent entrer dans l'Union monétaire européenne réduisent rapidement leurs déficits publics. Ils libèrent ainsi un potentiel d'épargne dont une partie seulement va être employée dans leurs économies. La reprise de la croissance y reste hésitante et, jusqu'en 1997, la capacité de financement du secteur privé ne se réduit que lentement, plus lentement que les déficits publics. Un excédent d'épargne se forme : à peu près nul en 1994, l'excédent courant des pays européens atteint 100 milliards de dollars en 1997. Pour qu'il en aille ainsi, il aura fallu que ailleurs dans le monde des excédents se réduisent ou que des déficits se creusent. Or, pendant ces années, le déficit courant américain comme l'excédent japonais restent relativement stables, proches chacun de 100 milliards de dollars. Pour l'essentiel, l'augmentation du déficit courant des pays émergents d'Asie constitue la contrepartie de l'apparition de l'excédent européen. À partir de 1995, ces pays abandonnent en effet la prudence qui avait été la leur jusque-là et laissent leurs déficits se creuser (graphique 4). Pour la première fois depuis de longues décennies, un courant d'épargne significatif va ainsi aller du Nord vers le Sud. Les canaux qu'il va emprunter vont toutefois rapidement révéler leur fragilité.

Les prêts entre banques vont jouer un rôle central dans l'augmentation de l'endettement extérieur des pays d'Asie : en 1995 et 1996, ces prêts y représentent à peu près les deux tiers des entrées de capitaux. Ce canal peut sembler naturel : les banques domestiques sont en effet mieux placées pour connaître les besoins et la solvabilité des emprunteurs locaux, de ceux en tout cas dont la taille et la notoriété sont insuffisantes pour qu'ils puissent émettre sur les marchés. Si d'autres banques fournissent aux banques locales les ressources qui leur font défaut, le financement des petites entreprises s'en trouvera facilité. L'intégration des réseaux bancaires nationaux en un vaste réseau mondial permet alors à un trop-plein de ressources collectées dans les

Graphique 4. Soldes courants sur la période 1987-1999



Sources : FMI, IFI.

pays du Nord d'alimenter la distribution de crédit dans les régions du Sud. Encore aurait-il fallu, pour que les choses se terminent bien, que les canaux par lesquels passe cette circulation soient suffisamment solides.

Des prêts entre banques d'espaces monétaires différents impliquent en effet d'abord que l'une des parties prenne un risque de change. Empruntant en devises et prêtant en monnaie nationale, ce sont les banques asiatiques qui le prennent alors. Dans la mesure où les prêts reçus des banques occidentales sont des prêts à court terme et que ceux accordés pour financer les projets de leurs clients le sont à un terme dépassant en général l'année, les banques locales prennent également un risque de liquidité : si demain les prêts ne sont pas renouvelés, elles devront rendre les sommes empruntées sans pouvoir exiger d'être remboursées avant terme. Enfin, elles prennent aussi, comme toute banque, un risque de crédit : si demain leurs débiteurs font défaut, elles n'en auront pas moins à honorer leurs engagements. La connexion de réseaux bancaires émergents sur le réseau bancaire occidental va ainsi conduire, à partir du milieu des années 1990, à une concentration de risques dans les banques des pays asiatiques.

Or, une fois encore, personne n'a pour mission de veiller à ce que cette concentration ne soit pas excessive. Les autorités internationales vivent avec l'illusion que les banques occidentales ne

manqueront pas de s'assurer de la solidité des banques auxquelles elles prêtent. Or le souci d'un prêteur n'est pas de savoir si son débiteur prend des risques excessifs, mais si lui, prêteur, n'en prend pas trop. Tant que les prêts accordés ne représentent qu'une part raisonnable de leurs bilans, les banques occidentales n'ont aucune raison de limiter leur offre. Les banques émergentes que l'on a laissé ainsi prendre une masse importante de risques n'ont, quant à elles, ni les moyens ni la volonté de les apprécier correctement. Le maintien depuis plusieurs années d'une politique d'ancrage au dollar a conduit à atténuer leur perception du risque de change. Surtout, ces banques ne respectent pas les règles de prudence imposées aux banques occidentales et leur supervision par les autorités locales est assez lâche.

La seconde moitié des années 1990 commence ainsi dans l'euphorie. Une bonne part des prêts accordés en Asie alimente la spéculation immobilière et la mise en place de nouvelles capacités industrielles : croissance de la demande intérieure, hausse des prix immobiliers et des indices boursiers et distribution de crédit s'entraînent mutuellement. Jusqu'à ce qu'en 1997, le déficit courant ne cessant de se creuser, la crise éclate en Thaïlande. Dans les mois qui suivent, les pays d'Asie engagés dans la même voie sont touchés. Les banques ne renouvelant plus leurs prêts, ces pays doivent rembourser leurs dettes. L'aide du FMI va leur permettre de gagner un peu de temps. Mais ils n'ont ensuite guère le choix : rembourser veut dire rendre l'épargne reçue. Pour y parvenir, il leur faut passer d'un déficit courant à un excédent. De fortes dévaluations jointes à une contraction profonde de leur demande intérieure leur permettront d'y arriver en seulement quelques trimestres. Ils n'auraient pu le faire si, ailleurs dans l'économie mondiale, d'autres pays, au premier rang desquels les États-Unis, n'avaient alors absorbé l'épargne restituée en laissant leur déficit courant se creuser. Ainsi commencent à se mettre en place les forces sous-jacentes à l'actuel déséquilibre financier international.

II / Les ressorts des déséquilibres des années 2000

Au fil des décennies, un réseau de relations financières internationales s'est développé. Il permet aujourd'hui des transferts d'épargne d'une ampleur à nouveau comparable à ceux auxquels on avait assisté avant la Première Guerre mondiale. Mais la configuration des déséquilibres est originale, le cadre dans lequel ils se forment est différent et les déterminants des flux d'épargne entre nations ont, on va le voir, profondément changé. Les forces nées de la confrontation des politiques économiques et de l'hétérogénéité des systèmes financiers nationaux, qui hier n'existaient pas, dominent aujourd'hui. Hier, le sens des mouvements d'épargne était lié d'abord à la différence dans le développement industriel des pays ; aujourd'hui, il tient plus à celle de leur développement financier.

D'une globalisation à l'autre

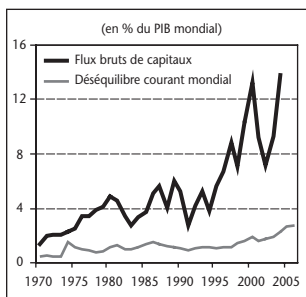
L'ordre monétaire sous-jacent à l'actuelle globalisation financière est très différent de celui d'avant la Première Guerre mondiale. La libéralisation des vingt-cinq dernières années a mis en relation des espaces monétaires qui restent distincts et gérés chacun par leur Banque centrale. À l'exception notable de la zone euro, il n'y a pas d'espace monétaire international intégré semblable à celui qui existait du temps de la « première globalisation ». L'étalon-or n'était en effet pas caractérisé seulement par la fixité des parités-or des différentes monnaies nationales. Il était marqué aussi par le rôle particulier de la Banque d'Angleterre dans le réglage de l'activité mondiale [Aglietta *et al.*, 1990].

Londres était au centre d'un réseau d'acceptation des traites commerciales tirées dans le monde entier pour financer le commerce international. La Banque d'Angleterre en dérivait une information sur la conjoncture mondiale qui lui donnait une place privilégiée dans le fonctionnement du système. Lorsque le commerce international — étroitement lié à l'activité industrielle — était en vive expansion, le volume des traites escomptées par les banques anglaises gonflait ; ces banques empruntaient alors sur le marché monétaire et poussaient assez vite la Banque d'Angleterre à monter son taux directeur. Pour ne pas voir de pression baissière peser sur leurs devises, les autres Banques centrales faisaient de même. La stabilité des changes conduisait ainsi à une coordination *de facto* des politiques monétaires des pays participants et à une relative unicité du cycle des affaires réglé par la Banque d'Angleterre. Si la conjoncture d'une économie s'écartait de celle des autres, sa Banque centrale n'en suivait pas moins les taux directeurs anglais. Tel était le prix que chacun était, en principe, prêt à payer pour la stabilité des changes. La différence avec l'organisation monétaire actuelle est totale [Obstfeld et Taylor, 2002] : comme hier, les mouvements de capitaux sont à nouveau libres, mais chaque pays mène une politique adaptée à la conjoncture de son économie, au prix éventuellement d'une dérive de son taux de change.

Les contrastes entre l'organisation financière de la première et de la deuxième globalisation — l'actuelle — sont tout aussi nets. L'existence d'un espace monétaire unifié par l'étalon-or s'accompagnait de celle de quelques grandes places financières situées dans les pays du cœur industriel de l'économie mondiale, là où l'épargne était abondante. Les emprunteurs des pays périphériques venaient sur ces places émettre des actions et des obligations — libellées dans les monnaies du centre ou assorties d'une clause-or — du moins tant que leur essor économique n'était pas suffisant pour qu'ils se dotent d'une place financière capable d'attirer directement chez eux l'épargne européenne [Flandreau et Sussman, 2002]. Une bonne part des mouvements internationaux de capitaux finançait ainsi directement le développement des infrastructures — minières, ferroviaires, urbaines — des régions émergentes de l'époque et, par ce biais, le déficit de leurs balances courantes. Les mouvements de capitaux bancaires avaient, quant à eux, un rôle réduit essentiellement au financement, à court terme, des opérations de commerce extérieur. *Les*

mouvements internationaux de capitaux étaient donc, pour, l'essentiel, le support de transferts d'épargne. À la veille de la guerre de 1914-1918, le stock total d'engagements internationaux accumulés était de 45 milliards de dollars (environ 20 % du PIB mondial) et la position créditrice *nette* des pays industrialisés du centre en représentait plus de la moitié [Schularick, 2005]. Fin 2005, le stock total des passifs accumulés était d'environ 50 000 milliards de dollars, soit plus d'une fois le PIB mondial, mais la somme des positions créditrices nettes était inférieure au dixième de ce montant. Ainsi, des mouvements de capitaux d'intensité cinq fois plus forte ont conduit au cours des dernières décennies à des transferts d'épargne de même intensité qu'avant 1914. Le graphique 5 en donne une autre illustration : depuis une vingtaine d'années, le rapport des flux financiers internationaux au PIB mondial n'a cessé de croître alors que celui des déficits courants à financer était, jusqu'à la fin des années 1990, remarquablement stable.

Graphique 5. Intensité du déséquilibre courant mondial et flux bruts de capitaux, 1970-2005



Le déséquilibre mondial est la demi-somme des valeurs absolues des soldes déficitaires et excédentaires ; les flux bruts de capitaux mondiaux sont calculés comme la demi-somme des entrées et sorties de capitaux (celles-ci comprenant les investissements directs, de portefeuille et les autres investissements).

Sources : Chelem, FMI.

Ce trait de l'actuelle globalisation financière est essentiel [Lane et Milesi-Ferretti, 2006] : pour une large part, le développement

accélééré des mouvements de capitaux a servi à assurer, non des transferts d'épargne, mais une circulation internationale des risques financiers. La libéralisation des mouvements de capitaux a permis aux ménages du Nord de diversifier leur richesse. Si des Américains achètent des actions européennes et des Européens des actions américaines, des flux de capitaux seront observés dans les deux sens. Ils pourront très bien ne conduire à aucun transfert *net* d'épargne. La libéralisation financière ne permet toutefois pas seulement une plus large diversification des portefeuilles, elle rend aussi possible un approfondissement de la « division internationale de la prise de risque financier » [Brender et Pisani, 2001]. Ainsi, les systèmes financiers des pays développés, en principe mieux gérés et surveillés que ceux des pays émergents, attireront normalement des capitaux en provenance de ces derniers. En même temps, les résidents des régions développées, plus riches, pouvant porter des risques que ceux des pays émergents ne peuvent prendre, des capitaux iront vers ces derniers, sous forme par exemple d'investissements de portefeuille. Là encore, on pourra observer des flux dans les deux sens, sans transfert net d'épargne. Ces flux traduiront simplement des complémentarités analogues à celles qui s'expriment dans le cadre de la division internationale du travail. Cette circulation internationale des risques rend toutefois celle de l'épargne plus difficile à suivre : les mêmes canaux servent indifféremment à l'une ou à l'autre.

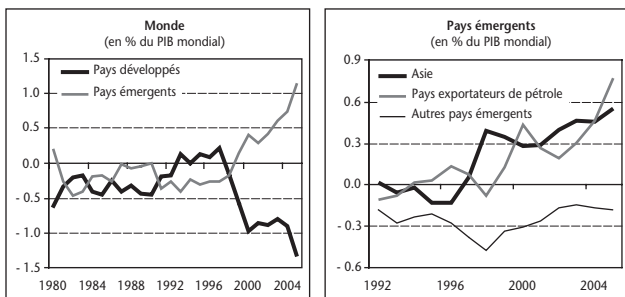
Un dernier trait distingue la globalisation actuelle de la précédente : la nature de la division internationale du travail entre régions développées et régions émergentes. Comme l'intégration financière, l'intégration commerciale est beaucoup plus forte aujourd'hui qu'hier. Et le commerce entre régions développées et émergentes reflète des spécialisations qui, plus encore qu'hier, font des échanges internationaux un des lieux où se joue le partage du revenu mondial. Bien sûr, on retrouve des régions périphériques avec lesquelles les pays du centre échangent, comme alors, des biens industriels contre des matières premières. Le développement général et rapide des besoins en matières premières a d'ailleurs permis récemment à cette périphérie « traditionnelle » d'enrayer le mouvement séculaire de détérioration de ses termes de l'échange. Depuis 2003, les prix de ses exportations ont crû particulièrement rapidement. L'évolution du prix du pétrole a ici été significative : il a presque triplé

entre 2003 et 2006. Et ce triplement, à la différence de ce qui s'était produit pendant les années 1970, n'est pas dû à une limitation de l'offre par le cartel des pays exportateurs, mais à une insuffisance des capacités disponibles pour satisfaire les progrès rapides de la demande. L'originalité de l'actuelle division internationale du travail est toutefois autre. À côté des pays périphériques dont la spécialisation est traditionnelle, d'autres ont émergé qui n'ont pas de matières premières à exporter et qui, loin d'être une terre d'immigration, comme les « émergents » de la première globalisation, disposent d'une population nombreuse. Cette dernière est même leur seul atout concurrentiel. Grâce à la faiblesse de leurs salaires, ces pays prennent pied dans la division internationale du travail en exportant des produits manufacturés à fort contenu en main-d'œuvre, des vêtements le plus souvent. Très vite toutefois, ils « remontent » la filière de production jusqu'aux stades plus intensifs en capital, puis passent à une autre filière dont l'aval est, à nouveau, relativement intensif en main-d'œuvre. Cette voie, parcourue avant-hier par le Japon et hier par la Corée, l'est aujourd'hui par la Chine. Les pays qui l'empruntent ont une spécialisation industrielle particulièrement dynamique, une épargne domestique abondante mais des systèmes financiers souvent frustes. La valeur de leur monnaie leur permet de régler leurs termes de l'échange pour faciliter le plein-emploi de leur économie et, pour y parvenir, ils n'hésitent pas à contrecarrer le libre jeu des marchés des changes.

Depuis la fin des années 1990, les flux d'épargne qui parcourent l'économie mondiale sont ainsi mis en mouvement par des forces très différentes de celles à l'œuvre lors de la première globalisation. La place « paradoxale » des pays émergents dans l'actuel déséquilibre des balances courantes apparaît clairement sur le graphique 6. Depuis 1998, leurs excédents n'ont cessé de croître. Au désajustement statistique près, le déficit des pays développés a fait de même. Au sein des pays émergents, une distinction s'impose toutefois entre pays d'Asie exportateurs de produits manufacturés, pays exportateurs de pétrole et pays traditionnellement emprunteurs. Ces derniers empruntent certes toujours mais, rapporté au PIB mondial, leur déficit est revenu à son niveau, modeste, du début des années 1990. Les pays d'Amérique latine, en particulier, ont tiré les leçons des crises financières passées et ont pris acte des dangers que font peser sur

eux les canaux financiers existants. La hausse du prix des matières premières aidant, ils ont adopté des stratégies plus prudentes. Les autres pays périphériques, quant à eux, sont devenus prêteurs structurels : les pays pétroliers comme les pays d'Asie émergente dégagent des excédents croissants dont le déficit des régions développées est la contrepartie. Pour que ce déficit se creuse, il a fallu toutefois, dans ces dernières, que des politiques poussent la demande intérieure à progresser plus rapidement que le revenu. Ce sont les forces sous-jacentes à cette nouvelle configuration des déséquilibres courants mondiaux que l'on va maintenant analyser.

Graphique 6. Soldes courants, 1980-2005



Les nouveaux pays industrialisés (NPI) d'Asie ont été classés dans les pays émergents.

Sources : FMI, calculs des auteurs.

Les effets de la capacité d'absorption limitée des pays pétroliers

Commençons par les forces liées aux hausses du prix du pétrole. Elles ont déjà joué, on l'a vu, pendant les années 1970. Leur effet déflationniste avait alors été largement contré par l'endettement des pays du Sud. Plus récemment, le contrepoint a été trouvé au sein des pays développés : leur déficit courant est, pour une part, le produit des mécanismes qui ont permis à

l'économie mondiale d'absorber, sans ralentissement marqué, le choc pétrolier du début de cette décennie.

Pour le montrer, considérons un monde à deux régions, les pays développés (indités d) et les pays pétroliers (indités p), où l'on n'utilise, pour simplifier, qu'une monnaie, celle des premiers. Le commerce entre eux est résumé par la part μ qu'a chacun dans la dépense D de l'autre. Ces parts étant données, sous forme de propensions à importer, les revenus de chaque région s'écrivent :

$$\begin{aligned} Y_d &= (1 - \mu_d) D_d + \mu_p D_p \\ Y_p &= (1 - \mu_p) D_p + \mu_d D_d \end{aligned}$$

Chaque pays est caractérisé par une propension δ à dépenser son revenu Y . Lorsque cette propension est supérieure à l'unité, les agents de la région dépensent plus que le total de leurs revenus (le produit intérieur brut) et la région a un déficit de sa balance courante. On a :

$$\begin{aligned} D_d &= \delta_d Y_d \\ D_p &= \delta_p Y_p \end{aligned}$$

Les propensions à dépenser sont supposées ici fonction décroissante du revenu : plus ce dernier s'élève, plus la part non dépensée augmente. Dans les pays développés, cette propension est également fonction d'autres variables : à niveau de revenu donné, une baisse des taux d'intérêt, par exemple, augmente la part dépensée du revenu. Les pays pétroliers ont, quant à eux, un comportement de dépense caractérisé par une capacité d'absorption limitée : si leurs revenus augmentent brutalement — parce que le prix du pétrole s'envole —, leurs dépenses ne peuvent suivre. Pour le prendre en compte simplement, on suppose que, au-delà d'un certain revenu, leurs dépenses n'augmentent plus et restent fixées à un montant \tilde{D}_p .

Partons d'une situation où l'activité dans les pays développés est à son niveau de plein-emploi \bar{Y}_d , où la dépense intérieure des pays pétroliers est à son niveau maximum \tilde{D}_p et où le prix du pétrole est tel que les échanges entre les deux régions sont équilibrés ($\mu_d \bar{Y}_d = \mu_p \tilde{D}_p$). Dans chaque région, la dépense est alors égale au revenu ($\delta_d = \delta_p = 1$). Que se passe-t-il si le prix du pétrole monte brutalement ? La part de la dépense des pays développés qui alimente le revenu des pays pétroliers augmente et devient $\mu_d + \Delta\mu_d$ (avec $\Delta\mu_d > 0$). Supposons, pour isoler l'origine de l'effet déflationniste qui se manifeste alors (il est lié, notons-le, non à la hausse du prix du pétrole, mais à la capacité d'absorption limitée des pays

pétroliers), que la propension à dépenser des régions développées reste inchangée. Leur revenu s'établit au niveau défini par :

$$Y_d = (1 - \mu_d - \Delta\mu_d) \delta_d Y_d + \mu_p \tilde{D}_p,$$

soit, si δ_d reste égal à 1 :

$$Y_d = \frac{\mu_p \tilde{D}_p}{\mu_d + \Delta\mu_d} < \tilde{Y}_d.$$

Ce niveau d'activité des pays développés est donc inférieur au précédent : *si leur propension à dépenser est inchangée, leur balance courante reste équilibrée, mais ils ne sont plus au plein-emploi.* À quelle condition pourraient-ils y revenir ? L'arithmétique livre une réponse claire : les agents des régions développées doivent s'endetter pour dépenser maintenant plus que leur revenu. Pour avoir, en effet, à nouveau $Y_d = \tilde{Y}_d$, il faut que leur propension à dépenser devienne :

$$\delta_d = \frac{1 - \mu_d}{1 - \mu_d - \Delta\mu_d} > 1.$$

Si la propension à dépenser des pays développés augmente jusqu'au niveau ainsi défini, le choc déflationniste sera absorbé. Ces pays resteront, dans ce cas, au plein-emploi... mais leur balance courante deviendra déficitaire. On voit ainsi comment un transfert d'épargne peut s'effectuer. Si la hausse des prix du pétrole porte les recettes des pays pétroliers au-delà de leur capacité d'absorption, ces pays deviennent *virtuellement* exportateurs d'épargne. Pour que cette virtualité devienne réalité, il faut toutefois que le reste du monde s'endette et dépense plus que son revenu. Les pays développés importeront alors l'épargne dont les pays pétroliers étaient potentiellement exportateurs.

La force engendrée par le choc pétrolier faisant baisser le revenu des régions développées, elle pousse, il est vrai, à la hausse leur propension à dépenser. Il n'y a aucune raison toutefois pour que, par elle-même, cette pression suffise à porter la propension δ_d au niveau requis pour ramener ces pays au plein-emploi. Pour y parvenir, il leur faudra mettre en œuvre des politiques économiques et disposer de systèmes financiers permettant aux agents prêts à s'endetter de le faire. La propension à dépenser δ résulte en effet du jeu de trois variables : la part s du revenu Y épargnée par les agents privés, celle i consacrée par eux à des dépenses d'investissement, et le poids g du déficit public. On a par définition :

$$\delta = 1 - s + i + g.$$

À l'évidence, la politique budgétaire peut jouer un rôle stabilisateur : en augmentant sa propension à dépenser son revenu, l'État augmente aussi, normalement, celle du pays. Face au premier choc pétrolier, on l'a vu, le recours à la politique budgétaire a été important, en Allemagne et au Japon en particulier. Les marges d'action budgétaires ne sont toutefois pas sans limites : si l'endettement public est déjà lourd, si les charges qui vont peser demain sur le budget sont préoccupantes, savoir jusqu'où l'État doit s'endetter pour maintenir aujourd'hui l'économie au plein-emploi mérite débat. D'autant que la politique monétaire peut, elle aussi, apporter sa contribution à l'ajustement recherché. Si les comportements d'épargne et d'investissement — résumés ici par les variables s et i — sont sensibles aux taux d'intérêt, une baisse des taux de la Banque centrale conduira normalement à augmenter la propension à dépenser $1 - s + i$ du secteur privé. Rien ici n'est toutefois automatique. Il faut d'abord qu'une telle baisse soit décidée. Si l'inflation est déjà élevée, les Banques centrales pourront hésiter à adopter une politique monétaire plus accommodante au moment même où la hausse du prix du pétrole menace d'aggraver encore la dérive des prix. Et même si, l'inflation n'étant pas inquiétante, une telle politique est bien adoptée, l'ajustement nécessaire n'est pas acquis pour autant : l'effet final de la baisse des taux directeurs dépendra de la nature des canaux de transmission en place.

Dans les économies financièrement avancées, ces canaux sont nombreux et divers. La valeur de la richesse financière des ménages peut être accrue par la baisse des taux. Des « effets de richesse » tendront alors à réduire le taux d'épargne s . Si l'endettement à taux variables est important, des effets de redistribution pourront jouer : une propension marginale à dépenser des débiteurs plus forte que celle des créanciers conduira à une hausse de la propension globale à dépenser. Là où le recours au crédit à la consommation est courant, l'augmentation des achats à crédit de biens durables fera également baisser s . La baisse des taux influera aussi sur le financement de l'investissement, de l'investissement résidentiel en particulier. L'investissement productif est, en effet, sensible surtout à l'évolution des profits des entreprises et de la demande qu'elles anticipent : si l'économie est confrontée à un choc déflationniste, ces deux variables seront affectées négativement et il est vain d'espérer qu'une baisse des

taux pousse immédiatement les entreprises à s'endetter pour investir. Un coût plus faible des crédits hypothécaires incitera en revanche normalement les ménages à emprunter, à long terme, pour financer l'acquisition d'une résidence principale ou secondaire. Une part importante des effets des baisses de taux sur la propension à dépenser des agents privés passe désormais par ce canal. La qualité de cette transmission dépend toutefois de la nature et de l'état des dispositifs financiers par lesquels est assurée, dans chaque pays, la distribution de ce type de crédits.

Cette hétérogénéité financière, au sein même des régions développées, la manière différente dont les Banques centrales mènent leur politique et la diversité des contraintes qui pèsent sur les politiques budgétaires font que, face à un même choc déflationniste, la nature et l'importance du surcroît d'endettement seront, dans chaque pays, différentes. L'endettement impliqué par le maintien au plein-emploi de l'ensemble qu'ils constituent a donc toutes chances d'être inégalement réparti entre eux : *la configuration des déséquilibres courants reflètera ces disparités.*

La réponse à la pression déflationniste des économies émergentes d'Asie

Le développement des pays d'Asie exportateurs de produits manufacturiers — dont la Chine est l'exemple le plus visible — crée pour l'économie mondiale un problème d'ajustement analogue à celui posé par les hausses de prix du pétrole. Comme les pays pétroliers, ces pays sont aussi des exportateurs potentiels d'épargne. Et, comme pour les pays pétroliers, ce potentiel ne peut se réaliser si le reste du monde n'accepte pas de s'endetter. Pour le montrer, on va rester dans le cadre décrit ci-dessus et raisonner à nouveau sur un monde à deux régions, les pays développés et les pays émergents d'Asie (indiqués *a*). Comme précédemment, on peut écrire la formation du revenu de chaque région en fonction des propensions à importer et des demandes intérieures :

$$Y_d = (1 - \mu_d) D_d + \frac{1}{e} \mu_a D_a$$

$$Y_a = (1 - \mu_a) D_a + e \mu_d D_d$$

Chaque région utilise cette fois sa propre monnaie et les parts μ sont fonction du change e qui permet de passer de l'une à l'autre. Lorsque e augmente, la monnaie des pays développés s'apprécie, leur propension à importer μ_d augmente et μ_a , propension à importer des pays d'Asie, diminue. Ces parts étant définies dans la dépense en monnaie nationale, les importations de chaque région doivent être converties dans la monnaie de l'autre pour donner la valeur des exportations. Comme plus haut, la demande D est, dans chaque région, liée au revenu par une propension à dépenser δ , fonction décroissante du revenu :

$$D_d = \delta_d Y_d$$

$$D_a = \delta_a Y_a$$

Il devient maintenant pertinent de définir, pour les deux régions, un niveau d'activité de « plein-emploi » \bar{Y} . À la différence des pays pétroliers, les pays émergents d'Asie ont des populations nombreuses et largement sous-employées : \bar{Y}_a désignera, non pas un niveau d'activité de plein-emploi à proprement parler, mais celui correspondant au niveau d'emploi recherché par les autorités. On va supposer — on y reviendra au chapitre III — que les comportements d'épargne, les mécanismes financiers et les politiques économiques dans ces régions sont tels que, sauf à rester sensiblement sous ce niveau de « plein-emploi », la propension à dépenser le revenu δ_a est toujours inférieure à l'unité. Si ces économies sont au plein-emploi, leurs agents ne dépenseront donc pas la totalité du revenu \bar{Y}_a qui s'y forme.

Les économies émergentes d'Asie ont, en effet, elles aussi des capacités d'absorption limitées. À l'instar du Japon, elles sont profondément déséquilibrées : un surdéveloppement industriel y contraste avec un sous-développement financier. Avec des conséquences d'autant plus grandes que les taux d'épargne y sont élevés. Cette conjonction explique, pour une bonne part, la contrainte qui affecte leur propension à dépenser. Cette propension δ est, comme on vient de le voir, la différence entre une propension à investir i et une propension à épargner s (on omet ici, pour simplifier, le rôle particulier du gouvernement et de son déficit). Supposons les ménages seuls à épargner et l'investissement entièrement financé par des emprunts auprès du système financier. La capacité de ce système à remplir sa fonction d'intermédiation n'est pas illimitée. Investir implique une prise de risques et prêter à quelqu'un qui investit conduit à en porter une

Propension à dépenser et capacité de prise de risque d'investissement

Comment le niveau d'activité d'une économie est-il lié à ses structures financières et aux risques financiers que ses ménages sont prêts à prendre ? Pour répondre à cette question, on se placera dans le cadre simple d'une économie fermée comprenant trois agents : les entreprises sont seules à investir, les ménages fournissent l'épargne, les banques la collectent et la prêtent aux entreprises. La taille des bilans des entreprises et des banques est contrainte par le montant de leurs fonds propres. Pour assumer les risques de la mise en œuvre de leurs investissements, les entreprises non financières doivent disposer d'un surcroît de capitaux propres représentant une part $\frac{1}{\alpha}$ de ces investissements ; les

banques ont, quant à elles, besoin de capitaux propres représentant une part $\frac{1}{\beta}$ de leur actif. Le total des émissions d'actions est donné par le montant supplémentaire φY de « risque action » que les ménages acceptent de prendre (i.e. de capitaux propres qu'ils acceptent de fournir). Les comptes financiers de nos trois agents sont les suivants :

Entreprises non financières		Banques		Ménages	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
I	Δcap_A Δemp	Δemp	Δcap_B Δdep	φY Δdep	sY

I : investissement.

Δcap_A : variation des fonds propres des entreprises.

Δcap_B : variation des fonds propres des banques.

Δemp : emprunts des entreprises (prêts des banques).

Δdep : variation des dépôts des ménages.

φY : montant des émissions d'actions.

sY : épargne des ménages.

Quel est le niveau d'activité atteignable compte tenu de la propension à épargner s des ménages et de leur propension φ à prendre du « risque action » ? Au plein-emploi, le montant de risque action supplémentaire que les ménages sont prêts à prendre est donné par $\varphi \bar{Y} = \Delta cap_A + \Delta cap_B$. Il est facile de montrer qu'il existe une allocation optimale des capitaux propres¹ entre les banques et les

entreprises définie par : $\frac{\Delta cap_A}{\Delta cap_B} = \frac{\beta}{\alpha - 1}$. Si cette allocation optimale est respectée,

l'investissement maximal sera : $\bar{I} = \frac{\alpha\beta}{\alpha + \beta - 1} \varphi \bar{Y}$. Dans ce cadre, $\frac{\alpha\beta}{\alpha + \beta - 1} \varphi$ définit la capacité r de prise de risque d'investissement de notre économie. Rien ne garantit toutefois que cette capacité soit précisément égale à la propension à épargner s . Si r est supérieur à s , l'investissement possible est contraint par l'épargne disponible : un taux d'épargne plus élevé aurait permis un taux d'investissement supérieur. Si r est inférieur à s , l'économie est contrainte par sa capacité de prise de risque d'investissement : son niveau d'activité sera alors inférieur au

plein-emploi parce que ses structures financières ne lui permettent pas d'utiliser pleinement son potentiel d'épargne.

1. Le montant maximal d'investissement que les entreprises non financières peuvent réaliser ne peut dépasser $\alpha \Delta cap_A$. Cette contrainte ne pourra toutefois être saturée qu'avec des prêts de montant $(\alpha - 1) \Delta cap_A$. Pour accorder des prêts d'un tel montant, les banques doivent augmenter leurs capitaux propres d'un montant au moins égal à $\frac{(\alpha - 1)}{\beta} \Delta cap_A$.

partie. L'aversion pour le risque de ceux qui épargnent, les mécanismes existants de redistribution des risques, les capitaux propres accumulés par les intermédiaires financiers pour prendre des risques, leur aptitude à les gérer contribuent à déterminer la capacité de prise de risque d'investissement d'une économie (voir encadré ci-dessus). Si cette capacité r est inférieure à la capacité d'épargne de l'économie, l'épargne potentielle ne pourra être investie sans prise excessive de risque. On aura, si les comportements restent prudents, $s > r \geq i$ et donc $\delta < 1$. *Une forte aversion au risque des épargnants, combinée à un sous-développement financier, limite la capacité de prise de risque d'investissement d'une économie et implique qu'au plein-emploi la propension à dépenser y est inférieure à l'unité.* L'État peut, bien sûr, explicitement ou implicitement, décharger les agents privés d'une partie de ces risques « excédentaires », encore faut-il ensuite qu'il en assume la charge !

La limite liée à cette capacité de prise de risque n'est pas seule à pouvoir empêcher le taux d'investissement d'égaliser, sans danger, le taux d'épargne. Si celui-ci est très élevé, financer des investissements productifs à hauteur du total de l'épargne disponible conduira à accumuler du capital à un rythme insoutenable. Ce danger peut être écarté si l'épargne est, en partie, affectée à des usages non directement productifs : le financement de l'investissement résidentiel ou de l'investissement public. Le premier suppose toutefois l'existence d'une organisation financière développée, rarement présente dans les économies émergentes d'Asie. Le second passe par une politique délibérée des autorités. Là aussi, la capacité à concevoir et à mener à bien ce type d'investissements fixe une limite au rôle qu'il peut jouer dans le réglage du niveau de l'activité économique.

Que se passe-t-il si les différentes contraintes évoquées empêchent effectivement ces économies d'investir chez elles la totalité de l'épargne qui s'y dégagerait au plein-emploi ? Elles ne pourront atteindre ce plein-emploi qu'à condition d'exporter leur excédent d'épargne. Comme dans le cas des pays pétroliers, elles n'y parviendront que si le reste du monde accepte de s'endetter. Pour les y pousser, les régions émergentes exportatrices de produits manufacturés disposent d'un levier : la sous-évaluation de leur taux de change. En l'utilisant, elles peuvent provoquer une réaction des régions développées qui permettra finalement aux deux régions d'être au plein-emploi au prix d'un déséquilibre accru des balances courantes.

Pour préciser cet enchaînement, commençons par définir un taux de change de référence \bar{e} : ce taux est celui qui assurerait l'équilibre des échanges courants entre les deux régions, *chacune étant supposée dépenser son revenu de plein-emploi*. Par définition, on a donc $\mu_a(\bar{e})$ et $\mu_d(\bar{e})$, propensions à importer associées au taux de change de référence, telles que :

$$\mu_a(\bar{e}) \bar{Y}_a = \bar{e} \mu_d(\bar{e}) \bar{Y}_d.$$

Le taux \bar{e} , que l'on pourrait être tenté d'appeler taux de change d'équilibre, est une référence très virtuelle. Dire que la balance courante des régions émergentes d'Asie est équilibrée veut dire, en effet, que ces pays dépensent exactement leur revenu. Or, on l'a vu, au plein-emploi, leur propension à dépenser δ_a est inférieure à l'unité. Que se passe-t-il alors si le taux de change de référence prévaut et que les régions développées dépensent leur revenu de plein-emploi ? Compte tenu de la définition de \bar{e} , le niveau d'activité de la région émergente est déterminé par la relation :

$$Y_a = (1 - \mu_a(\bar{e})) \delta_a Y_a + \mu_a(\bar{e}) \bar{Y}_a.$$

Si δ_a est inférieur à l'unité, on vérifie que Y_a ne peut être qu'inférieur à \bar{Y}_a . *Si la dépense des pays développés est égale à leur revenu de plein-emploi, la demande qui, au taux de change de référence, s'adresse aux pays émergents est insuffisante pour leur permettre d'atteindre le plein-emploi.*

Il peut en aller différemment si ces pays arrivent à faire baisser le change sous ce niveau de référence. Partons à nouveau de la situation où les pays développés dépensent leur revenu de plein-emploi. Que se passe-t-il si le cours de la monnaie des pays d'Asie se déprécie par rapport au niveau de référence et passe de \bar{e} à $\bar{e} + \Delta e$? Cette baisse déforme en leur faveur les parts

de marché et une partie accrue de la demande mondiale va maintenant leur être adressée. Si $\Delta e > 0$, on a, en effet, on l'a vu, $\mu_d(\bar{e} + \Delta e) > \mu_d(\bar{e})$ et $\mu_a(\bar{e} + \Delta e) < \mu_a(\bar{e})$. Ce surcroît de demande fait progresser l'activité dans les pays d'Asie et la rapproche du niveau \bar{Y}_a recherché. Supposons que Δe s'élève jusqu'à ce que ces pays atteignent effectivement ce niveau \bar{Y}_a . Si les régions développées dépendent leur revenu de plein-emploi, leur niveau d'activité sera :

$$Y_d = (1 - \mu_d(\bar{e} + \Delta e)) \bar{Y}_d + \frac{1}{\bar{e} + \Delta e} \mu_a(\bar{e} + \Delta e) \delta_a \bar{Y}_a.$$

Ce niveau d'activité Y_d est, on le vérifie, forcément inférieur à \bar{Y}_d : les parts de marchés gagnées par les uns ont été perdues par les autres et les régions développées ne peuvent plus être au plein-emploi. Si ces régions ont des marges de manœuvre de politique économique et disposent de systèmes financiers efficaces — et dont les capacités de prise de risque ne sont pas saturées —, elles pourront toutefois répondre à la « sous-évaluation » du change des pays asiatiques en augmentant leur propension à dépenser. Elles retrouveront alors le plein-emploi avec une propension à dépenser supérieure à l'unité et donc un déficit courant.

On voit ainsi la possibilité ouverte par l'intégration financière internationale lorsqu'elle se double d'une intégration commerciale. Elle permet à des pays de connaître un développement rapide, malgré leur faiblesse financière, pourvu bien sûr qu'ils parviennent à maintenir une certaine sous-évaluation de leur monnaie et à satisfaire le surcroît de demande que cette sous-évaluation leur apporte. Pour un pays comme la Chine, le « bon » taux de change est alors celui qui y assure le plein-emploi malgré une propension à dépenser le revenu structurellement trop faible ($\delta_a < 1$). Ce plein-emploi sera toutefois impossible si la propension à dépenser le revenu des régions développées ne devient pas, par symétrie, plus forte ($\delta_a > 1$). Pour que les uns puissent exporter de l'épargne, il faut que les autres en importent ! La complémentarité qui s'établit ainsi entre régions émergentes et régions développées est loin toutefois d'être naturelle comme le suggèrent les tenants de la thèse d'un « nouveau Bretton Woods » [Dooley *et al.*, 2003].

Un nouveau mercantilisme

L'actuelle configuration des déséquilibres courants internationaux implique ainsi d'importants transferts d'épargne vers les régions les plus développées. Cette orientation des flux d'épargne résulte, pour une part, de l'absence de canaux financiers permettant d'acheminer des capitaux vers les régions qui en manquent le plus. À défaut, le contrepoids aux forces déflationnistes nées de la hausse des prix du pétrole a été trouvé dans l'endettement de pays dotés de systèmes financiers modernes et décidés, face à de telles forces, à mener des politiques visant au maintien du plein-emploi. Depuis la fin des années 1990, leur endettement permettait déjà de contrer la force récessive née du besoin pour les économies d'Asie émergentes d'accumuler des excédents courants. Le « mercantilisme » de ces dernières, comme celui pratiqué au XVII^e siècle en Europe, est souvent l'objet d'interrogations. En quoi une intervention publique destinée à favoriser les exportations d'un pays et freiner ses importations peut-elle contribuer à faciliter son développement ? En quoi aller à l'encontre de la division internationale du travail pour fournir plus au reste du monde et en recevoir moins peut-il avoir des effets bénéfiques ?

En s'interrogeant ainsi, on oublie que les économies émergentes d'Asie sont, comme les économies européennes à la veille du développement des premières manufactures, des économies *monétaires*. La croissance de l'activité y est contrainte par celle de la quantité de monnaie disponible pour assurer le déroulement des transactions. Hier, cette monnaie était métallique et, pour les pays dépourvus de mines, l'accroissement requis de la masse monétaire domestique ne pouvait se faire qu'en accumulant des excédents courants sur l'extérieur. Ceux qui, au nord de la péninsule ibérique, mirent en œuvre un mercantilisme résolu ont eu une intuition judicieuse : les entrées d'or procurées par ces excédents étaient une condition de l'expansion de leur industrie. Les gains que la France ou l'Angleterre en ont alors tirés sont sans commune mesure avec l'épargne cédée pour obtenir l'or de l'Espagne : le supplément de production manufacturière, rendu possible chez les premiers par l'accroissement de masse monétaire résultant de leurs excédents courants, était en effet un multiple élevé du montant de l'épargne transférée. Aujourd'hui, la création monétaire ne se fait plus dans des

mines, mais dans des banques. Distribuer des crédits — et veiller à leur remboursement ! —, régler cette distribution pour permettre, sans inflation, une croissance la plus élevée possible passe par des institutions dont beaucoup des économies de la planète sont encore démunies. Les pays d'Asie, en exportant une fraction de leur épargne, tirent parti des institutions existant dans le reste du monde : ils permettent à des crédits distribués ailleurs d'être la contrepartie de dépôts qui se forment chez eux. Ils desserrent ainsi la contrainte qui pèserait sinon sur leur développement. Là encore, le gain qu'ils en retirent est sans commune mesure avec le montant de l'épargne transférée. Une baisse profonde de leur activité serait en effet nécessaire pour réduire leur épargne, jusqu'à ce qu'elle s'ajuste à l'investissement qu'ils peuvent raisonnablement effectuer dans leur économie. Seule une telle baisse d'activité pourrait faire que, leur propension à dépenser cessant d'être inférieure à l'unité, leurs excédents courants se résorbent. Ceci impliquerait toutefois une croissance nettement plus faible que celle qu'ils ont actuellement grâce à la relative sous-évaluation de leur monnaie.

Si l'on prend en compte l'ensemble des dimensions de l'actuelle globalisation, l'aspect paradoxal de la configuration des déséquilibres financiers observés depuis le début des années 2000 s'estompe largement [Macfarlane, 2005]. En adoptant une démarche très différente, Caballero *et al.* [2006] arrivent à la même conclusion : le développement financier inégal des grandes régions aujourd'hui intégrées dans l'économie mondiale a des conséquences décisives sur la configuration des soldes courants. Un sous-développement financier de régions à fort potentiel de croissance et d'épargne conduit à un équilibre dans lequel elles accumulent durablement des excédents sur celles dont le potentiel de croissance est plus faible, mais le développement financier plus avancé. Leur analyse établit les caractéristiques de cet équilibre et la nature des forces qui, en théorie, y conduisent. Elle ne dit rien toutefois des mécanismes financiers ni des politiques économiques au travers desquelles ces forces s'exercent, pas plus qu'elle ne décrit comment, dans la réalité, se manifeste le sous-développement financier des régions émergentes. Les deux chapitres qui suivent voudraient éclairer ces aspects de l'actuel déséquilibre financier international.

III / La faiblesse financière des économies d'Asie

En 2005, les États-Unis ont emprunté plus de 800 milliards de dollars, contre à peine plus de 100 milliards dix ans plus tôt. Qui leur prêtait ? Le Japon dégageait, cette même année, un excédent de 160 milliards de dollars, l'Asie émergente de 240 milliards et les pays exportateurs de pétrole de 350 milliards. Le présent chapitre prolonge les analyses précédentes en précisant les mécanismes qui ont conduit ces régions à exporter de tels montants d'épargne.

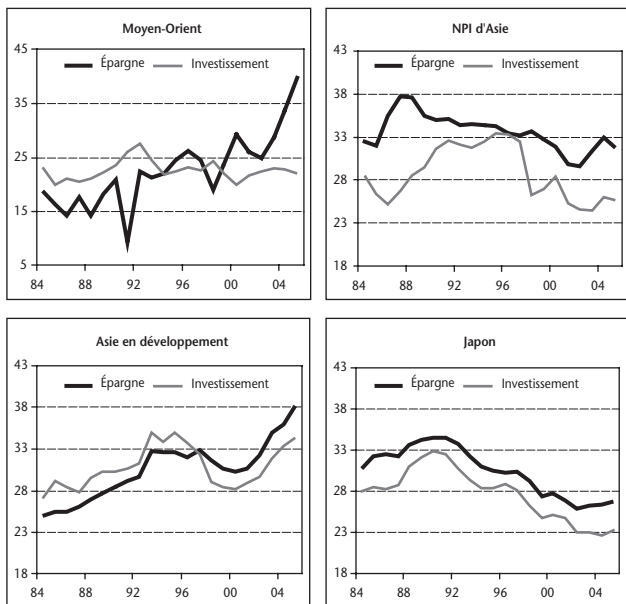
Le niveau élevé de leurs taux d'épargne doit d'emblée être souligné : en 2005, rapportés au PIB, ils allaient de 27 % pour le Japon à près de 40 % pour les pays du Moyen-Orient, alors qu'ils n'étaient que de 20 % en Allemagne comme en France et de seulement 14 % au Royaume-Uni et aux États-Unis. Le cas des pays du Moyen-Orient est bien sûr particulier : l'abondance d'épargne s'y explique par la hausse du prix du pétrole. À partir de 1999, puis surtout de 2002, leur taux d'épargne est monté continûment, leur taux d'investissement restant, lui, très proche de son niveau du milieu des années 1990 (graphique 7). On retrouve ici, sous sa forme la plus simple, la contrainte évoquée au chapitre précédent : la hausse du prix du pétrole a poussé les recettes des moins peuplés de ces pays au-delà de leur capacité d'absorption et rendu la région fortement exportatrice d'épargne. Les mécanismes qui ont conduit les pays d'Asie à accumuler des surplus extérieurs sont plus complexes et l'essentiel du chapitre va leur être consacré.

L'existence d'un surplus d'épargne est, depuis quelques années, un de leurs traits communs. Cet excédent est loin, certes, de s'être formé partout de la même façon. Celui qui

apparaît à partir de 1999 dans les nouveaux pays industrialisés (NPI) d'Asie s'explique non par une remontée de leur taux d'épargne, mais par une baisse de leur taux d'investissement. En forte hausse entre 1986 et 1996, leur investissement s'est contracté brutalement pendant la crise de 1997-1998 : sa part dans le PIB a chuté de près de 10 points, tombant à 24,5 % en 2003, et n'est que légèrement remontée ensuite. Leur taux d'épargne s'étant à peine réduit sur la période, ces pays dégagent, depuis lors, un excédent annuel de plus de 80 milliards de dollars. La situation des pays d'Asie en développement, dominée par la Chine, est assez semblable : la crise asiatique y a entraîné une baisse significative du taux d'investissement. À partir de 2000 toutefois, les taux d'épargne et d'investissement sont montés fortement : le premier augmentant plus vite que le second, la région est devenue un pourvoyeur grandissant d'épargne. Le cas du Japon, enfin, est différent : pendant les années 1990, le ralentissement de la croissance et le vieillissement de la population se sont accompagnés d'une baisse parallèle des taux d'investissement et d'épargne. Rapporté au PIB, l'excédent courant est resté inchangé (compris entre 2 % et 3 % du PIB), avant de croître à nouveau à partir de 2002 pour approcher 4 % en 2005.

Au-delà de ces différences dans l'évolution récente de leurs taux d'épargne et d'investissement, ces pays partagent les caractéristiques communes évoquées au chapitre précédent : l'abondance d'épargne domestique y est associée à un relatif sous-développement financier. La priorité donnée au développement industriel a conduit, partout, à ne laisser aux ménages qu'une place relativement restreinte dans la circulation financière. Le système bancaire, sollicité bien au-delà de sa capacité à porter des risques, s'en est trouvé fragilisé. Au Japon comme en Corée, dans la conjoncture particulière du début des années 2000, la fragilité des dispositifs de gestion de la demande est apparue : peser sur le change est devenu le seul levier de la politique économique. Dotée d'un système financier fruste et confrontée à des forces déflationnistes structurelles, la Chine a été amenée, elle, à l'utiliser durablement.

Graphique 7. Épargne et investissement des régions à excédent d'épargne, 1984-2005
(en % du PIB de la région)



Source : FMI.

La place réduite des ménages dans la circulation financière

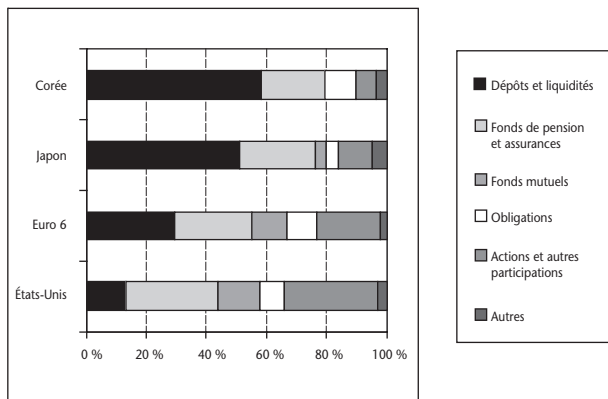
L'abondance d'épargne des pays d'Asie est loin d'être due aux seuls ménages. Les entreprises fournissaient, en 2005, près de 80 % de l'épargne nationale au Japon et environ la moitié en Corée ou en Chine. Dans ces deux derniers pays, l'épargne publique était également importante au regard de celle des principaux pays de l'OCDE. Si les taux d'épargne des ménages ont longtemps été très élevés — au début des années 1990, ils

atteignaient 15 % au Japon, 25 % en Corée et dépassait 30 % en Chine —, leurs niveaux actuels sont proches au Japon comme en Corée de ceux observés dans les pays développés occidentaux. Seule la Chine garde un taux très supérieur. Après déduction de leurs dépenses d'investissement, les ménages restent néanmoins le plus souvent, dans les trois pays évoqués, le principal pourvoyeur net d'épargne. La spécificité de ces trois pays réside toutefois autant dans cette pérennité de la capacité de financement des ménages que dans la structure de leurs placements. Celle-ci diffère notablement de celle des ménages européens ou américains : la part des dépôts y est beaucoup plus importante ; celle des actifs risqués (les actions notamment), nettement plus faible (graphique 8). Cette structure particulière des placements des ménages d'Asie reflète une distribution relativement moins inégalitaire de la richesse et donc aussi une propension à prendre des risques plus faible qu'aux États-Unis ou en Europe. Au début des années 2000, les 10 % de ménages les plus riches détenaient ainsi quelque 40 % de la richesse totale au Japon, en Corée ou en Chine, contre 45 % en Allemagne, 61 % en France et 70 % aux États-Unis [Davies *et al.*, 2006]. Or, sur les pays développés pour lesquels ces données sont disponibles, on constate une corrélation négative entre part des dépôts dans les actifs financiers des ménages et inégalité de la distribution de la richesse. La part élevée des placements peu risqués dans les actifs des ménages japonais, coréens ou chinois comme leur importante capacité de financement trouvent aussi leur origine, on va le voir maintenant, dans les politiques menées pour accélérer le développement — ou la reconstruction — de ces économies.

Au Japon, le poids dans les placements des ménages des actifs « sans risque » a souvent été souligné. Il s'explique d'abord par les incitations mises en place après guerre pour favoriser l'effort d'investissement industriel. En 1963, le gouvernement a exempté d'impôt sur le revenu les intérêts perçus sur les dépôts de faibles montants. Ce système, connu sous le nom de *maruyū*, a fonctionné pendant plusieurs décennies. Au milieu des années 1960, les dépôts bancaires représentaient ainsi plus de 50 % des placements des ménages, l'épargne postale environ 10 %, et l'assurance-vie quelque 12 %, soit un total de placements normalement peu ou pas risqués approchant les trois quarts de leurs actifs financiers. Mais la fiscalité favorable ne peut à elle seule expliquer ce comportement des ménages japonais : lorsque le

Graphique 8. Comparaison de la structure de l'actif financier des ménages, 2005

(en % du total)



L'Euro 6 comprend l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas et la Belgique.

Sources : Banques centrales nationales.

système d'incitation est abandonné, au milieu des années 1980, l'épargne reste tournée vers les produits les moins risqués. Pendant les années 1990, la chute de la Bourse comme des prix immobiliers n'incite guère les ménages à revenir sur cette prudence : à la fin des années 1990, les dépôts et les réserves d'assurance et de fonds de pension constituent toujours l'essentiel de leurs placements. Après 2000, avec la baisse des taux d'intérêt et le retrait partiel, en avril 2002, de la garantie sur les dépôts à terme et d'épargne, la part des dépôts à vue monte même continûment. Les ménages achèteront certes un peu plus de titres publics à partir de 2003, mais toujours ni d'actions ni même d'obligations d'entreprises. Au total, début 2006, leur actif financier est encore constitué à près de 80 % de créances peu ou pas risquées.

La structure de placements des ménages coréens est proche de celle des ménages japonais avec une part des dépôts plus importante encore ! Le sous-développement du crédit aux ménages et,

en particulier, du crédit hypothécaire en est pour une part responsable. Joint aux insuffisances des mécanismes de couverture sociale — la mise en place d'un véritable premier pilier du système de retraite date de 1988 —, il explique aussi largement le niveau élevé du taux d'épargne jusqu'à la fin des années 1990. Pour favoriser la reconstruction de l'industrie après le conflit en Corée, le gouvernement a en effet restreint le développement du marché hypothécaire. En fixant notamment les taux d'intérêt pour les prêts aux entreprises à un niveau très bas, il a amené les banques à demander, en « compensation », des intérêts élevés sur les crédits aux ménages. Un système de location très particulier — connu sous le nom de *chonsei* — s'est alors mis en place et reste aujourd'hui encore très répandu. À la place d'un loyer, le locataire verse au propriétaire un dépôt compris entre 40 % et 80 % de la valeur du logement. Pendant la durée de la location, le propriétaire a l'usufruit de ce dépôt qui sera restitué au locataire au terme du contrat. Grâce à ce système, les propriétaires ont pu avoir accès à un crédit bon marché, tandis que les locataires, qui n'avaient pas les moyens d'acheter un appartement, sont parvenus à se loger. Au début des années 2000, ces dépôts représentaient encore 40 % du PIB [Cho, 2005]. Cette difficulté d'accès au crédit — en 1997, la dette hypothécaire représente moins de 12 % du PIB coréen — a bien sûr encouragé les ménages à épargner davantage. Après la crise de 1998, le marché du crédit s'est peu à peu transformé : une agence de titrisation (Korea Mortgage Corporation), chargée de favoriser le développement de prêts au logement, a été créée. Mais, pendant plusieurs années, les conditions vont rester peu attrayantes : le montant moyen emprunté demeure en général faible par rapport à la valeur des logements (entre 30 % et 40 %, contre 80 % aux États-Unis), les crédits sont à taux variables et leur échéance est courte. Les risques de l'opération reposent donc entièrement sur les ménages (il faudra attendre 2004 pour qu'un véritable marché hypothécaire voie le jour avec la création d'une nouvelle agence de titrisation, la Korea Housing Finance Corporation, chargée notamment de développer des prêts à taux fixe et à long terme).

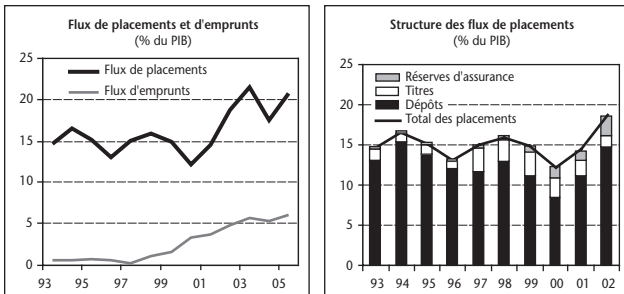
Des pays étudiés, la Chine est le seul où les ménages ont encore un taux d'épargne extrêmement élevé. Les raisons en sont multiples [Kuijs, 2006]. Les infrastructures sociales sont peu développées : seules les entreprises d'État — dont le poids ne

cesse de décliner — fournissent des prestations de santé, de retraite ou d'éducation à leurs employés. Le niveau de l'épargne de précaution a donc de bonnes raisons d'être important. De plus, l'accès des ménages au crédit étant très limité — jusqu'à la fin des années 1990, leurs emprunts ont été quasi nuls (graphique 9) —, les évolutions démographiques ont conduit à une forte épargne [Chamon et Prasad, 2005]. Par ailleurs, la façon dont l'État a opéré le transfert de propriété des logements a contribué à la constitution d'une épargne « forcée ». Dans le système d'économie planifiée, le logement était en effet fourni par l'État ou les entreprises publiques, les employés payant des loyers très faibles (environ 1 % de leurs salaires). Pour favoriser l'accès à la propriété, le gouvernement crée, en 1991, un fonds (Housing Provident Fund), alimenté initialement par des hausses de salaires accordées aux employés du secteur public et versées sur un compte d'épargne à la Banque de construction de Chine. Les contributions des employés sont abondées à part égale par l'employeur. La participation des employeurs n'étant pas obligatoire dans le secteur privé, les salariés du secteur public sont les principaux bénéficiaires de ce programme. L'épargne ainsi constituée peut être utilisée soit pour acheter un logement, soit pour en construire un, soit enfin pour l'amélioration de l'habitat : une fois le montant accumulé suffisant, le Housing Provident Fund fournit à ses clients des prêts à taux bonifiés. Par nature, le système exclut tous ceux qui sont au chômage ou employés informellement. Surtout, nombre de membres du programme ne se qualifieront jamais pour l'obtention d'un prêt : ils auront donc été contraints d'épargner sous une forme mal rémunérée et auront de fait subventionné ceux, plus aisés, qui auront pu accéder aux prêts à taux bonifiés. Des réformes ont, peu à peu, incité parallèlement les banques à développer le crédit hypothécaire (en 1996, la promulgation de la *Guaranty Law* a permis l'utilisation des logements comme collatéral des prêts). Les prêts immobiliers ont alors connu une croissance rapide. En 2005, leur encours restait encore inférieur à 10 points de PIB et représentait moins du quart des prêts à moyen et long terme des banques.

La structure des placements des ménages chinois est le reflet d'un système largement intermédié, dominé par les dépôts bancaires. Le gouvernement a certes émis son premier titre obligataire en 1981 mais, jusqu'en 1994, il s'est financé par emprunt

auprès de la Banque centrale. Le marché des obligations publiques ne s'est donc développé qu'à partir de 1994, date à laquelle le gouvernement n'a plus eu le droit d'emprunter directement auprès de la Banque centrale. Fin 2005, la taille de la dette publique demeurait encore très faible (25 % du PIB) au regard de celle des dépôts bancaires (160 % du PIB). Le marché des obligations privées était embryonnaire et, malgré un développement plus rapide, le marché boursier était peu important : seul un petit nombre d'entreprises avaient le droit d'être cotées et environ les deux tiers des titres étaient détenus par l'État et ne pouvaient être cédés. Si la part des titres et des réserves d'assurance dans les placements des ménages a un peu augmenté depuis le milieu des années 1990, les dépôts restent prépondérants, alors même que les rémunérations offertes sont peu attractives, souvent inférieures à l'inflation pour les dépôts à un an. Rien ne garantit toutefois qu'une multiplication des supports d'épargne suffise à inciter les ménages chinois à prendre plus de risques, du moins tant que les infrastructures sociales resteront limitées.

Graphique 9. Comportement financier des ménages chinois, 1993-2005



Sources : National Bureau of Statistics (NBS), calculs des auteurs pour les années 2003-2005.

Dans les pays évoqués, la place réduite des ménages dans la circulation financière résulte ainsi de mécanismes assez frustes

de financement de l'investissement résidentiel et d'une structure peu diversifiée de leurs placements. Dès lors, la « capacité de prise de risque d'investissement » de ces économies est insuffisante au regard de l'abondance de l'épargne disponible : leur propension à dépenser — la variable δ du chapitre II — tend à être inférieure à l'unité. Elle peut bien sûr être augmentée si les institutions financières prennent une quantité de risque excessive par rapport aux capitaux propres dont elles disposent. Cette propension pourra même dépasser l'unité comme cela s'est produit en Corée juste avant la crise de 1998 (le pays devenant déficitaire). À terme, la fragilité de ces institutions se manifestera. L'État n'aura alors d'autres choix que de les recapitaliser, prenant ainsi à son compte une partie des pertes subies.

Des systèmes bancaires vulnérables

Les faiblesses financières des pays d'Asie sont, elles aussi, largement héritées du passé. Après guerre, les gouvernements coréen et japonais ont mis en place un « système de production prioritaire » allouant de façon préférentielle les ressources à certains secteurs. Au Japon, si les banques finançaient la plus grande partie de l'investissement des sociétés privées, l'État, par le biais de la Banque du Japon et du MITI (Ministry of International Trade and Industry), réglait les quantités de crédit accordées et leur allocation sectorielle, assumant normalement la responsabilité de prévenir tout surinvestissement. En Corée, le gouvernement allouait également le capital entre les grands conglomérats (les *chaebols*) et les petites et moyennes entreprises, en exerçant un contrôle sur les banques d'État comme sur les banques commerciales. Cette organisation a aidé à reconstruire et à développer une industrie puissante, mais impliquait un endettement massif des entreprises et une prise de risque excessive par les banques.

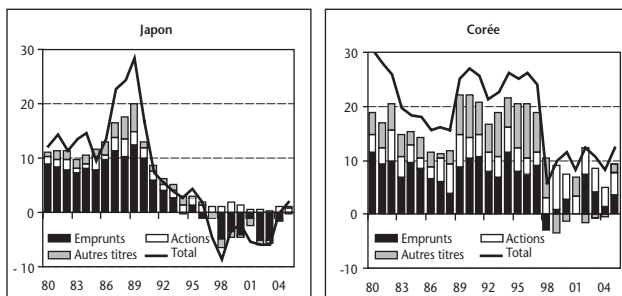
Elle est ébranlée une première fois au Japon, à la suite du premier choc pétrolier, par les effets conjoints d'un ralentissement de l'activité et d'une hausse des taux d'intérêt. Loin d'en améliorer le fonctionnement, la libéralisation financière déstabilise ensuite les fondements d'un système qui supposait une coopération étroite entre les banques, les entreprises et l'État. En permettant aux grandes entreprises du secteur manufacturier, les

plus solides et les plus rentables, de s'affranchir peu à peu des intermédiaires financiers, elle conduit en effet les banques à prêter aux plus petites entreprises et à financer des projets de plus en plus risqués. La libéralisation financière sape ainsi les deux piliers du système traditionnel : le contrôle de la quantité totale de crédit disparaît et l'allocation sectorielle, aux mains des seules banques, n'a plus d'objectif « stratégique ». Cette allocation devient même fâcheuse. Aidé par des financements bancaires abondants, l'investissement en terrains progresse rapidement, tiré par les achats des promoteurs, mais aussi des petites entreprises. La baisse du cours des actions et celle des prix de l'immobilier pendant les années 1990, l'impossibilité aussi d'utiliser de façon rentable les capacités de productions installées compromettent la solvabilité de nombreux débiteurs. Le système financier se révèle alors hors d'état de faire face à l'ensemble des risques qu'il porte. Non seulement les banques ont prêté à des emprunteurs qui ne sont plus solvables, mais elles détiennent également les actions et les terrains dont les cours se sont effondrés ! Face à ces pertes, leurs capitaux propres sont largement insuffisants. La capacité du système financier à prendre des risques en sera longtemps sérieusement réduite. Les prêts au secteur privé ne cesseront de diminuer pendant les années 1990 (graphique 10) et seront, à partir de 1999, remplacés dans le bilan des banques par des achats de titres publics. L'État déchargera même les banques du risque de taux impliqué par la détention de sa dette en émettant des titres de maturité relativement courte.

En Corée, l'endettement des entreprises progressera également au-delà du raisonnable : au milieu des années 1990, les ratios de dettes sur fonds propres des trente principaux *chaebols* atteignent 500 %. La vulnérabilité du système financier est aggravée par la « souplesse » des règles prudentielles alors appliquées. À l'instar de ce qui s'est passé au Japon à la suite du dégonflement des bulles immobilière et boursière, la crise asiatique qui éclate en 1997 révèle la fragilité des entreprises et donc aussi des banques qui leur ont fait crédit. Mais, loin de stagner pendant plusieurs années comme au Japon, la croissance repart rapidement. Une correction brutale des salaires — le coût salarial unitaire réel baisse de 28 % dans le secteur manufacturier ! — facilite grandement l'ajustement des entreprises [Koo et Kiser, 2001]. Leur structure de financement, qui les rend moins

dépendantes des banques que leurs consœurs japonaises, les aide également : au moment où les prêts bancaires se raréfient, les entreprises coréennes peuvent se tourner vers d'autres sources de financement. Dès 1998, elles augmentent leurs émissions de papier commercial. Le défaut de Daewoo en 1999 et les difficultés des banques d'investissement les obligent à mettre un terme à ces émissions. Très vite, les entreprises leur substituent des obligations, puis des actions : les valorisations sont attractives et la déréglementation, initiée par le gouvernement cette même année, en facilite l'achat par les étrangers comme par les fonds mutuels coréens. Les émissions d'actions explosent littéralement, atteignant plus de 40 trillions de *won* (8 points de PIB) en 1999. Pendant cette crise, le rôle de l'État a également été déterminant : en nationalisant deux grandes banques commerciales et en faisant pression pour que les banques renouvellent, à des taux avantageux, leurs prêts aux plus petites entreprises, il est parvenu à éviter que la seule source de financement de ces dernières ne se tarisse. Au total, toutefois, la baisse du flux de crédit bancaire n'a été que partiellement compensée par des émissions de titres : depuis 1998, le total des fonds externes mobilisés par les entreprises est de l'ordre d'une dizaine de points de PIB, la moitié de ce qu'il était avant la crise (graphique 10).

Graphique 10. Flux nets d'engagements contractés par les entreprises non financières au Japon et en Corée, 1980-2005 (en % du PIB du pays)



Sources : Banque du Japon, Banque de Corée.

Le cas de la Chine ressemble, au début au moins, à celui du Japon ou de la Corée. Le paysage financier a été longtemps dominé par quatre grandes banques commerciales d'État, créées dans les années 1980. Et, comme en Corée ou au Japon, c'est l'État qui va « guider » ces banques dans leurs opérations de prêts, favorisant systématiquement le financement d'entreprises publiques, dont le rôle dans l'emploi est important. Or ces entreprises sont souvent peu rentables et celles qui le sont n'ayant pas d'obligation de distribution de dividendes ont tendance à réinvestir l'ensemble de leurs profits. La rentabilité croissante de certains secteurs et la disponibilité de crédits bon marché vont favoriser une explosion de l'investissement : entre le début des années 1980 et celui des années 1990, la part de l'investissement dans le PIB montera de plus de 10 points pour approcher 45 %. En même temps, signe d'une mauvaise allocation sectorielle, le taux de croissance de la productivité globale des facteurs va baisser rapidement à partir du milieu des années 1990. Les banques vont vite se trouver à la tête d'un montant colossal — entre 45 % et 60 % du PIB en 2002 selon les estimations — de prêts non performants. La perte des clients devenus rentables et la crainte de voir leurs fonds propres se réduire si elles ne renouvellent pas leurs prêts aux plus fragiles les ont conduites, comme au Japon pendant les années 1980, à prendre des risques plus importants et n'ont fait qu'aggraver le phénomène.

Le rôle de ces faiblesses des banques asiatiques dans la montée des déséquilibres mondiaux a été récemment établi. Gruber et Kamin [2005] ont ainsi montré que si les déterminants usuels des balances courantes (revenus par tête, croissance, déficits publics, taux d'ouverture...) ne parvenaient pas à expliquer la répartition de ces déséquilibres, l'introduction d'une variable de crise bancaire aidait à les comprendre. L'analyse du chapitre précédent éclaire les mécanismes à l'œuvre : compte tenu de la capacité trop faible de prise de risque des banques, des comportements prudents impliquaient un investissement très inférieur aux capacités d'épargne nationale et donc aussi une croissance plus faible. Les comportements imprudents des banques ont pu permettre à ces économies de croître plus vite pendant plusieurs années, au prix toutefois de crises bancaires, suivies de périodes de restriction du crédit et d'ajustement plus ou moins brutaux des bilans des entreprises.

À partir du début des années 1990 au Japon, du milieu en Chine et de la fin en Corée, le recours des entreprises à des financements externes a ainsi rapidement diminué, par réduction de leurs investissements ou par hausse de leurs profits. Le ralentissement de la croissance du stock de capital, joint à une augmentation de la part des profits dans le PIB, a permis à la rentabilité des entreprises japonaises de retrouver, au début des années 2000, son niveau d'avant la bulle boursière. Alors qu'elles avaient un besoin de financement de près de 10 points de PIB à la fin des années 1980, ces entreprises ont dégagé, à partir de 1999, une capacité de financement. En Corée, les *chaebols* ont été restructurés et le poids de la dette des entreprises non financières a baissé de 20 points de PIB entre 1997 et 2005. En Chine aussi, malgré la persistance d'une faible rentabilité de nombreuses firmes publiques, le besoin de financement des entreprises s'est réduit au cours des années 1990. À la différence de la Corée et du Japon, leur taux d'investissement est fortement remonté à partir de 2000. L'épargne des entreprises progressant plus rapidement encore, leur besoin de financement a néanmoins continué de diminuer. *Toutes choses égales par ailleurs, une tendance à la baisse du besoin de financement des entreprises exerce un effet récessif.* Il peut être contrecarré par un creusement du déficit public, une baisse de la capacité de financement des ménages ou, à défaut, une progression de l'excédent des paiements courants. Après 2000, faute d'instruments permettant de régler efficacement leur demande intérieure, ces pays, on va le voir maintenant, n'auront d'autres solutions pour soutenir leur croissance que d'exporter l'excédent d'épargne de leurs agents privés.

Le recours au levier du change

La fragilité des banques n'est pas seule à expliquer cette accumulation d'excédents courants : le sous-développement des mécanismes de financement des ménages — caractéristique des systèmes financiers tournés essentiellement vers la collecte de l'épargne et le financement de l'industrie — a joué aussi un rôle important.

Depuis le début de la décennie, en effet, des progrès significatifs en matière de restructuration bancaire ont été accomplis

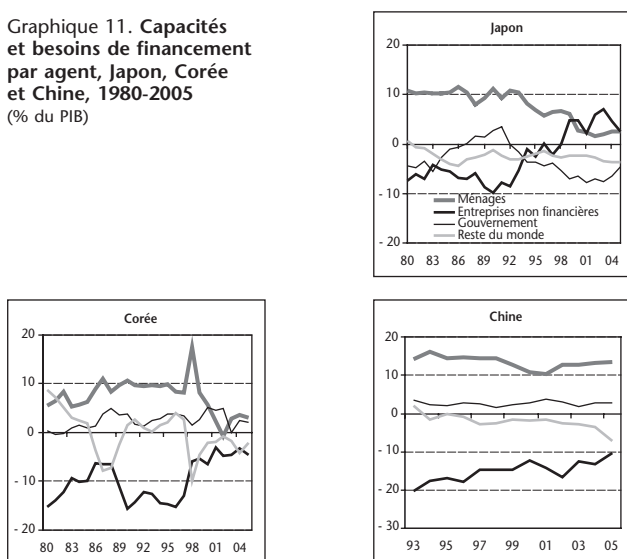
au Japon comme en Corée. Au terme d'un processus long et douloureux, les banques japonaises ont nettement réduit leur taux de prêts non performants — celui-ci est passé de 8,7 % en 2001 à 1,8 % en 2005 pour les grandes banques et de 8,1 % à 4,6 % pour les banques régionales — et leur rentabilité a progressé. Surtout, les risques portés ont baissé : les grandes banques ont limité leur détention d'actions et, si la proportion d'obligations a monté, la durée de leurs portefeuilles s'est raccourcie, passant de 3 années en 2000 à 2,3 en 2005. En Corée, le gouvernement a injecté, en quelques années, plus de 25 points de PIB dans le système financier — 14 sous forme de recapitalisation, 7 en rachetant des prêts non performants et 5 pour assurer la protection des déposants. Les banques commerciales les moins solides ont été fermées et les déposants indemnisés. Les autorités ont également encouragé les prises de participation étrangères, alors que la Korea Asset Management Corporation rachetait l'équivalent de 20 points de PIB de prêts non performants avant de les revendre tels quels ou titrisés. Les ratios de solvabilité des banques sont remontés spectaculairement (pour l'ensemble des banques commerciales, il dépassait 13 % début 2006) et leur rentabilité s'est nettement redressée. Cette restauration rapide de la capacité de prise de risque des banques a été, notons-le, facilitée par une situation fiscale favorable (avant la crise de 1998, la dette publique était inférieure à 10 points de PIB). En Chine également, le paysage bancaire s'est transformé. L'effort des autorités a surtout porté sur les grandes banques commerciales d'État, qui ont été recapitalisées à hauteur de 33 milliards de dollars dès 1998. Ces banques ont également pu céder une partie de leurs créances douteuses à des structures de défaillance appartenant au ministère des Finances : entre 1999 et 2001, elles ont transféré 170 milliards de prêts à problèmes. En 2003, elles ont à nouveau bénéficié d'un transfert de 45 milliards de dollars, prélevés sur les réserves de change. Des prises de participations étrangères ont aussi été facilitées et ces banques ont désormais la possibilité de lever des fonds directement à l'étranger pour accroître leur base en capital. Allégé de 300 milliards de mauvais prêts, le taux de créances douteuses était tombé, début 2006, à quelque 10 % pour les quatre grandes banques commerciales d'État et 8 % pour l'ensemble des banques. Malgré ce rétablissement progressif de la capacité de prise de risque des systèmes bancaires, en particulier japonais et

coréen, ces pays ont continué d'accumuler des excédents courants importants. *L'absence de mécanismes permettant d'augmenter la propension à dépenser des ménages lorsque celle des entreprises diminue l'explique pour une bonne part.*

Au Japon, la faiblesse des mécanismes de réglage de la demande intérieure est devenue manifeste dès le début des années 1990. Le rétablissement de la santé des entreprises s'est en effet, dans un premier temps, accompagné du maintien d'un taux d'épargne financière des ménages élevé (graphique 11). Le gouvernement japonais a bien essayé de contrecarrer la force récessive qui en résultait en mettant son budget en déficit, en même temps que la Banque centrale baissait ses taux. Mais ces actions, trop progressives et trop tardives, se sont révélées vaines : au milieu des années 1990, le niveau des prix a commencé à baisser et la déflation s'est installée. Les rigidités financières ont contribué alors à réduire fortement l'efficacité de la politique monétaire. Au début des années 1990, les ménages japonais, lourdement endettés et privés de la possibilité de refinancer leurs prêts, n'ont pu tirer parti de la baisse des taux d'intérêt. Leurs revenus nominaux stagnant, voire se contractant, ils ont été pris dans un processus de déflation par la dette dont ils n'émergeront qu'une fois remboursé le gros de leurs engagements.

C'est toutefois le dégonflement de la bulle boursière, au début des années 2000, qui va révéler la faible efficacité des mécanismes de réglage de la demande dans les pays les plus développés d'Asie. La baisse des Bourses et le ralentissement des exportations vers les États-Unis — le rythme de progression des exportations coréennes tombe de + 40 %, en glissement annuel, début 2000, à - 20 % mi-2001, celui des exportations japonaises de + 20 % à - 20 % — donnent alors un coup d'arrêt à leur croissance. Or, au Japon, la marge de baisse des taux est pour le moins limitée et l'État, déjà très endetté, ne peut guère creuser plus son déficit. Seule la réduction progressive de la capacité de financement des ménages, due au vieillissement de la population, plus qu'induite par la politique économique [Koga, 2005], a permis d'éviter le pire : lentement mais sûrement, le taux d'épargne financière des ménages japonais s'est réduit, par baisse du rythme d'accumulation d'actifs financiers et non par remontée du taux d'emprunt (graphique 12). La Corée étant plus ouverte sur l'extérieur que le Japon (la part des exportations dans le PIB

Graphique 11. Capacités et besoins de financement par agent, Japon, Corée et Chine, 1980-2005
(% du PIB)

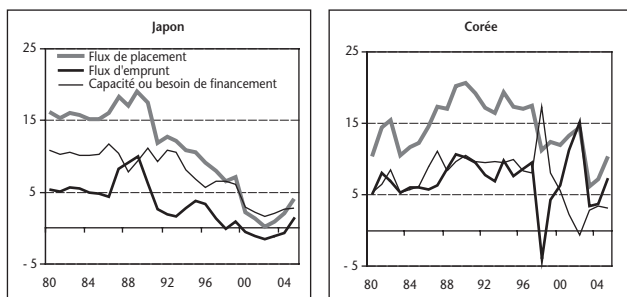


Sources : Banques centrales nationales, NBS.

dépasse 40 %), le coup de frein de 2000 y est plus brutal encore. Or, comme au Japon, la politique monétaire ne peut pas être d'un grand secours. Les entreprises cherchant à se désendetter depuis 1998, la stimulation de la demande ne peut passer que par un endettement supplémentaire des ménages ou de l'État. Le crédit aux ménages étant, on l'a vu, peu développé, une baisse des taux a peu de chances de pouvoir soutenir rapidement la consommation. Inquiète de la remontée de l'inflation, la Banque de Corée garde d'ailleurs des taux relativement élevés jusqu'au milieu de l'année 2001. Pour soutenir la demande des ménages, le gouvernement coréen encourage alors l'utilisation des cartes de crédit et introduit une série d'avantages fiscaux (notamment une déduction du revenu taxable pour les paiements effectués par carte). Les banques, dont les principaux clients — les entreprises — se désendettent, se lancent agressivement dans ces prêts. Le succès est immédiat : le flux d'emprunt des

ménages passe de 4 % du PIB en 1999 à 15 % en 2002 (graphique 12). En trois ans, les prêts aux ménages sont multipliés par près de deux. Très vite, les limites du dispositif vont apparaître et rappeler qu'un mécanisme de crédit ne peut se réduire à une simple « distribution » de prêts ! La progression de l'endettement des ménages est beaucoup trop rapide et, une fois encore, la supervision est absente. Le succès est de courte durée : dès 2002, les taux de défaut sur les cartes de crédit montent violemment (ils dépassent 12 %) et des institutions financières font faillite. En 2003, la consommation des ménages baisse et le gouvernement intervient pour favoriser un rééchelonnement, voire un abandon, des créances sur les plus endettés d'entre eux. Sur l'année, leur taux d'épargne financière n'en remontera pas moins brutalement de plus de 3,5 points de PIB.

Graphique 12. Capacités ou besoins de financement des ménages, Japon et Corée, 1980-2005 (en % du PIB)

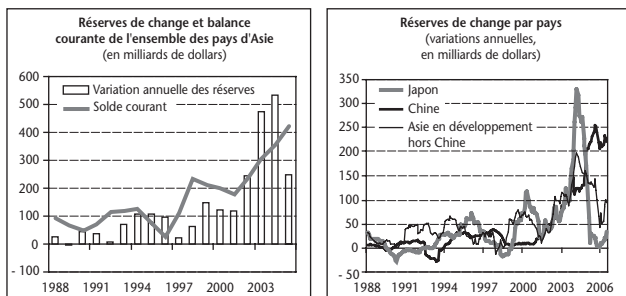


Sources : Banque de Corée, Banque du Japon.

Face aux chocs récessifs qui se sont succédé pendant les années 2000, ces pays n'auront vite d'autre choix, pour rapprocher leurs économies du plein-emploi, que d'utiliser le levier du change et tenter d'exporter leurs excédents d'épargne. Si les autorités rappellent volontiers que leurs devises flottent librement, la réalité s'apparente nettement plus à celle d'un « flottement géré » [Willett et Yongbok, 2006] : entre décembre 2000 et

décembre 2004, les réserves de change ont plus que doublé, augmentant de quelque 1 400 milliards de dollars (graphique 13). Sur ces années, le taux de change effectif réel du yen en particulier n'a pas connu la hausse observée pour l'euro. Pourtant, pour les marchés des changes, le yen avait au moins autant de raisons de s'apprécier que la monnaie européenne, les nouvelles économiques en provenance du Japon étant nettement plus positives que celles en provenance d'Europe : pendant toute l'année 2003 notamment, les prévisions de croissance pour la zone euro ont été révisées continûment à la baisse, celles pour le Japon étant, elles, sensiblement revues en hausse ¹.

Graphique 13. Réserves de change des pays d'Asie, 1988-2006



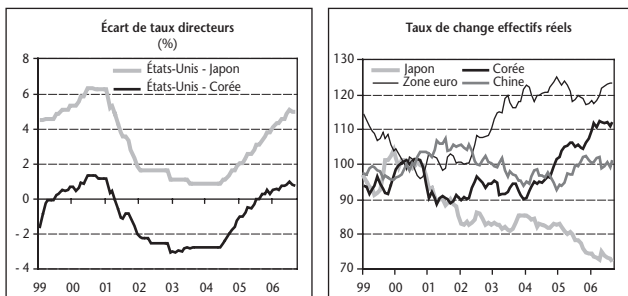
Sources : Thomson Datastream, FMI.

La raison qui pousse les autorités de ces pays à intervenir massivement, dès le printemps 2003, est simple : éviter une appréciation du change qui freine leurs économies au pire moment. Après une contraction en 2002, la demande intérieure réelle japonaise recommence à peine à progresser mi-2003. En Corée, la situation est plus pressante encore puisque, loin de redémarrer, la croissance de la demande intérieure marque le pas : elle tombe de 8 % l'an début 2002 à - 1 %

1. Dans le consensus publié par *The Economist*, les prévisions de croissance du PIB sont passées entre début et fin 2003 de 1,3 % à 0,5 % pour la zone euro et de 0,5 % à 2,5 % pour le Japon.

au troisième trimestre 2003. Or la baisse du taux directeur de la Réserve fédérale de 6,5 % début 2001 à 1 % mi-2003 réduit sensiblement l'attrait du billet vert. En achetant des dollars, les autorités veulent éviter le renchérissement de leurs devises. La manœuvre est réussie : en 2003 comme en 2004, ces monnaies ne s'apprécieront pas, malgré des écarts de taux devenus moins favorables au dollar. À partir de 2005, la reconstitution d'écarts de taux d'intérêt plus importants (graphique 14), la confirmation aussi du redémarrage de la demande intérieure rendront, au Japon comme en Corée, ces interventions moins nécessaires.

Graphique 14. Écart de taux d'intérêt et taux de change effectifs réels, 1999-2006



Source : Thomson Datastream.

Dans cet environnement, la Chine est un cas à part : nettement moins développée que la Corée ou le Japon, disposant d'une abondante main-d'œuvre à employer, le maintien d'un taux de change sous-évalué est devenu pour elle une nécessité, non pas conjoncturelle, mais structurelle [Bouveret *et al.*, 2006] : loin d'arrêter ses interventions de change comme en Corée ou au Japon, la Banque centrale a continué d'accumuler des réserves au rythme d'une vingtaine de milliards par mois en 2005 comme en 2006. Ce recours au levier du change est conforme à l'analyse présentée au chapitre précédent : pour réduire les effets de sa propension structurellement trop faible à dépenser et conserver une croissance élevée, la Chine a dû exporter son épargne

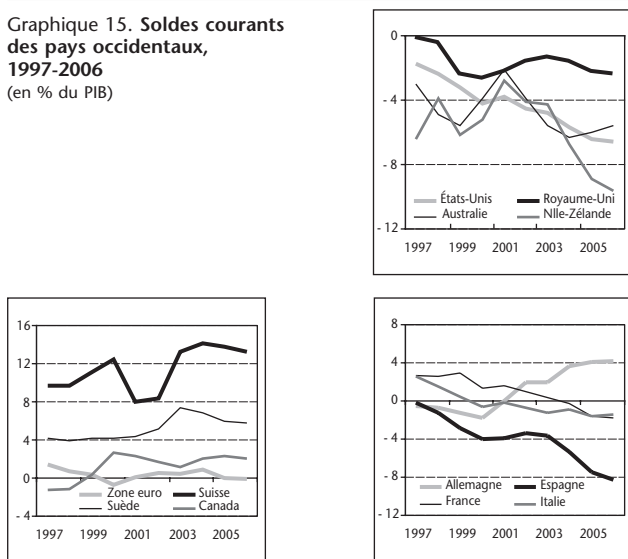
excédentaire. Elle s'inscrit ainsi dans la tendance — un peu contre-intuitive — mise en évidence par Prasad *et al.* [2006] : au cours des dernières décennies, les pays émergents dont la croissance a été la plus élevée sont aussi ceux qui sont parvenus à dégager les *excédents* courants les plus importants. Si la raison tient effectivement à la conjonction d'un sous-développement financier et d'un fort potentiel d'épargne, cette situation ne peut changer que lentement. La direction des réformes nécessaires a certes été clairement exposée [Blanchard et Giavazzi, 2005], mais leur mise en œuvre est délicate et requiert du temps. Jusqu'à présent, les autorités chinoises ont procédé par petites touches, souvent même par la voie d'expérimentations locales. Face à l'interdépendance des changements à accomplir — les infrastructures sociales doivent progresser en même temps que le régime de change est assoupli, les banques ne peuvent être assainies sans réforme des entreprises publiques... —, certains [Prasad et Rajan, 2006] préconisent une stratégie globale de « saut dans l'inconnu ». Il n'est pas sûr que la Chine s'y risque et abandonne précipitamment une prudence qui jusqu'ici lui a réussi. En attendant, peser sur le cours du change restera, pour elle, la seule façon de dégager les excédents courants dont elle continuera d'avoir besoin pour croître à un rythme élevé. Pendant quelques années encore, la Chine sera source, pour le reste du monde, d'une pression déflationniste.

IV / Les économies occidentales face aux pressions déflationnistes du début des années 2000

Depuis la fin des années 1990, l'évolution des soldes courants des régions occidentales (les régions développées hors Japon) a été contrastée. À un extrême, les États-Unis, mais également d'autres pays du monde « anglophone » (l'Australie et la Nouvelle-Zélande), ont connu une détérioration marquée de leurs balances courantes. À l'autre, la zone euro est restée à l'équilibre, la Suisse et les pays scandinaves voyant même, eux, leurs excédents progresser. Plus rarement soulignés, les contrastes entre pays de la zone euro ont été tout aussi spectaculaires : depuis 1997, la balance courante allemande s'est améliorée de près de 5 points de PIB, alors que celle de l'Espagne s'est détériorée de plus de 7 points (graphique 15).

Ces contrastes sont d'autant plus notables que, depuis 1998, les économies occidentales ont été confrontées aux mêmes forces déflationnistes. Celles juste évoquées, émanant des pays d'Asie et des pays pétroliers, mais aussi celles nées en leur sein même avec l'éclatement en 2000 de la bulle boursière. Face à ces forces, leur réponse a eu deux traits communs : à aucun moment, ils n'ont, par des interventions, pesé durablement sur le cours de leurs monnaies et leurs politiques monétaires ont toutes été assouplies. Pourquoi, dans ces conditions, leurs soldes courants ont-ils évolué de façon aussi différente ? Poser cette question force à expliciter les mécanismes qui, depuis 2000, ont canalisé l'excès global d'épargne — le *saving glut* de Ben Bernanke [2005] — vers un petit nombre de pays, au premier rang desquels figurent les États-Unis.

Graphique 15. Soldes courants des pays occidentaux, 1997-2006
(en % du PIB)



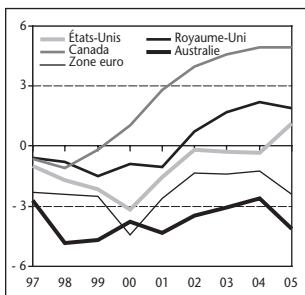
Source : FMI.

Des chocs déflationnistes absorbés surtout grâce à l'endettement des ménages

Au début des années 2000, la plupart des économies occidentales, déjà soumises aux pressions déflationnistes liées à la crise asiatique, ont été affectées par l'éclatement d'une bulle boursière et le dénouement d'un cycle de suraccumulation. Les entreprises ont alors cherché à réduire les capacités excédentaires accumulées à la fin des années 1990. En Allemagne comme aux États-Unis, la dépense d'investissement rapportée au PIB baisse de près de 3 points entre 2000 et 2003. L'ajustement est exceptionnellement brutal : lors de la précédente récession outre-Atlantique, en 1990, la baisse avait été de seulement 1 point de PIB. En même temps, les entreprises ont cherché à rétablir leurs profits. Ces deux mouvements — baisse de l'investissement et

hausse des profits — ont permis un redressement spectaculaire de l'équilibre financier des sociétés : entre les hivers 2000 et 2003, le solde financier des entreprises américaines est passé de - 3,5 % du PIB à 0 %. L'ajustement a été plus marqué encore dans certains pays européens : en Allemagne, le besoin de financement des entreprises s'est réduit de près de 5 points de PIB. Et le mouvement est loin de s'être limité aux seules sociétés américaines ou de la zone euro : au Royaume-Uni, au Canada et dans une moindre mesure en Australie, le solde financier des entreprises s'est aussi redressé (graphique 16).

Graphique 16. **Capacité ou besoin de financement des entreprises non financières des pays occidentaux, 1997-2005**
(en % du PIB du pays)

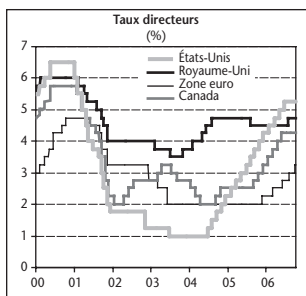


Source : Banques centrales nationales.

Face au risque déflationniste, les Banques centrales ont toutes assoupli leurs politiques monétaires. L'ampleur de la détente comme sa vitesse ont toutefois été différentes entre pays (graphique 17). La baisse des taux a été très marquée aux États-Unis. Craignant une déflation comparable à celle observée une dizaine d'années plus tôt au Japon, la Réserve fédérale a réduit son taux directeur de 475 points de base entre début 2001 et début 2002. Sur la même période, la Banque centrale canadienne a réduit le sien de 375 points. En Europe, la réaction sera plus progressive : en un an, les taux de la Banque d'Angleterre et de la Banque centrale européenne ont été abaissés

respectivement de 200 et 150 points de base, trois fois moins qu'aux États-Unis. Et il faudra attendre fin 2002 pour que la BCE réduise à nouveau son taux directeur. Au total, entre début 2001 et mi-2003, les taux européens ont baissé moitié moins que les taux américains (275 contre 550 points de base). Les contextes économiques comme les sensibilités des économies à une variation des taux rendent bien sûr les comparaisons délicates : les taux ont moins baissé au Royaume-Uni parce qu'un assouplissement monétaire a, là-bas, pris immédiatement sur le coût du crédit hypothécaire (les ménages s'endettent à taux variables, indexés sur des taux courts) et que les prix des logements se sont mis à accélérer fortement. Des facteurs institutionnels ont également joué. La Réserve fédérale a des objectifs en matière d'inflation, mais aussi de croissance ; la Banque centrale européenne n'est en charge, elle, que du maintien de l'inflation à un niveau inférieur à (mais proche de) 2 %. Personne n'a donc explicitement de ce côté-ci de l'Atlantique la responsabilité de maintenir l'économie au plein-emploi.

Graphique 17. Politiques monétaires dans les pays occidentaux, 2000-2006



Source : Thomson Datastream.

L'aspect original du choc survenu après 2000 excluait que les effets de la détente monétaire puissent passer directement par la demande des entreprises. Celles-ci profiteront seulement de taux plus bas pour restructurer leur passif. Les sociétés américaines

émettront des obligations, diminueront leurs émissions nettes de papiers commerciaux et rembourseront leurs emprunts bancaires : entre 2000 et 2003, la part du long terme dans le total de leur dette montera, passant de 60 % à plus de 70 %. Partout, l'ajustement des bilans des sociétés non financières a été dans le même sens. Avec, partout, la même conséquence : la demande des entreprises n'a pas contribué à la remontée des propensions à dépenser nécessaire pour faire face aux pressions déflationnistes. Dans la conjoncture très particulière du début des années 2000, seul un surcroît de dépenses du gouvernement ou des ménages pouvait permettre cette remontée.

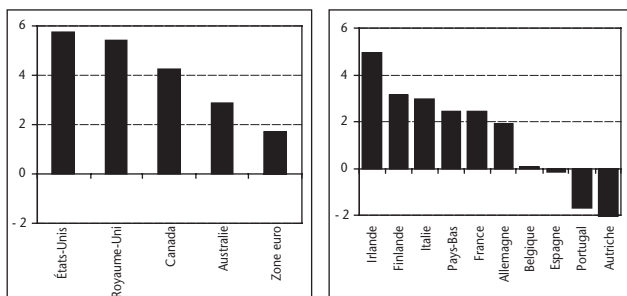
Devant l'ampleur de la baisse de la Bourse, face aussi à la menace d'une déflation par la dette, la plupart des gouvernements mettront en œuvre un soutien budgétaire. Comme pour la politique monétaire, c'est à nouveau aux États-Unis que la stimulation sera la plus marquée : entre 2000 et 2003, l'impulsion fiscale — mesurée, au signe près, par la variation du solde structurel primaire — atteindra près de 6 points de PIB (graphique 18). Dans les pays de la zone euro en revanche, le soutien budgétaire sera plus modeste (inférieur à 2 points de PIB). Il est vrai que les marges de manœuvre y étaient moins grandes. Début 2000, la plupart des pays anglophones avaient des excédents budgétaires importants, alors que, en moyenne, les pays de la zone euro étaient à peine revenus à l'équilibre. Faute d'avoir respecté l'esprit du Pacte de stabilité et de croissance en consolidant leurs situations budgétaires à la fin des années 1990 — à l'exception de la Finlande, aucun pays n'a amélioré significativement son solde structurel primaire entre 1997 et 1999 —, la majorité des pays européens ont rapidement buté, après 2000, sur la contrainte de 3 % fixée à Maastricht.

Certains ont vu dans cette augmentation de la propension à dépenser des gouvernements, celui des États-Unis notamment, la raison principale du creusement des déficits courants à partir de 2000. Le lien est loin d'être flagrant. Au Royaume-Uni, au Canada et en Australie, l'impulsion fiscale a été forte (elle a atteint respectivement 5, 4 et 3 points de PIB). Le comportement des soldes courants a pourtant été différent : stable au Royaume-Uni, celui-ci s'est nettement amélioré au Canada et détérioré en Australie. Pour les pays de la zone euro, le constat est similaire. Les politiques fiscales ont été plus diverses encore : en Irlande, le

solde structurel primaire s'est détérioré de près de 5 points après 2000, alors qu'il s'est amélioré au Portugal et en Autriche (graphique 18). Mais, là encore, le lien entre impulsion budgétaire et déficit courant est flou : malgré une impulsion fiscale positive, les soldes courants de l'Allemagne et des Pays-Bas ont augmenté de 5 points.

Graphique 18. Impulsion fiscale dans les pays occidentaux, 1999/2000-2003*

(en % du PIB potentiel)



* L'impulsion fiscale est mesurée par l'opposé de la variation du solde budgétaire primaire ajusté du cycle entre 1999 et 2001 pour l'Australie et 1999/2000 et 2002 pour l'Irlande. Pour l'ensemble des autres pays, l'impulsion est mesurée sur la période 1999/2000-2003.

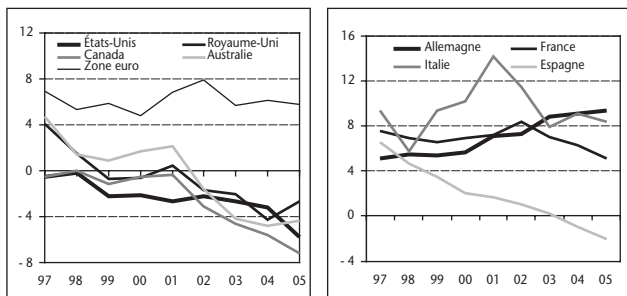
Source : Thomson Datastream.

Une dernière observation complète ce tableau. Après 2000, dans l'ensemble des pays anglo-saxons, le taux d'épargne financière des ménages s'est réduit (graphique 19). Dans la zone euro en revanche, ce taux est resté stable, remontant même un peu entre 2000 et 2002. Mais, une fois encore, les comportements à l'intérieur de la zone ont été très hétérogènes : le taux d'épargne financière des ménages allemands est monté, celui des ménages espagnols se réduisant, lui, continûment. La France et l'Italie ont connu des évolutions plus heurtées : hausse jusqu'en 2001-2002, baisse ensuite.

Les mécanismes d'ajustement à l'œuvre après 2000 dans les économies occidentales se précisent : la politique monétaire ne pouvant avoir prise sur la dépense des entreprises, ses effets ne

Graphique 19. Taux d'épargne financière des ménages dans les pays occidentaux, 1997-2005

(% du revenu disponible)



Pour la France et les États-Unis, le solde financier est celui des comptes nationaux et non des flux de fonds. Pour les autres pays, l'erreur statistique étant nettement moins importante, les données sont celles des flux de fonds.

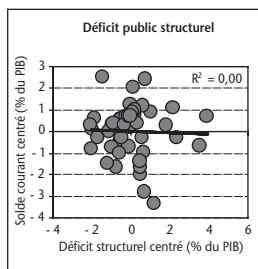
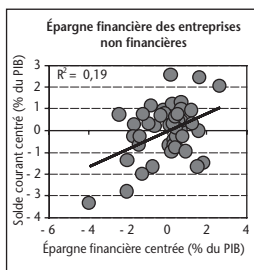
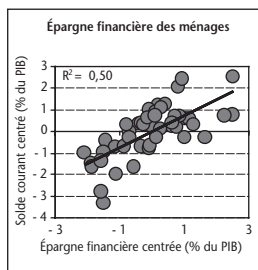
Sources : Banques centrales nationales, INSEE, BEA.

pouvaient passer que par la propension à dépenser des ménages. La réponse de ces derniers à la baisse des taux a été très différente selon les pays et explique largement l'évolution contrastée des soldes courants. Le graphique 20 montre, pour les années suivant le dégonflement de la bulle boursière, la relation entre déficit courant et épargne financière des différents agents. Une conclusion s'en dégage : sur les années 2000-2005, contrairement à une idée reçue, *ce sont les comportements financiers des ménages et non ceux des gouvernements qui rendent le mieux compte de l'évolution des soldes courants*¹.

Le caractère particulier du ralentissement qui a suivi l'éclatement de la bulle boursière a ainsi mis en évidence le rôle de l'endettement des ménages dans la transmission de la politique monétaire. La baisse des taux d'intérêt étant associée à une baisse très profonde de la Bourse, les effets de richesse habituels — des

1. Cela n'était pas le cas sur la période 1995-1999. Sur cette période, les comportements d'épargne financière des entreprises expliquaient une part des écarts observés entre pays ; le rôle du comportement des ménages ou des impulsions fiscales était faible.

Graphique 20. Solde courant, épargne financière privée et déficit public des pays occidentaux, 2000-2005



Les points correspondent à des données annuelles pour les pays suivants : l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, la Belgique, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie. Les données ont été centrées autour des valeurs moyennes propres à chaque pays sur la période étudiée pour permettre une comparaison entre des pays dont les caractéristiques structurelles sont différentes. Les tests effectués sur les données de panel non centrées montrent que l'hypothèse d'absence d'effets fixes par pays est rejetée. La variable d'épargne financière des ménages après introduction d'effets fixes reste très significative.

Sources : Banques centrales nationales, calculs des auteurs.

taux plus bas font normalement monter le cours des actions — ne pouvaient cette fois jouer. La baisse des taux ne pouvait donc soutenir la dépense privée autrement que par l'endettement des ménages. Or, autant la libéralisation financière a rendu homogènes les conditions auxquelles les grandes entreprises peuvent s'endetter, autant celles auxquelles les ménages — et les petites entreprises — empruntent sont restées hétérogènes, y compris au sein de la zone euro : face à un même choc déflationniste, contré partout par une détente monétaire, la réponse de l'endettement des ménages a été très différente.

Une réponse puissante des ménages américains à la baisse des taux d'intérêt

Même si, depuis 2002, des formes d'endettement plus « exotiques » et plus risquées se sont développées, les ménages américains s'endettent principalement à long terme et à taux fixes. La politique monétaire a donc sur eux un effet qui est loin d'être automatique. La Banque centrale doit d'abord influencer les taux à long terme « sans risque » (ceux des obligations publiques) ; leur mouvement se transmet ensuite aux taux pratiqués par les banques pour les prêts aux ménages. Ces taux peuvent toutefois ne refléter qu'avec retard ou de manière atténuée la variation des taux sans risque : l'influence de la Banque centrale en sera amoindrie d'autant. À ces deux niveaux, les transformations qui ont eu lieu aux États-Unis au cours des deux dernières décennies ont grandement aidé la Réserve fédérale à lutter contre les pressions récessives.

La première transformation porte sur le lien entre taux directeurs et taux longs. Si ce lien semble, depuis une dizaine d'années, s'être distendu, c'est parce que les taux longs fluctuent de manière plus systématique qu'auparavant avec la conjoncture. La mise en œuvre de la politique monétaire s'en trouve facilitée. L'automatisme qui s'est mis en place est, en effet, le résultat d'une meilleure compréhension par les marchés des objectifs poursuivis par la Banque centrale. Le mouvement contra-cyclique des taux qui en résulte dote l'économie d'un « stabilisateur automatique » : lorsque la conjoncture se dégrade, la baisse des taux obligataires incite à dépenser plus, lorsque au contraire elle s'améliore, leur hausse vient freiner la dépense. La Banque centrale peut, tant qu'elle le juge opportun, s'appuyer sur le « réflexe » mis en place et toucher moins ou plus tard à ses taux directeurs (cet automatisme est moins net dans la zone euro) [Aghion *et al.*, 2006].

La seconde transformation tient à l'évolution du système financier américain. La progression de l'intégration financière entre États et le développement de la titrisation, qui vague après vague a touché tous les types de prêts, ont rendu plus étroit le lien entre taux sans risque et conditions de crédits. La titrisation permet en effet à la concurrence de peser plus sur la détermination de la marge qui, pour chaque type de prêt, vient s'ajouter au taux sans risque. Cette marge étant donnée, le coût des crédits

varie maintenant presque en même temps que le taux sans risque. C'est désormais vrai en particulier pour les crédits hypothécaires. En même temps, nous y reviendrons, les progrès de l'intégration financière entre États américains ont permis d'harmoniser les conditions de crédit sur l'ensemble du territoire. Dès lors, si la Banque centrale parvient effectivement à asservir à ses objectifs les mouvements de la courbe des taux sans risque, son influence sur l'économie est renforcée [Brender et Pisani, 2004].

C'est dans une large mesure ce levier qui a permis de stabiliser l'économie américaine après l'éclatement de la bulle boursière. Les effets de l'industrialisation et de la standardisation de l'environnement financier des ménages sont alors apparus clairement. Deux mécanismes ont joué : le refinancement de prêts anciens et la distribution de prêts nouveaux. L'existence d'une option de remboursement anticipé a permis aux ménages qui s'étaient endettés avant le retournement de la conjoncture en tablant sur une progression soutenue de leurs revenus, de ne pas se trouver mis en porte-à-faux par la stagnation économique : en renégociant le taux de leurs emprunts, ils ont pu diminuer leur charge d'intérêt. Chacune des phases de baisses des taux obligataires a été accompagnée, presque instantanément, de vagues de refinancements. On a ainsi réussi à éviter un processus de déflation par la dette semblable à celui connu dix ans plus tôt — et dans des circonstances semblables — par le Japon. Par ailleurs, la conjonction de taux d'intérêt en baisse et du maintien d'un taux de chômage relativement bas a conduit les ménages à s'endetter massivement pour acheter des logements, neufs ou anciens : l'investissement résidentiel a progressé de façon marquée et a soutenu la conjoncture. En même temps, les prix de l'immobilier montant, les ventes de maisons anciennes ont permis la réalisation de plus-values dont une partie a été consacrée à des dépenses de consommation ; le recours à des emprunts gagés sur la valeur d'un bien immobilier a eu les mêmes effets.

La réponse contrastée des ménages européens

En Europe, la baisse des taux a eu beaucoup moins de prise sur l'endettement des ménages, en particulier en Allemagne. Certes, on l'a vu, jusqu'à fin 2001, la détente monétaire a été

L'« énigme » des taux d'intérêt à long terme américains

En février 2005, A. Greenspan, alors président de la Réserve fédérale, a souligné le comportement troublant des taux d'intérêt à long terme américains, parlant à leur propos « d'énigme ». À cette date, les taux à dix ans étaient en effet 60 points de base *plus bas* qu'en juin de l'année précédente, moment où la Réserve fédérale a engagé son resserrement monétaire. Fin 2005, ils étaient encore 20 points de base plus bas. Sur la période pourtant, le taux de la Banque centrale est monté de 1 % à 4,25 %. Or, en moyenne sur les cycles passés, une hausse de 100 points de base du taux des fonds fédéraux s'est accompagnée d'une hausse des taux longs de 30 points de base. Pourquoi cette fois les taux à long terme n'ont-ils pas réagi au resserrement monétaire ? Le rôle des achats, massifs sur cette période, de titres américains par les étrangers — les Banques centrales asiatiques notamment — a souvent été mis en avant. En achetant des dettes en dollars pour s'opposer à l'appréciation de leurs devises, les pays d'Asie auraient exercé une pression à la baisse sur le niveau des taux d'intérêt américains. Savoir si ce mécanisme a joué effectivement est essentiel : *loin de passer par la politique monétaire, la réponse de l'économie américaine aux pressions déflationnistes venant d'Asie aurait alors été automatique, puisque liée mécaniquement au placement des dollars acquis pour maintenir la sous-évaluation des monnaies de la région.*

Rappelons d'abord que les taux d'intérêt à dix ans sont le reflet des anticipations des agents sur la politique monétaire — et donc sur les taux à court terme — des dix prochaines années. Plus les marchés financiers sont développés, plus les arbitrages des

opérateurs empêchent les taux longs de s'écarter durablement et fortement de cette anticipation. Supposons qu'une demande importante d'obligations longues fasse monter leurs prix et baisser les taux longs très en deçà de ceux associés à la politique monétaire anticipée pour les prochaines années : des opérateurs vendront les obligations qu'ils détiennent et placeront le produit de cette vente à court terme ou feront des opérations de *swaps* de taux d'intérêt, en se portant receveur du taux court et payeur du taux long fixe. Ce faisant, ils empêcheront les taux longs de trop baisser. Si leurs anticipations sont justes, l'opération sera largement rentable.

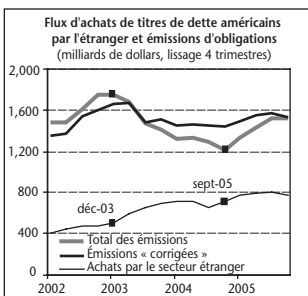
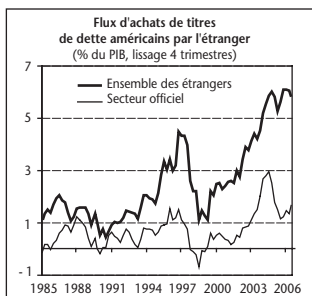
Les chocs relatifs à l'équilibre entre l'offre et la demande de titres n'en peuvent pas moins jouer un rôle transitoire. Pour que les achats des Banques centrales exercent une influence notable sur les taux d'intérêt à long terme, encore faut-il qu'ils portent sur des titres de dette à long terme. Or, sur ce point, les statistiques du Trésor sont sans ambiguïté [US Treasury, 2006] : loin de porter sur les maturités les plus longues, les achats des Banques centrales ont été concentrés sur les plus courtes : mi-2005, leur stock de titres du Trésor était constitué à 82 % de titres de maturités inférieures à cinq ans (contre 65 % pour le secteur privé) et comportait seulement 2,5 % de titres dont les maturités étaient supérieures à dix ans (contre 21 % pour le secteur privé). Une observation similaire peut être effectuée sur l'ensemble des titres de dette détenus par le secteur officiel étranger (titres du Trésor, mais aussi titres d'agences ou éventuellement obligations d'entreprises) : la structure par maturité de leur portefeuille est, là encore, nettement plus courte que celle des agents privés (domestiques ou étrangers). La seconde condition pour

que les achats des Banques centrales étrangères exercent une influence marquée sur les taux d'intérêt à long terme est que leur poids sur le marché soit important. Or, si les Banques centrales étrangères détiennent plus du quart de l'encours des titres du Trésor américain, leur poids dans le total du stock de dette obligataire est beaucoup plus faible (moins de 8 %) et à peine plus élevé aujourd'hui que pendant les années 1970. Force est d'ailleurs de constater que la nette réduction des flux d'achat observée depuis l'hiver 2004 n'a pas provoqué l'explosion des taux longs tant redoutée.

Les Banques centrales asiatiques ne sont toutefois pas seules en cause. La hausse du prix du pétrole dans des pays dont la capacité d'absorption est limitée a pu jouer elle aussi. Ces pays ont placé une part de leurs excédents en titres de dette américains. Or, loin de ne peser que 8 % dans l'ensemble du marché obligataire américain, les étrangers, pris cette fois dans leur ensemble, en représentent plus du quart. Ajoutons donc aux achats des

Banques centrales ceux du secteur privé étranger. Entre décembre 2003 et septembre 2005, ce flux d'achat (en rythme annuel, lissé sur quatre trimestres) est passé de 508 à 711 milliards de dollars, soit une hausse de quelque 200 milliards. Sur cette même période, un autre facteur, moins souvent souligné, a lui aussi affecté l'équilibre du marché obligataire : en même temps que la demande étrangère progressait, l'offre domestique de titres s'est sensiblement réduite. En quelques mois, elle a baissé de plus de 530 milliards de dollars (graphique ci-dessous), 217 milliards si l'on corrige ces données des achats par les agences de titrisation (Fannie Mae et Freddie Mac notamment) de leurs propres titres. Cette réduction de l'offre a dû exercer une influence aussi forte sur le niveau des taux que la hausse de l'ensemble des achats de l'étranger ; elle a pourtant été systématiquement négligée dans la plupart des estimations de l'effet des interventions des Banques centrales (voir, par exemple, l'article de Warnock et Warnock [2005]) !

Tensions sur l'équilibre offre/demande de titres de dette américains, 2002-2005



Sources : Réserve fédérale, calculs des auteurs.

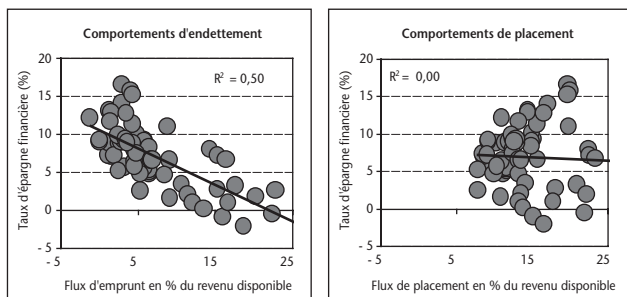
Si l'énigme des taux américains n'est pas totalement éclaircie, le rôle des Banques centrales étrangères a été exagéré. Kozicki et Sellon [2005] rappellent d'ailleurs que, par le passé, les resserrements monétaires sont loin d'avoir tous eu les mêmes effets sur le niveau des taux d'intérêt à long terme : pendant les années 1960 et 1970, ils se sont accompagnés de hausses de taux longs beaucoup plus modestes que pendant les années 1980 et 1990. La baisse des taux d'intérêt observée en 2004-2005 s'explique, pour une part, par une diminution de la prime d'inflation liée à la crédibilité accrue de la Réserve fédérale et par des anticipations

restées très modérées sur la rigueur de sa politique monétaire à l'horizon des années à venir. *Sur cette période en effet, les marchés, comme la Banque centrale, privilégient le risque déflationniste lié à la hausse du prix du pétrole.* Les tensions observées tant sur la demande de titres — les achats des étrangers — que sur l'offre — la réduction des émissions — ont, par ailleurs, induit une diminution de quelques dizaines de points de base de la prime de terme. Au total, la contribution des achats des Banques centrales — et plus généralement du reste du monde — à la faiblesse des taux longs américains a donc été relativement marginale.

moins forte qu'aux États-Unis. Entre les printemps 2002 et 2003 toutefois, les taux à long terme européens ont baissé dans des proportions comparables à ce qui a été observé outre-Atlantique sans pour autant produire les mêmes effets : la réponse des ménages européens à ce mouvement des taux a, en moyenne, été beaucoup plus faible et moins rapide qu'aux États-Unis. Or, en Europe comme aux États-Unis, les comportements d'endettement, plus que ceux de placements, permettent de comprendre les changements de propension à dépenser des ménages. Une observation simple le montre dans le cas des plus grands pays européens : depuis le milieu des années 1990, les taux d'épargne financière des ménages y sont liés plus aux taux d'emprunt qu'aux taux de placement (graphique 21). Le contraste entre l'évolution des taux d'épargne financière en Allemagne et en Espagne est, de ce point de vue, saisissant : dans les deux pays, les taux de placements sont restés relativement stables depuis 1999, mais le flux d'endettement rapporté au revenu disponible est nettement monté en Espagne alors qu'il a sensiblement baissé en Allemagne. L'évolution en sens opposé des soldes courants des deux pays reflète ce contraste des comportements d'endettement des ménages.

Plusieurs raisons expliquent cette diversité des réponses des ménages. L'hétérogénéité des niveaux d'endettement européens à la fin des années 1990 a parfois été évoquée. À un extrême,

Graphique 21. Taux d'emprunt et de placement des ménages de la zone euro, 1995-2005



Les points correspondent à des données annuelles pour les pays suivants : Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas et Belgique. Ils couvrent la période 1995 à 2005, sauf pour l'Italie (1997-2005).

Source : Banques centrales nationales.

les ménages néerlandais et allemands étaient en effet déjà très endettés — avec des ratios de dette rapportée au revenu disponible dépassant 100 % —, à l'autre extrême, les ménages italiens, français et espagnols l'étaient peu — avec des ratios d'endettement proches respectivement de 35 %, 55 % et 60 % en 1997. Ces différences de niveaux d'endettement sont toutefois loin de pouvoir rendre compte des contrastes observés après 2000 : partant de poids initiaux comparables, l'endettement des ménages allemands a stagné sur la période alors que celui des ménages néerlandais a sensiblement monté. De même, l'endettement des ménages espagnols a progressé nettement plus rapidement que celui des ménages belges dont l'endettement était proche en 1997 et, *a fortiori*, plus que celui des ménages italiens, beaucoup moins endettés. Les raisons de l'hétérogénéité des réponses des ménages à la baisse des taux européens sont à chercher ailleurs.

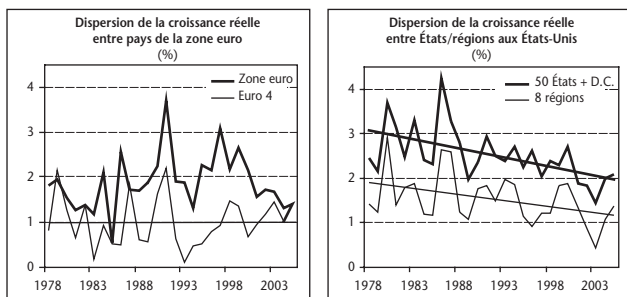
L'effet d'un niveau de taux d'intérêt dépend d'abord de la croissance anticipée des revenus nominaux et notamment de l'inflation attendue. Ces anticipations reposent largement sur les évolutions observées au cours des années passées. Or, malgré les progrès accomplis en matière de convergence des prix entre pays

européens, les taux d'inflation moyens observés sur les dix dernières années restaient, à l'hiver 2006, encore assez différents : proches de 1,5 % en Allemagne, France, Finlande et Autriche, ils atteignaient près de 3 % en Espagne, Portugal et Irlande. Sur une période plus courte, les écarts d'inflation restent tout aussi importants : en moyenne annuelle sur les cinq dernières années, les prix sont montés de 1,2 % en Finlande contre 3,3 % en Espagne. L'effet de ces écarts sur la demande de crédit au sein de la zone euro est d'autant plus important que ces écarts ont, en général, été redoublés par des écarts de croissance.

La dispersion des taux de croissance réelle des pays européens ne s'est en effet pas réduite depuis la fin des années 1970 [Benalal *et al.*, 2006]. Le contraste avec la baisse observée aux États-Unis est frappant (graphique 22). L'évolution du système financier a joué ici un rôle important et peu souligné. Des travaux récents [Morgan *et al.*, 2001] montrent que la progression de l'intégration bancaire au cours des années 1980 et jusqu'au milieu des années 1990 a largement contribué à la réduction des écarts de conjoncture entre États américains. Au début des années 1970, le système bancaire américain était encore éclaté : 15 000 banques opéraient sur l'ensemble du territoire, au travers de quelque 50 systèmes bancaires différents — un par État ! La déréglementation a eu lieu par étape, sur la base d'accords de réciprocité entre États et ne s'achèvera qu'au milieu des années 1990, la loi Riegle-Neal (ou *Interstate Banking and Branching Act*) autorisant les *Bank Holding Companies* à acquérir des banques sur l'ensemble du territoire. La relation entre activité dans un État et croissance des capitaux propres des banques de cet État, très forte avant l'intégration bancaire, a nettement diminué après. Plus diversifiées géographiquement, les banques — et donc leur offre de crédit — sont devenues beaucoup moins vulnérables aux retournements locaux. Les écarts dans les évolutions de l'activité entre États se sont fortement réduits. La dispersion des évolutions de l'emploi a ainsi baissé de 2 % (il n'était pas rare d'observer dans certains États une croissance de l'emploi 2 % plus faible ou plus forte que la moyenne) à seulement 0,25 % [Strahan, 2006]. Dans la zone euro, l'intégration bancaire n'a pas été une priorité et la part des actifs de succursales ou de filiales implantées dans un pays de la zone autre que celui de la banque mère reste faible. De même, les opérations transfrontalières de fusions-acquisitions ont été

extrêmement modestes au regard des opérations de consolidation nationales [Banque centrale européenne, 2006]. Cette faible intégration se traduit, malgré l'unicité du niveau des taux sans risque, par des conditions de crédit toujours très différentes entre pays de la zone euro.

Graphique 22. Dispersion de la croissance réelle entre pays, régions ou États, zone euro et États-Unis, 1978-2005



L'euro 4 est constitué de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et de l'Espagne.

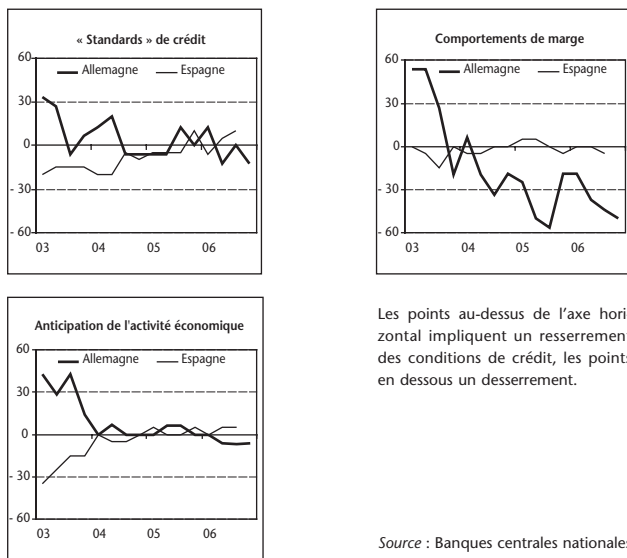
Sources : Eurostat, BEA, calculs des auteurs.

Les modes d'endettement des ménages européens sont d'abord loin d'être homogènes. En Autriche par exemple, la part des crédits à la consommation dans l'encours de crédit aux ménages était de près de 40 % en 2002, contre moins de 5 % aux Pays-Bas [Banque de France, 2004]. En moyenne pour l'ensemble de la zone toutefois, l'endettement hypothécaire domine : il représente, comme aux États-Unis, plus de 70 % de l'endettement des ménages. Et, si les taux des crédits par catégorie sont ici un peu plus homogènes, les modalités d'endettement et la manière dont les risques liés à ces emprunts à long terme sont portés ne le sont guère. Les ménages qui empruntent à taux variables portent le risque d'une possible hausse des taux à venir. Ceux qui empruntent à taux fixes portent le risque, si l'activité économique décélère, de voir la progression de leur revenu être inférieure à leurs attentes et de se trouver confrontés à une charge de dette supérieure à celle prévue. C'est

précisément ce risque qu'une option de renégociation permet d'écarter : si effectivement les taux à long terme baissent quand l'activité ralentit, les ménages endettés pourront, à un moment critique, réduire la charge de leur dette. Or, sur tous ces points, les pratiques sont très différentes entre pays européens. En Espagne, en Italie, en Finlande ou en Irlande, l'endettement hypothécaire est essentiellement à taux variables indexés sur des taux courts ; en Allemagne comme en France ou en Belgique, il reste en revanche largement à taux fixe. Enfin, les conditions de renégociation des crédits accordés sont, là encore, multiples : il est presque impossible de renégocier, sans pénalités dissuasives, le taux d'un crédit hypothécaire en Allemagne, alors que la loi autorise aux Pays-Bas un remboursement de 10 % par an du capital sans pénalité [Mercer Oliver Wyman, 2003].

Au-delà des modalités d'endettement propres à chaque pays, le lien entre taux hypothécaires pratiqués et taux sans risque est également très inégal. Les niveaux des taux d'intérêt proposés pour des crédits au logement d'échéances similaires, peuvent ainsi être assez éloignés : en France par exemple, les taux auxquels les prêts hypothécaires sont accordés sont plus faibles qu'en Allemagne, ces prêts servant souvent de produits d'appel pour les banques. Les statistiques harmonisées de la BCE montrent ainsi que le taux des crédits aux logements proposés aux ménages allemands était proche de 4,75 % mi-2006, contre 3,75 % pour les ménages français. La « marge » entre ce taux et le taux sans risque était nulle en France début 2006. Ces comportements de marges sont loin d'être le reflet de seuls choix « tactiques » des banques. Plus fondamentalement, l'état des systèmes bancaires nationaux contribue à renforcer, ou au contraire à détendre, le lien entre taux sans risque et taux des crédits accordés. Le contraste entre le comportement des banques allemandes, en crise après l'éclatement de la bulle boursière, et celui des banques espagnoles, florissantes, est ainsi frappant. Au début des années 2000, les premières ont fortement resserré leurs conditions de crédit en augmentant notamment leurs marges sur les prêts accordés aux ménages comme aux entreprises. Fortes d'une conjoncture économique plus favorable et moins affectées par la baisse de la Bourse, les secondes ont eu un comportement opposé, desserrant leurs conditions de crédit quand les banques allemandes resserraient les leurs (graphique 23).

Graphique 23. Conditions de crédit des banques pour les prêts au logement, Allemagne et Espagne, 2003-2006

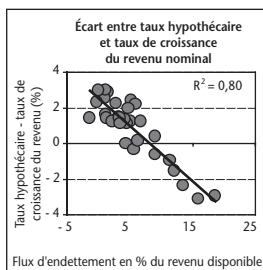
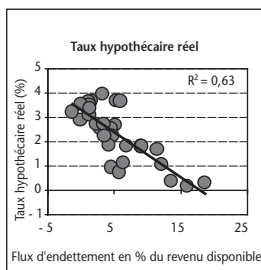
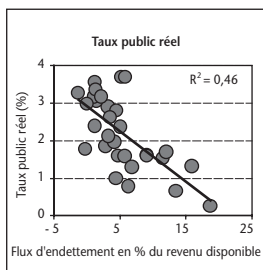


Les points au-dessus de l'axe horizontal impliquent un resserrement des conditions de crédit, les points en dessous un desserrement.

Source : Banques centrales nationales
(Bank Lending Survey).

Au total, dans les pays de la zone euro, les écarts durables de conjoncture et d'inflation alimentent des anticipations divergentes sur la croissance des revenus nominaux. Jointes aux différences des conditions de crédit — liées à l'intégration encore faible de la banque de détail —, ces écarts expliquent largement la diversité des comportements d'endettement observés. Le graphique 24 l'illustre : en déflatant un même taux sans risque par les inflations observées dans chaque pays, on comprend une part des différences dans les comportements d'endettement des ménages européens ; l'introduction des taux auxquels les ménages s'endettent effectivement — les taux hypothécaires propres à chaque pays — rend mieux compte encore de ces différences ; l'ajout, enfin, des écarts de croissance de revenus réels apporte un supplément d'explication.

Graphique 24. Coût du crédit et comportement d'endettement des ménages dans la zone euro, 2000-2005



Les points correspondent à des données annuelles pour les pays suivants : Allemagne, France, Italie, Espagne et Belgique. Pour expliquer le flux d'endettement des ménages, on a retenu, sur le graphique de gauche, le taux européen à dix ans des obligations publiques déflaté, pour chaque pays, par son inflation moyenne des dix dernières années ; sur le graphique du centre, on a fait figurer l'écart, propre à chaque pays, entre ses taux hypothécaires et son inflation moyenne des dix dernières années ; sur le graphique de droite, on a fait figurer, pour chaque pays, l'écart entre ses taux hypothécaires et le taux de croissance moyen, sur les dix dernières années, des revenus nominaux de ses ménages.

Sources : Banques centrales nationales, calculs des auteurs.

Le mouvement contrasté des soldes courants des pays occidentaux devient ainsi moins mystérieux : l'évolution différente de l'endettement des ménages après l'éclatement de la bulle boursière l'explique largement. Aux États-Unis, un nouveau mode de conduite de la politique monétaire, joint à la transformation du système financier, a permis un desserrement quasi instantané des conditions de crédit dont les ménages américains ont

pleinement tiré parti. En Europe, le processus a été plus lent, moins puissant et moins homogène : la Banque centrale n'étant en charge que de la stabilité des prix, elle a moins réagi que la Réserve fédérale à la menace d'une déflation et les conditions de crédit bancaire, encore largement nationales, sont loin de s'être partout assouplies de la même façon. Au total, la manière dont l'excédent d'épargne des pays d'Asie et de l'OPEP a été « alloué » entre les pays occidentaux s'explique largement par la différence des politiques qu'ils ont menées et par celle des systèmes financiers dont ils sont dotés.

V / La globalisation au secours du dollar

La configuration des déséquilibres courants du milieu des années 2000 est le produit d'un jeu complexe de forces. Aux pressions déflationnistes, d'origines multiples, les régions développées ont répondu par des politiques plus ou moins déterminées. Leurs succès ont été variés. Dans certains pays, la dépense a crû bien au-delà des revenus et des transferts internationaux d'épargne massifs ont pu avoir lieu. Les régions virtuellement exportatrices d'épargne le sont devenues effectivement : leurs excédents courants se sont constitués en contrepartie des déficits du reste du monde. Au sein de ce dernier toutefois, l'épargne exportée a été surtout vers les économies dotées de systèmes financiers capables de l'absorber. Ceci a conduit à des déficits concentrés, pour l'essentiel, sur l'économie américaine. D'autres économies ont certes également importé de l'épargne, mais leur taille étant plus petite, leurs déficits ne représentent qu'une fraction de celui des États-Unis. Ce « déséquilibre dans le déséquilibre » réduit le problème de la soutenabilité de la configuration des soldes courants observée depuis le milieu des années 2000 à une question centrale : jusqu'à quand les États-Unis pourront-ils continuer d'accumuler des dettes vis-à-vis du reste du monde ?

Deux problèmes, souvent mêlés, gagnent ici à être distingués. Le premier est celui de la soutenabilité monétaire du déficit américain : jusqu'à quand le reste du monde acceptera-t-il de prendre le risque de détenir des actifs *en dollars* sans baisse profonde du cours de la devise américaine ? Le second concerne la soutenabilité financière de ces déficits : jusqu'à quand le reste du monde acceptera-t-il de prêter, en quelque monnaie que ce

soit, à *des débiteurs américains* ? Distinguer ainsi « risque de change » et « risque de crédit » n'est pas artificiel. Le cas espagnol montre clairement que ces deux dimensions sont bien séparables. Depuis 2000, l'Espagne a cumulé des déficits courants qui, rapportés à son PIB, sont plus importants que ceux des États-Unis. Leur soutenabilité monétaire ne peut pourtant poser problème : la monnaie espagnole est aujourd'hui l'euro et la zone euro, prise dans son ensemble, a plutôt cumulé, sur ces mêmes années, des excédents. La question de la soutenabilité financière de l'endettement des emprunteurs espagnols n'en est pas moins posée : dans quelle mesure pourront-ils faire face à la charge de leur dette et jusqu'à quand le reste du monde acceptera-t-il de leur prêter ? La distinction des deux dimensions de la soutenabilité s'impose tout autant pour les États-Unis.

Pour l'usage de leur monnaie, ces derniers sont, notons-le, dans une situation exactement inverse de celle de l'Espagne. Si les Espagnols s'endettent en une monnaie qui n'est pas seulement la leur, les Américains eux ne sont pas les seuls à s'endetter en dollars. Ainsi, depuis plusieurs décennies, une grande partie de l'endettement des régions émergentes s'effectue en monnaie américaine. Or, pour celui qui, dans le reste du monde, détient une créance en dollars, le risque de change est le même que cette créance soit sur le Brésil ou sur les États-Unis. La masse de créances en dollars détenues dans le reste du monde n'est plus, depuis longtemps maintenant, la contrepartie de dettes seulement américaines. Distinguer le risque de crédit lié à l'endettement américain du risque de change lié à la détention d'actifs en dollars n'en est que plus important : lorsque les économies d'Asie, au lendemain de la crise de 1998, remboursent des dettes en dollars en accumulant des excédents commerciaux dont la contrepartie est un creusement du déficit américain, l'endettement des États-Unis augmente sans que le cours du dollar ne soit directement affecté. De même, si un certain nombre de pays exportateurs de pétrole ont avec les États-Unis une relation suffisamment privilégiée pour détenir l'essentiel de leurs avoirs financiers en dollars, une hausse du prix du pétrole qui creuse le déficit américain en même temps qu'elle augmente les excédents pétroliers, pèsera peu sur le cours du dollar. Elle n'en augmentera pas moins l'endettement des Américains. Là encore, si l'opération est neutre du point de vue du risque de change, elle ne l'est pas pour le risque de crédit.

Cette distinction entre soutenabilité monétaire — source d'un risque de change — et soutenabilité financière — source d'un risque de crédit — a bien sûr ses limites. Si on redoutait demain de voir les États-Unis ne plus pouvoir emprunter, le dollar aurait toutes chances de s'effondrer. Du jour au lendemain, les résidents américains seraient en effet contraints de ne pas dépenser plus qu'ils ne gagnent (et même de dépenser moins si on leur demandait de rembourser une partie de leurs emprunts passés). Ce retour à l'équilibre, voire à un excédent, du solde courant serait impossible sans une forte baisse du dollar. La seule anticipation d'une telle situation — un doute sur le crédit des États-Unis — suffirait donc à provoquer une crise de change. En 2006, l'éventualité paraissait lointaine : malgré l'ampleur des déficits accumulés depuis la fin des années 1990, le taux de change effectif réel du dollar était le même qu'en 1997. Comprendre ce qui peut expliquer cette étonnante résistance de la devise américaine et ce qui, éventuellement, pourrait provoquer sa crise est l'objet de ce chapitre. Le suivant traitera des limites de l'endettement américain.

Le rôle des autorités monétaires asiatiques

Au début des années 2000, lorsque la dégradation du solde courant américain s'est accélérée, l'effondrement du dollar a semblé proche. L'inquiétude s'appuyait sur un constat : les interventions des Banques centrales asiatiques représentaient une large part du besoin de financement des États-Unis. Si seules des Banques centrales acceptaient ainsi de les financer, la faillite de l'économie américaine était forcément imminente et, avec elle, la chute du dollar. Ce raisonnement, en apparence plein de bon sens, n'en était pas moins sommaire.

On ne peut d'abord jamais dire, lorsqu'on examine un tableau comptable, que les recettes qui apparaissent sur une ligne financent le solde du compte retracé, sauf bien sûr si cette ligne est la seule. Or la balance des paiements n'est rien d'autre qu'un tableau comptable et, même dans ses versions les plus agrégées, son compte courant comme son compte financier comportent chacun plusieurs lignes. La seule chose que l'on puisse éventuellement dire est que, par construction, le solde du compte

financier finance celui du solde courant ¹. En 2004, par exemple, le solde du compte courant de la balance des paiements américaine était d'environ 665 milliards de dollars. Il était financé par un excédent du compte financier de même montant. Dans ce dernier, la ligne donnant les entrées de capitaux correspondant à l'accroissement de réserves des Banques centrales du reste du monde représentait un peu moins de 400 milliards de dollars, soit trois cinquièmes du déficit courant. Un raisonnement rapide pourrait conduire alors à dire que sans ce soutien des Banques centrales étrangères, les États-Unis auraient dû réduire leur train de vie de 400 milliards de dollars pour diminuer d'autant leur déficit. Ce raisonnement néglige simplement les autres lignes du compte financier. Or, cette année-là, le total des entrées de capitaux recensées dans la balance des paiements dépassait 1 450 milliards de dollars. Outre les 400 milliards de réserves placées en dollars, les États-Unis ont alors reçu, sous une forme ou sous une autre, plus de 1 000 milliards de dollars de placements privés. Les Banques centrales étaient donc loin d'être les seules à accepter de prêter aux États-Unis ! Et, si leurs réserves ne s'étaient pas accrues, rien ne permet de dire que le déficit courant aurait dû se réduire de 400 milliards. Il est sorti, en 2004, plus de 850 milliards de dollars de capitaux des États-Unis. S'il avait manqué 400 milliards d'entrées, les sorties auraient tout simplement pu diminuer du même montant : à elles seules, les banques américaines ont prêté, cette année-là, près de 400 milliards de dollars au reste du monde. En ne les prêtant pas, elles comblaient le trou laissé par l'éventuelle absence des Banques centrales étrangères !

La thèse selon laquelle les Banques centrales jouent un rôle prépondérant dans le financement du déficit courant américain ne repose pas seulement sur une lecture trop rapide de la balance des paiements, mais bien aussi sur une erreur d'analyse. Penser que sans interventions officielles, les États-Unis auraient eu un problème de financement est étrange. Les Banques centrales, on l'a vu au chapitre III, sont intervenues en effet non pour financer le déficit américain, mais pour éviter que leur monnaie ne s'apprécie trop sous l'effet des excédents commerciaux dégagés

1. On néglige bien sûr ici, outre le compte de capital où figurent des montants infimes, le désajustement statistique qui, lui, peut atteindre des montants vertigineux !

Tableau 1. **Balance des paiements des États-Unis, 2003-2005**
(en milliards de dollars)

	2003	2004	2005
Balance courante	- 528	- 665	- 792
Compte financier*	528	665	792
Achats d'actifs étrangers par les États-Unis			
dont :	- 326	- 868	- 427
- Réserves	2	3	14
- Investissements directs	- 150	- 244	- 9
- Investissements de portefeuille	- 147	- 147	- 180
- Prêts bancaires	- 13	- 362	- 213
- Autres	- 18	- 118	- 39
Achats d'actifs américains par les étrangers			
dont :	865	1 450	1 212
- Réserves des Banques centrales	278	388	199
- Investissements directs	64	133	110
- Investissements de portefeuille	312	484	674
- Prêts bancaires	97	337	180
- Autres	113	108	50
Compte de capital et erreur statistique	- 11	83	6

* Y compris le compte de capital et l'erreur statistique.

Source : Bureau of Economic Analysis.

par leurs économies en contrepartie de ce déficit. Un excédent japonais par exemple conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une vente nette de dollars contre yen qui pousse ce dernier à la hausse. En vendant des yens pour acheter des dollars, la Banque du Japon s'oppose à cette pression. Lorsqu'elle intervient, le déficit américain a déjà été financé (sinon le Japon ne pourrait avoir d'excédent !) et une épargne japonaise s'est constituée en contrepartie. Ceux qui détiennent cette épargne peuvent toutefois ne pas vouloir, à cours inchangé, prendre le risque de la détenir en dollars. Ils se défont donc du risque de change en vendant leurs dollars à la Banque du Japon. En intervenant, celle-ci ne finance rien : elle accepte simplement de prendre un risque de change à la place du secteur privé. Que se serait-il passé si elle ne l'avait pas fait ? Le financement de l'économie américaine n'aurait en rien été remis en question. Mais le dollar aurait baissé face au yen jusqu'à ce que des agents privés acceptent de prendre le risque de change dont ils ne voulaient pas au cours initial. Compte tenu de l'aversion au risque particulièrement

élevée des ménages et de la faible capacité de prise de risque des institutions financières locales, cet équilibre aurait été trouvé à un cours du dollar contre yen beaucoup plus faible. Le compte financier de la balance des paiements américaine aurait alors enregistré des entrées sur la ligne des mouvements de capitaux privés et non plus des réserves officielles. Mais la hausse du yen aurait pesé sur la conjoncture japonaise : la Banque du Japon est intervenue au début des années 2000 précisément pour l'éviter.

Si l'on examine maintenant le dispositif institutionnel qui régit les interventions des autorités monétaires dans ce cas particulièrement éclairant, les choses deviennent plus explicites encore. La Banque centrale ne fait en effet ici qu'intervenir pour le compte du ministère des Finances, la loi budgétaire fixant chaque année un plafond au montant des réserves que ce dernier peut détenir. La Banque centrale, seule active sur le marché des changes, achète des dollars lorsque le yen tend à monter trop. Elle vend ensuite ces dollars au Fonds de stabilisation des changes du ministère des Finances. Celui-ci règle la Banque centrale — pour le faire, il émet un emprunt en yen sur le marché japonais — et place les dollars acquis en titres du Trésor américain. Les autorités japonaises se substituent ainsi bien aux résidents privés pour la seule prise d'un risque de change : elles détiennent à leur place des dettes en dollars et leur permettent en échange d'acquiescer des créances en yen. Ce faisant, elles deviennent un maillon de la chaîne de prises de risques qui permet à l'épargne d'un ménage japonais d'être la contrepartie d'un prêt au logement accordé à un ménage américain. En l'occurrence, ces autorités occupent la position d'un preneur de risque de change, laissant aux agents privés — du Japon ou d'ailleurs — le soin de prendre les autres risques de la chaîne (risque de crédit, risque de taux d'intérêt...) [Brender et Pisani, 2001]. En achetant des bons du Trésor américain, le plus souvent d'échéance relativement courte, le ministère des Finances fait, en effet, un placement « sans risque » — sans risque de crédit s'entend — qu'il finance en émettant sa propre dette, à peu près à la même échéance. Il se trouve donc bien dans la situation d'un preneur de risque de change : il paie un taux sans risque en yen et reçoit un taux sans risque en dollars. Le risque pris est celui d'une baisse du dollar allant au-delà de celle compensée par l'écart des deux taux d'intérêt. Des preneurs de risque privés auraient pu tout aussi bien faire l'opération. Le fait que la

Banque du Japon ait dû intervenir montre seulement qu'ils n'étaient pas prêts à le faire, l'écart de taux d'intérêt étant donné, qu'à un cours du yen plus élevé.

L'accroissement continu des réserves de la Banque de Chine relève d'une logique un peu différente. Le régime de contrôle des changes interdit pratiquement aux résidents chinois la détention d'actifs financiers en devises. Les dollars acquis dans les échanges internationaux doivent nécessairement être convertis en yuan auprès de la Banque centrale et le risque de change associé aux excédents chinois ne peut donc finir ailleurs qu'au bilan des autorités monétaires. Comme au Japon, ces autorités ne font rien d'autre que décharger les agents privés d'un risque de change qu'ils n'ont cette fois pas le droit de prendre. Compte tenu de l'importance des réserves ainsi accumulées (elles ont dépassé 1 000 milliards de dollars fin 2006, soit près de la moitié du PIB chinois), on doit bien sûr s'interroger pour savoir jusqu'à quand les autorités peuvent agir ainsi. Si le dollar devait baisser fortement, la stratégie suivie — maintenir le change bas de façon à continuer d'accumuler des excédents courants — n'impliquerait-elle pas une perte considérable ? Pour répondre, revenons sur les fondements de cette stratégie. Que se serait-il passé si la Chine avait réévalué sa monnaie jusqu'à ce que son excédent disparaisse ? N'accumulant plus de réserves, elle aurait cessé d'accroître le montant des pertes auxquelles elle s'expose en cas de baisse du dollar. Mais le prix à payer aurait été élevé : pour ramener le solde courant à l'équilibre, la propension à dépenser des agents chinois aurait dû augmenter jusqu'à être égale à l'unité. Pour y parvenir, il aurait fallu que la croissance chinoise baisse fortement et que l'économie s'écarte sensiblement du plein-emploi. La perte de revenu et le coût social d'un tel ajustement auraient été très importants, sans doute largement supérieurs aux pertes auxquelles la Chine est exposée en cas de baisse du dollar. Tant que sa propension à dépenser de « plein-emploi » restera insuffisante, la Chine aura intérêt à peser sur le cours du yuan !

Les interventions des Banques centrales des pays d'Asie font ainsi porter à des agents publics une partie du risque de change impliqué par l'endettement extérieur américain. Elles sont loin toutefois de pouvoir expliquer à elles seules que le dollar ne se soit pas effondré. La place des réserves officielles dans le passif de l'économie américaine n'était en effet, au milieu des années 2000, guère plus élevée que vingt ans plus tôt. Le constat ne doit pas

surprendre. Il rappelle seulement à quel point le développement de la globalisation financière a été rapide. Si le poids dans le passif de l'économie américaine de réserves officielles devenues massives n'est pas en forte hausse, c'est simplement parce que le total de ce passif a lui-même beaucoup progressé au cours des dernières décennies. Cette évolution a modifié les conditions dans lesquelles les déséquilibres de soldes courants affectent le cours des monnaies et en particulier celui du dollar. Elle explique pourquoi ce dernier est resté relativement stable aussi face aux monnaies qui flottent librement, celles des pays occidentaux notamment.

Le rôle de la globalisation financière

La globalisation financière a permis aux résidents des pays les plus avancés financièrement de diversifier la composition de leur richesse. En quelques décennies, le poids dans le PIB des actifs sur l'étranger détenus dans ces pays s'est fortement accru, en même temps qu'augmentait celui de leurs engagements vis-à-vis de l'extérieur. Cette diversification, permise par la globalisation, a fait croître la taille du « bilan » extérieur de ces économies [Lane et Milesi-Ferretti, 2003]. Qu'elles aient cumulé des excédents ou des déficits, elles ont désormais des bilans dont la taille, rapportée au PIB de chacune, est beaucoup plus élevée qu'il y a quelques décennies et relativement comparable. Ainsi, au milieu des années 2000, le passif de la zone euro était identique à celui des États-Unis (tableau 2), alors même que le PIB américain était supérieur à celui de la zone euro. Si l'on prend en compte l'existence de places financières — l'Irlande et le Luxembourg — qui gonflent artificiellement le bilan européen, on peut considérer que les deux plus grandes régions économiques de la planète ont des bilans avec le reste du monde représentant environ une fois leur PIB. Il y a vingt-cinq ans, ce rapport était plus de trois fois plus faible ! *Cet accroissement de la taille des « portefeuilles » d'actifs internationaux* a une conséquence pour la détermination des changes : *il atténue fortement l'effet des déséquilibres courants accumulés sur les cours des grandes monnaies*. La raison en est relativement intuitive. Ces régions, lorsqu'elles sont déficitaires, se financent en émettant des dettes libellées en leur monnaie qui devront trouver place dans les portefeuilles des résidents du reste du monde. Pour ces derniers, détenir plus d'avoirs en devises

étrangères conduit à la prise d'un supplément de risque de change. Ils le prendront si, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du cours de la monnaie de la région déficitaire réduit pour eux suffisamment le prix de ces avoirs. Toutefois, plus la taille des portefeuilles susceptibles d'absorber les dettes ainsi émises sera grande et plus la pression à la baisse du change sera faible.

Tableau 2. Positions extérieures nettes des États-Unis et de la zone euro à fin 2005
(milliards de dollars)

	États-Unis		Zone euro	
	Actif	Passif	Actif	Passif
Investissement direct	3 524	2 797	3 211	2 823
Investissement de portefeuille	4 074	5 096	4 865	6 242
— Actions	3 086	2 115	2 052	2 875
— Obligations	988	2 980	2 814	3 367
Autres investissements	3 215	3 517	4 346	4 696
Réserves	266	2 216	379	
Total	11 079	13 625	12 801	13 762
Position extérieure nette		- 2 546		- 960

Source : Réserve fédérale, Banque centrale européenne.

Pour le montrer simplement [Blanchard *et al.*, 2005], raisonnons sur un monde à deux « pays » — les États-Unis et la zone euro — ayant, en monnaie nationale, le même PIB Y . On suppose que 1 dollar vaut 1 euro. Le total des actifs financiers émis par les résidents des deux pays — X — est le même et ces actifs sont entièrement libellés en monnaie nationale. Ces pays ont eu des échanges équilibrés et leur position extérieure l'est aussi : le total des actifs émis est, dans chacune, égal à la richesse financière accumulée. Dans les deux pays, cette richesse — W — est donc égale à X . Ces deux économies sont intégrées financièrement : leurs résidents peuvent diversifier géographiquement — et donc aussi par devises — la composition de leur richesse. Leurs comportements sont, là encore, identiques. Ils tirent parti de l'ouverture financière en ne détenant qu'une part α de leur richesse W en actifs domestiques ; le reste, soit $(1 - \alpha)W$, est placé en actifs étrangers. Cette structure de détention traduit un pur

souci de diversification : dans les deux pays, les rendements attendus des actifs sont les mêmes et aucun mouvement de change n'est anticipé. Les bilans extérieurs des deux économies, en monnaie nationale, s'écrivent alors facilement :

États-Unis		Zone euro	
A	P	A	P
$(1 - \alpha) W$	$(1 - \alpha) W$	$(1 - \alpha) W$	$(1 - \alpha) W$

Les engagements de chaque pays résultent, en effet, eux aussi, de ce comportement de diversification : pour acquérir des actifs étrangers, leurs résidents cèdent un montant $(1 - \alpha)X$ d'actifs nationaux qui vont devoir être détenus par l'étranger. Compte tenu de la parfaite symétrie des comportements et de la taille identique des pays, l'ensemble des actifs émis est bien détenu à un cours de l'euro contre dollar égal à l'unité.

Dans ce cadre de référence, définissons une mesure γ de l'« intensité » de la globalisation en rapportant au PIB de chaque pays le montant des actifs domestiques cédés par les résidents nationaux pour acquérir des actifs étrangers. La taille du bilan de nos économies lui est directement liée : les actifs, « libérés » par cette diversification, devront nécessairement être détenus par l'extérieur. On posera :

$$\gamma = \frac{(1 - \alpha) X}{Y}$$

Cette intensité est, dans cette situation de référence, égale à la taille, rapportée au PIB, du bilan international de nos économies. Elle est bien sûr d'autant plus élevée que les résidents souhaitent détenir une part faible de leur richesse en actifs domestiques, mais aussi que le stock X d'actifs financiers domestiques est important par rapport au PIB. Cette mesure définie, voyons comment les progrès de la globalisation affectent les effets d'un déséquilibre extérieur sur le change.

Supposons, toutes autres choses restant égales par ailleurs, que les États-Unis aient une position extérieure nette déficitaire de montant F , en dollars, l'Europe ayant en contrepartie une position excédentaire. Dans les deux pays, les montants des actifs émis X sont toujours les mêmes, mais les richesses sont maintenant différentes : celle des agents américains, déficitaires, est plus faible que celle des Européens, excédentaires. On a, en

désignant maintenant par W la richesse des résidents américains et par W^* celle des Européens :

$$W = X - F \text{ et } W^* = X + \frac{F}{e}.$$

Le taux de change e (un euro = e dollars) est celui qui va s'établir dans cette nouvelle situation. Les États-Unis étant en position déficitaire, les résidents européens vont devoir détenir un montant supplémentaire F d'actifs américains. Si, par hypothèse, les actifs des deux régions continuent d'avoir les mêmes rendements en monnaie nationale et qu'aucun mouvement de change n'est anticipé, la seule façon de faire détenir un surcroît d'actifs américains par les Européens est d'en baisser le prix, en l'occurrence d'augmenter le cours e de l'euro face au dollar. Jusqu'où le dollar doit-il baisser — e doit-il monter — pour que tous les actifs soient effectivement détenus ?

Les bilans des deux économies s'écrivent maintenant (toujours en monnaies nationales) :

États-Unis		Zone euro	
A	P	A	P
$(1 - \alpha) W$	$F + (1 - \alpha) W$	$(1 - \alpha) W^*$	$-\frac{F}{e} + (1 - \alpha) W^*$

Écrivons que tous les actifs américains sont détenus. La demande européenne d'actifs étrangers — inchangée en monnaie nationale — doit alors être égale, convertie en dollars au taux e , au montant d'actifs cédés par les Américains. Ce montant est celui impliqué par leur diversification, soit $(1 - \alpha) W$, augmenté cette fois de leur position extérieure F . On a ainsi :

$$F + (1 - \alpha) W = e (1 - \alpha) W^*.$$

On en déduit, compte tenu de la définition des richesses des résidents des deux pays :

$$e = \frac{(1 - \alpha) (X - F) + \alpha F}{(1 - \alpha) X} (1).$$

Soit $\sigma = \frac{F}{Y}$, l'intensité des déséquilibres courants américains accumulés (le rapport de la dette nette des États-Unis à leur PIB). Le cours qui équilibre le marché des changes est fonction, on le

vérifie aisément, de cette intensité, mais aussi de celle de la globalisation. En partant de la relation (1), on obtient :

$$e = 1 + \frac{\sigma}{\gamma} - 2 \sigma \frac{Y}{X}$$

qui peut s'écrire aussi :

$$e = 1 + \frac{\sigma}{\gamma} (2 \alpha - 1)$$

Si, dans les deux pays, les résidents ont gardé un « biais » en faveur des actifs domestiques — s'ils souhaitent en détenir plus que d'actifs étrangers — on aura $\alpha > \frac{1}{2}$. Le cours e sera alors bien

fonction croissante de la position extérieure nette américaine² : plus le poids de la dette nette des États-Unis sera élevé, plus l'euro devra s'apprécier (plus le cours du dollar devra baisser) pour ajuster la valeur des actifs américains à détenir à celle de la demande européenne. À ce constat, attendu, s'en ajoute un autre, essentiel pour comprendre les conséquences des déséquilibres financiers des années 2000 sur les cours des monnaies : *plus la globalisation progresse (i.e. plus γ est grand) et moins l'effet sur le change d'un déséquilibre d'intensité donnée — σ — sera important*. Une conclusion simple peut en être tirée : l'intensité des déficits américains du milieu des années 2000 a beau avoir été plus élevée que jamais, ces déficits ont moins pesé sur le cours du dollar que ceux plus modestes observés il y a une vingtaine d'années.

Le montant des actifs sur le reste du monde que les résidents des deux économies souhaitent détenir par seul souci de diversification n'est toutefois pas forcément celui qui sera effectivement demandé : la perspective d'un différentiel de rendement peut conduire les résidents des deux pays à s'écarter de leurs structures de détention de référence. Ils s'en écarteront d'autant plus que le différentiel *anticipé* sera élevé et que leur aversion pour le risque est faible. Le différentiel de rendement *effectif* entre un placement en euros et un placement en dollars est en effet une grandeur incertaine. Il dépend de l'écart des taux d'intérêt entre les deux monnaies et de l'évolution de leur taux de change. Si l'on peut, pour simplifier, considérer le premier terme comme certain³, le second ne l'est pas, d'où, pour celui

2. Plus la diversification augmente — plus α baisse pour se rapprocher de 1/2 — et moins cet effet de la position extérieure sur le change sera important.

3. On suppose le passif de chaque pays composé uniquement de dettes à court terme.

qui détient un actif en monnaie étrangère, un risque de change. Appelons ρ le différentiel de rendement anticipé entre un placement en euros et un placement en dollars⁴ et β le paramètre d'aversion au risque des résidents des deux régions. Plus β est élevé, plus l'aversion au risque est faible et plus la part des actifs sur l'étranger s'écartera de la part de référence en réponse à un différentiel de rendement anticipé donné ρ . Lorsque ce différentiel est supérieur à l'unité, les placements en euros deviennent plus attrayants que ceux en dollars et la part désirée d'actifs en euros augmente chez les résidents des deux pays.

Réécrivons alors, toujours en monnaies nationales, les bilans des deux zones en supposant, là encore, une parfaite symétrie des comportements :

États-Unis		Zone euro	
A	P	A	P
$\rho^\beta (1 - \alpha) W$	$\sigma Y + \rho^\beta (1 - \alpha) W$	$\frac{1}{\rho^\beta} (1 - \alpha) W^*$	$-\frac{\sigma Y}{e} + \frac{1}{\rho^\beta} (1 - \alpha) W^*$

Le cours d'équilibre e se détermine comme précédemment en écrivant que la totalité des actifs sont détenus. Les résidents américains « libèrent » maintenant, en sus de leur position extérieure nette σY , un montant $\rho^\beta (1 - \alpha) W$ d'actifs en dollars qui doit trouver place dans les portefeuilles européens. Exprimée en euros, la demande européenne d'actifs étrangers est, cette fois, $\frac{1}{\rho^\beta} (1 - \alpha) W^*$. La relation qui détermine le cours de change d'équilibre devient donc :

$$\sigma Y + \rho^\beta (1 - \alpha) W = \frac{1}{\rho^\beta} (1 - \alpha) e W^*.$$

On en déduit :

$$e = \rho^{2\beta} + \frac{\sigma}{\gamma} (\rho^\beta - (1 - \alpha) (1 + \rho^{2\beta})) \quad (2).$$

On constate que le jeu du différentiel de rendement n'est pas affecté par la globalisation : plus l'intensité de cette dernière est élevée, plus l'effet des écarts de rendement anticipés l'emporte

4. On pose $\rho = \frac{(1 + i^*)}{(1 + i)}$, $\frac{e^a}{e}$ où i^* et i sont les taux d'intérêt effectifs sur des placements respectivement en euros et en dollars et e^a est le taux de change attendu.

sur celui — appelé parfois fondamental — dû à l'accumulation de déséquilibres externes. Ce rôle dominant des écarts de rendement sera d'autant plus marqué que l'aversion au risque des détenteurs de portefeuille sera faible.

L'analyse relativise ainsi les conséquences pour le dollar du creusement du déficit courant américain. Elle ne signifie pas que ce déficit soit sans conséquences : toutes choses égales par ailleurs, une dégradation continue de la position extérieure des États-Unis poussera le dollar à la baisse. Mais les forces qui contribuent à amortir cette baisse et à réduire les risques de le voir s'effondrer sont, même dans ce cas, puissantes.

Le rôle de la spéculation

Deux forces déterminent la valeur du dollar face aux monnaies qui flottent librement (figurées ici par l'euro). L'une tient, on vient de le voir, à l'accumulation de déséquilibres des paiements extérieurs (étendus éventuellement aux mouvements de capitaux dont la logique n'est pas financière). Les progrès de la globalisation vont continuer d'éroder son poids, augmentant en conséquence celui de l'autre force à l'œuvre : l'écart des rendements anticipés. *Globalisation aidant, un écart de taux d'intérêt modeste peut faire contrepoids aux pressions à la baisse du change nées du cumul d'importants déficits courants, voire permettre au change de s'apprécier malgré ces déficits.* La relative vigueur du dollar au milieu des années 2000 trouve là une partie de son explication : aux forces baissières nées des déficits courants accumulés, se sont opposées celles, haussières, engendrées par le niveau relativement élevé des taux américains. D'où la stabilité du dollar face à l'euro et sa hausse face au yen (alors même que la Banque du Japon avait cessé d'intervenir).

Les écarts de taux d'intérêt ne sont pas les seuls dont l'influence se renforce aux dépens des facteurs fondamentaux. Le différentiel de rendement ρ , juste évoqué, est défini par la combinaison de deux termes : un écart de taux d'intérêt et une anticipation sur l'évolution du change. Les anticipations — et avec elles la spéculation — jouent donc, au même titre que les écarts de taux, un rôle accru dans la détermination du change. Ce rôle a même toutes chances de devenir crucial au cours des prochaines années. Les écarts de taux d'intérêt entre grandes

économies développées, favorables au dollar depuis que le déficit américain a atteint ses niveaux records du début des années 2000, vont en effet se réduire. La Réserve fédérale, pour freiner la croissance de la demande intérieure américaine, a engagé à l'été 2004 un resserrement monétaire ; le ralentissement du secteur immobilier observé en 2006 a été violent et l'a conduit à mettre un terme à ce resserrement. En même temps, de l'autre côté de l'Atlantique, la reprise européenne s'est accompagnée, depuis décembre 2005, d'une hausse des taux directeurs de la BCE. Au Japon, la Banque centrale a clairement annoncé son intention de « normaliser » elle aussi le niveau de ses taux directeurs. Si les écarts de taux entre grandes monnaies se réduisent alors même que les États-Unis continuent d'accumuler des déficits importants, le dollar sera poussé à la baisse. La probabilité que ces écarts évoluent de manière suffisamment brutale pour provoquer une chute profonde de la monnaie américaine est toutefois faible. Il n'en va pas de même des anticipations de change : leur volatilité potentielle est nettement plus grande. La spéculation est donc aujourd'hui la principale source d'une possible déstabilisation des marchés : si demain tout le monde est persuadé que le dollar doit baisser, il baissera rapidement. Ne voir dans les anticipations des « spéculateurs » qu'une source de menaces serait une erreur. Leur formation peut en effet relever de logiques différentes avec, dans chaque cas, des conséquences différentes pour la stabilité — ou l'instabilité — monétaire.

Supposons d'abord que les intervenants de marché aient des *convictions fortes* sur les niveaux de change qui doivent s'établir à l'horizon des prochains mois. Constatant, par exemple, que les États-Unis ont un déficit important, ils sont convaincus que le cours du dollar par rapport à l'euro va suivre une trajectoire de dépréciation progressive : en deux ans, il doit baisser de 20 % par rapport à son niveau actuel. Si cette trajectoire anticipée reste fermement ancrée dans l'esprit des marchés, l'évolution effective du change ne pourra s'en écarter beaucoup, et ce, quelle que soit l'évolution du déficit courant américain et celle des écarts de taux d'intérêt. Pour le montrer, appelons \bar{e}^a la valeur du change anticipée pour la période suivante. L'équation d'équilibre du marché des changes définie à la fin du paragraphe précédent peut, pour rendre son maniement plus simple, s'écrire de façon approchée comme le *produit* d'une force fondamentale k — fonction des déséquilibres accumulés — et du différentiel de

rendement ρ . La relation 2 ci-dessus est, lorsque ρ est voisin de l'unité, à peu près équivalente à⁵ :

$$e = k\rho^{\beta b}.$$

Si, toujours pour simplifier, on suppose l'écart des taux d'intérêt nul, on aura :

$$e = \left(1 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma}\right) \cdot \left(\frac{\bar{e}^a}{e}\right)^{\beta b}.$$

Le cours d'équilibre s'écrira alors :

$$e = \left(\bar{e}^a\right)^{\frac{\beta b}{\beta b + 1}} \cdot \left(1 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma}\right)^{\frac{1}{\beta b + 1}}.$$

L'écart entre le taux anticipé \bar{e}^a et celui e qui va effectivement s'établir définit ainsi une force de rappel, d'autant plus puissante que l'aversion au risque est faible. Cette force, liée à la conviction des marchés sur ce que sera l'évolution du change, joue un rôle stabilisateur : elle évitera qu'un écart trop grand ne se creuse entre cours effectivement observé et trajectoire anticipée. Imaginons qu'il en aille différemment et que le dollar passe très en dessous de cette trajectoire. L'écart entre le cours anticipé et celui qui s'établit effectivement augmentera et avec lui l'intensité de la force de rappel. Cette force tendra donc à ramener le change vers la trajectoire anticipée. Plus l'aversion au risque sera faible et moins le dollar s'écartera de cette trajectoire, tant bien sûr que les convictions resteront fortes.

Le jeu de cette force de rappel repose entièrement sur la fermeté des convictions des marchés. Celles-ci semblent toutefois plus souvent friables que fortes. Les enquêtes révèlent en effet une absence de vue arrêtée sur les *niveaux* à venir du change. Si une forte baisse du dollar a lieu demain, on anticipera pour les semaines qui suivent une correction de ce mouvement. Si, quelques jours plus tard, le dollar baisse encore, on continuera d'anticiper une correction, mais qui ramènera à un niveau plus faible que celui attendu précédemment. Les marchés anticipent ainsi fréquemment la simple inversion du mouvement qui vient d'être observé, les niveaux attendus étant en permanence révisés :

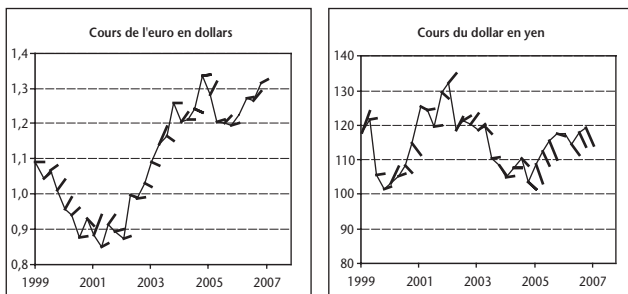
5. Lorsque ρ est proche de 1, l'équation (2) peut en effet s'écrire sous la forme $e = k\rho^{\beta b}$

où $k = 1 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma}$ avec $\lambda = (2\alpha - 1)$ et $b = \frac{2 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma}}{1 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma}}$. Puisque $\alpha > \frac{1}{2}$ et $\sigma > 0$, k et b sont

positifs.

entre 1999 et 2006, dans les trois quarts des cas pour l'euro et le yen, le mouvement anticipé face au dollar a été de sens inverse à celui juste observé, en corrigeant le plus souvent une partie importante [Brender et Pisani, 2001] (graphique 25).

Graphique 25. Anticipations de change sur l'euro et le yen face au dollar, 1999-2006



Le trait épais représente, trimestre après trimestre, la variation anticipée du change et le trait fin son évolution effective. L'enquête retenue ici est réalisée par Bloomberg autour du début du trimestre et interroge les intervenants sur leurs anticipations pour la fin du trimestre (l'horizon est donc d'environ trois mois).

Dans ce régime de *convictions friables*, les anticipations, au lieu d'ancrer les évolutions effectives, sont influencées par elles. Ces anticipations n'en sont pas moins source d'une force qui permet d'éviter, là encore, une baisse plus brutale du change. Pour le montrer, plaçons-nous dans le cas extrême où le mouvement attendu corrigerait la totalité de l'évolution juste observée (on écrit donc ici $e^a = 1$). Si l'on suppose à nouveau les écarts de taux nuls, on vérifie facilement que le marché des changes s'équilibre cette fois pour le cours :

$$e = \left(1 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma} \right)^{\frac{1}{1+\beta b}} .$$

Plus l'aversion au risque sera faible et plus la baisse du dollar (la hausse de l'euro) provoquée par le déséquilibre fondamental (le déficit courant américain) sera amortie. Le dollar baissera bien sûr d'autant plus que ce déséquilibre sera grand, mais

cette baisse sera ralentie, à l'image de celle d'un parachutiste tiré vers le bas par la pesanteur mais freiné par son parachute.

Le poids accru des anticipations dans la détermination de l'évolution des changes des grandes monnaies n'implique ainsi pas nécessairement une instabilité plus forte des cours. L'apparition d'un autre régime d'anticipation, dévastateur celui-là, ne peut cependant être exclue. Dans ce régime, observé de manière épisodique sur les marchés des changes des grandes monnaies, les cours atteints ne comptent plus : quels qu'ils soient, on anticipera non plus un niveau, mais un rythme de variation du change ⁶. Si ce régime s'établit, l'effondrement d'une grande devise devient possible. On l'a vu en particulier au début de l'été 1998, lorsque, pendant la crise asiatique, le yen a failli s'effondrer. La menace de voir demain le dollar victime à son tour d'une crise de ce type existe. Elle peut être prévenue si les autorités monétaires des parties prenantes à la globalisation financière font, ensemble, un effort pour l'éviter. L'expérience montre en effet que, lorsque les autorités dont les monnaies sont poussées l'une à la baisse, l'autre à la hausse sont d'accord pour mettre un terme au mouvement, elles y parviennent sans trop de peine. La tactique consiste pour elles à signaler ensemble aux marchés leur détermination à ne pas laisser le change dépasser un certain niveau. Le Japon et les États-Unis l'ont fait en 1998 pour soutenir le yen, la BCE, la Fed et la Banque du Japon en septembre 2000 pour enrayer une baisse inquiétante de l'euro. Dans les deux cas, en affichant ensemble leur détermination, les autorités ont ancré dans l'esprit des marchés la conviction que des cours allant au-delà du niveau signalé étaient pour elles inacceptables. Elles ont ainsi rétabli un régime d'anticipations stabilisatrices.

Une coopération étroite des autorités n'est pas nécessaire seulement pour enrayer les amorces de crises, elle est essentielle aussi pour éviter que les crises ne s'amorcent. Paradoxalement, la globalisation ayant fortement accru la résilience des marchés des changes, les autorités deviennent la principale source de leur possible déstabilisation. Si demain les États-Unis veulent que le dollar baisse — et qu'ils le disent —, le risque est grand de le voir baisser brutalement. Il en irait de même si une Banque centrale asiatique ou de grands pays exportateurs de pétrole annonçaient

6. On aura donc cette fois $e = \left(1 + \lambda \frac{\sigma}{\gamma}\right) (1 + e^{\sigma})^{\beta}$.

Diversification des avoirs des pays émergents : quelles conséquences sur le cours de l'euro ?

Fin 2006, plusieurs pays exportateurs de pétrole ont annoncé qu'ils allaient diversifier la composition de leurs réserves de change, augmentant la part de l'euro au détriment de celle du dollar. La nouvelle a fait grand bruit et fait monter — pour quelques minutes ! —, le cours de l'euro. Le risque d'une appréciation de l'euro liée à une éventuelle diversification des avoirs des pays émergents est-il réel ?

Si l'on s'en tient aux réserves de change *stricto sensu* des pays exportateurs de pétrole — OPEP et Russie —, leur montant s'élevait, en septembre 2006, à 580 milliards de dollars. On pouvait estimer qu'elles comprenaient 60 % de dollars et 30 % d'euros. Ces réserves ne constituent toutefois qu'une fraction des avoirs de ces pays sur l'extérieur. Fin 2005, les seuls pays du Conseil de coopération du Golfe¹ (CCG) détenaient quelque 1 200 milliards de dollars d'avoirs sur l'extérieur — pour moins de 70 milliards de réserves —, la Russie près de 500 milliards, le

Venezuela 125 milliards et l'Indonésie 60 milliards. Sur ce total de presque 2 000 milliards de dollars d'avoirs, une partie seulement — disons 80 % — était « diversifiable ». Sa répartition par devises n'est bien sûr pas connue. Des indications sur la composition des dépôts de ces pays dans les banques rapportant à la BRI [2006], comme sur celle de leurs réserves de change, existent néanmoins et laissent penser que 65 % étaient détenus en dollars et 25 % en euros.

Si ces pays décidaient de donner maintenant part égale au dollar et à l'euro (45 % pour chaque devise), les agents privés du reste du monde auraient à absorber 320 milliards de dollars en échange d'euros. De combien l'euro monterait-il alors face au dollar ? Supposons les agents du reste du monde satisfaits de la valeur en monnaie nationale de leurs avoirs en devises étrangères et sans incitation à la modifier. Si le cours de l'euro monte, la valeur en dollars des avoirs en euros des Américains augmentera et ils vendront leur excédent d'euros sur le marché des changes, se portant ainsi contrepartie, pour une part au moins, de la demande d'euros des pays exportateurs de pétrole. En

vouloir diversifier rapidement la composition de leurs réserves. L'effet mécanique d'une telle diversification n'est pourtant pas nécessairement aussi redoutable qu'on le craint parfois. Un calcul simple permet de s'en convaincre. Imaginons que les pays exportateurs de pétrole décident de donner à l'euro et au dollar le même poids dans leurs actifs internationaux diversifiables. On peut, fin 2005, grossièrement estimer le montant de ces actifs à 1 600 milliards de dollars, avec une part du dollar de l'ordre de 65 %, celle de l'euro étant proche de 25 %. Donner aux deux devises le même poids conduirait ces pays à vendre 320 milliards de dollars contre euros. La somme est importante mais, une fois encore, relativement faible par rapport à la taille actuelle des

même temps, les Européens, constatant que la baisse du cours du dollar réduit la valeur en euros de leurs avoirs en monnaie américaine, se porteront acheteurs de dollars contre euros : ils vendront aux pays exportateurs de pétrole une partie des euros qu'ils demandent. Une hausse donnée de l'euro génère ainsi une offre de dollar proportionnelle à la taille des portefeuilles américain et européen en devises étrangères. En raisonnant de la même façon sur les portefeuilles internationaux des autres régions du monde, on arrive à la conclusion que l'effet de la diversification des pays de l'OPEP sera d'autant plus faible que la taille de cet ensemble de portefeuilles est importante. Une estimation grossière conduit à évaluer à moins de 4 % la hausse de l'euro par rapport au dollar impliquée par la diversification ici recherchée. Si, outre les pays pétroliers, les pays d'Asie (hors Japon) décidaient eux aussi de donner à l'euro et au dollar des parts égales, le mouvement de diversification porterait sur une masse plus importante (environ 3 500 milliards de dollars). La part des actifs en dollars baisserait de quelque 68 % à 45 % et impliquerait l'échange, non plus de 320 milliards

de dollars en euros, mais de 750 milliards. La hausse de l'euro serait plus marquée, mais resterait inférieure à 10 %². Le mouvement n'est pas négligeable. Il ne s'ajoute toutefois pas purement et simplement à celui lié aux pressions fondamentales évoquées plus haut (la grandeur σ). On a en effet supposé, dans le raisonnement du paragraphe précédent, que le monde se réduisait à deux économies de même taille et aux comportements symétriques, la position extérieure nette des États-Unis trouvant sa contrepartie dans celle de la zone euro. Tel n'est pas le cas dans la réalité : le déficit américain trouve sa contrepartie dans les économies du reste du monde et les pressions fondamentales à la hausse de l'euro évoquées précédemment en sont allégées d'autant.

-
1. Bahreïn, Koweït, Émirats arabes unis, Arabie Saoudite, Oman et Qatar.
 2. À titre de comparaison, un raisonnement analogue portant sur la diversification des réserves de la Chine et du Japon — impliquant l'échange de près de 700 milliards de dollars en euros — conduit à une dépréciation du dollar de 8,7 % [Blanchard *et al.*, 2005, p. 32].

portefeuilles mondiaux qui vont devoir accueillir les dollars vendus et fournir les euros demandés : sans anticipations déstabilisatrices, une hausse de l'euro de 4 % à peine par rapport au dollar suffirait normalement à absorber le choc (voir encadré ci-dessus). L'effet d'« annonce » est sans doute ici plus à craindre que l'effet réel !

La globalisation renforce ainsi la responsabilité des acteurs publics dans le maintien de la stabilité des marchés. Si, en coopérant, ces derniers assument cette responsabilité, les déséquilibres qui se sont accumulés pendant les années 2000 peuvent se dénouer sans crise de change.

VI / Les limites à l'endettement américain

Dans quelle mesure les déséquilibres actuels sont-ils financièrement soutenables ? À cette question, le bon sens livre un premier élément de réponse : les pays déficitaires, et en particulier les États-Unis, ne pourront continuer indéfiniment d'accumuler, comme ils l'ont fait pendant une bonne partie des années 2000, des déficits extérieurs toujours plus importants. Le problème est, au-delà de cette intuition, de comprendre ce qui peut, plus ou moins brutalement, mettre effectivement un terme à la poursuite de cet endettement. Sur ce point, la vision la plus répandue met en avant le rôle des pays créanciers : à un horizon plus ou moins proche, les pays déficitaires cesseront de s'endetter pour la simple raison qu'on ne leur prêtera plus. Le dénouement des déséquilibres internationaux passerait ainsi par une banqueroute des débiteurs. Répandue et intuitive, cette vision néglige les facteurs qui, dans les pays débiteurs eux-mêmes, viendront normalement freiner les processus d'endettement en cours, *avant qu'ils deviennent insoutenables*. Le risque qu'ils se révèlent insuffisants ou tardifs ne peut bien sûr pas être exclu. Un désastre financier est loin pourtant d'être l'épilogue le plus probable.

Une contrainte extérieure ?

La menace d'une rupture de l'alimentation extérieure de l'économie américaine en « argent frais » est souvent évoquée. Cette « panne » pourrait avoir des origines assez différentes. Les pays créanciers pourraient ainsi préférer dépenser eux-mêmes les

sommes jusqu'ici prêtées aux États-Unis. Un, éventuellement plusieurs, d'entre eux pourrait également décider de ne plus prêter aux États-Unis. Enfin, le monde dans son ensemble, effrayé par l'énormité de l'endettement extérieur américain, pourrait refuser de continuer de leur faire crédit. La réalité de chacune de ces menaces mérite discussion.

La première, si on l'examine, n'en est pas une ! Une augmentation de la propension à dépenser du reste du monde — une baisse de sa propension à dégager des excédents d'épargne — serait source de difficultés pour les États-Unis *si leur comportement excessivement dépensier était un « état de nature »*. Leurs besoins de consommation — joints à l'importance de leurs dépenses militaires — seraient devenus tels qu'ils ne pourraient plus être financés sans la contribution du reste du monde. Emmanuel Todd décrit ainsi les États-Unis comme un « glorieux mendiant planétaire » [Todd, 2002, p. 291]. L'expression est jolie, mais l'analyse erronée. La hausse continue de la propension à dépenser des agents américains depuis la fin des années 1990 a évité à leur économie, confrontée à une succession de forces déflationnistes, de s'écarter fortement du plein-emploi. Cette hausse a été voulue par la politique économique : en baissant ses taux d'intérêt, la Réserve fédérale a cherché à inciter les agents américains à dépenser plus. Leur dépense n'a alors pas progressé aux dépens de celle du reste du monde, mais à sa place. La faiblesse du niveau des taux d'intérêt dans les pays créanciers — ou leur volonté de maintenir une sous-évaluation de leur monnaie — témoigne de cette absence d'éviction de leur demande intérieure par celle des États-Unis. Si demain la propension à dépenser du reste du monde augmente, la Réserve fédérale ne manquera pas d'adapter sa politique. Ce sera le cas lorsque les pays pétroliers auront ajusté leurs dépenses au niveau accru de leurs recettes d'exportations. Ce sera le cas aussi lorsque, en Chine, les entreprises, les ménages ou les administrations publiques dépenseront plus : les autorités monétaires chinoises n'auront alors plus besoin d'une monnaie sous-évaluée pour assurer une croissance suffisante de leur économie. Loin d'être un problème, la disparition des excédents d'épargne du reste du monde est, au contraire, une solution, surtout si elle s'accompagne d'un affaiblissement du dollar face aux monnaies asiatiques : la source d'une partie des pressions déflationnistes que la Réserve fédérale s'est efforcée pendant plusieurs années de

contrer, serait alors éliminée. Toutes choses égales par ailleurs, le niveau de ses taux sera plus élevé et les agents américains, les ménages en particulier, seront incités à s'endetter et à dépenser moins. La progression plus rapide de la dépense du reste du monde s'accompagnerait ainsi naturellement d'une progression plus lente de la dépense américaine.

Si la réduction, voire la disparition, de la propension à dégager des excédents financiers du reste du monde n'est pas une menace, qu'en est-il de la décision d'un pays excédentaire de ne plus prêter aux États-Unis ? Ce cas se distingue du précédent dans la mesure où ce pays ne va pas pour autant dépenser plus. Il prêterait simplement à d'autres ce qu'il prêtait jusque-là aux États-Unis. Un mécanisme de vases communicants jouera toutefois : moyennant le prélèvement d'une marge et au terme d'un détour plus ou moins long, ceux qui ont reçu les sommes en question finiront par les prêter aux États-Unis. Pour le comprendre, rappelons que la situation envisagée ici est celle d'un refus non de détenir plus d'actifs en dollars, mais de prêter aux États-Unis. Supposons que la Chine, par exemple, s'y refuse par mesure de représailles politiques. L'allocation géographique du flux de ses placements changera, la part des États-Unis baissant au profit de celle du reste du monde. La Chine continuera néanmoins d'acquérir toujours autant de titres en dollars. Elle pourra le faire sans difficultés : fin 2006, le stock de titres en dollars *émis en dehors des États-Unis* dépassait 6 000 milliards de dollars. Le niveau général des taux en dollars restant inchangé, les écarts de taux entre emprunteurs américains et emprunteurs non américains seront modifiés : le coût du crédit augmentera pour les premiers et baissera pour les seconds. Cette modification des « primes de risque » relatives incitera les Américains à emprunter moins, les autres à emprunter plus. Par ce biais, les propensions à dépenser pourront être affectées (à la baisse pour les États-Unis, à la hausse pour le reste du monde). L'effet a cependant peu de chances d'être important. Les risques associés aux deux catégories d'emprunteurs en dollars n'ont pas été modifiés par la décision chinoise : si le rapport de leurs primes de risques s'écarte significativement de sa valeur normale, des arbitrages interviendront pour l'y ramener. Si les placements chinois prennent la forme d'achats de titres, le prix des titres américains baissera anormalement par rapport à ceux du reste du monde : des opérateurs — non chinois — vendront alors les seconds pour

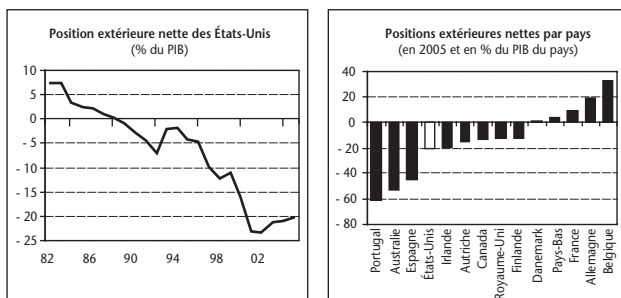
acheter les premiers. Ces arbitrages seront d'autant plus puissants que les marchés financiers en dollars sont très développés. Au total, des titres non américains seront vendus à la Chine par des agents qui en échange auront acquis les titres américains que la Chine ne veut plus acheter. Pour le reste, rien d'essentiel ne sera changé au financement de l'économie américaine.

Il en irait bien sûr très différemment si le monde dans son ensemble, doutant de la capacité à rembourser des résidents américains, décidait, sinon de ne plus leur prêter, du moins de leur prêter moins. Cette dernière situation est souvent évoquée par ceux qui, constatant mois après mois le creusement du déficit des paiements américains, s'inquiètent du moment où l'accumulation de dettes qui en résulte débouchera sur une crise financière [Roubini et Setser, 2004]. Cette inquiétude est justifiée : les États-Unis — pas plus que quiconque — ne peuvent s'endetter indéfiniment. Savoir où se situe la limite à partir de laquelle la menace d'un dénouement catastrophique devient réelle, est plus délicat. Depuis quelques années, l'évolution d'un indicateur — la position extérieure nette évoquée au chapitre précédent — est régulièrement commentée. Cette position mesure la dette nette des États-Unis vis-à-vis du reste du monde. Plus précisément, elle est la différence entre la valeur de l'ensemble des actifs détenus par eux sur le reste du monde et celle de leur passif à son égard. Elle garde donc trace des déficits enregistrés depuis maintenant de longues années : pour les financer, les États-Unis auront dû réduire le montant de leurs actifs ou augmenter celui de leur passif. Si l'on rapporte la différence entre ces deux grandeurs — leur position extérieure nette — au PIB, on a une mesure du poids de la dette nette américaine. Plus cette mesure sera dégradée, plus le risque d'une crise financière sera important. Plus, en effet, le rapport entre cette dette extérieure et le revenu des Américains sera élevé et plus la probabilité de les voir en difficulté pour faire face à la charge impliquée sera grande. Si ce rapport se détériore continuellement, le caractère insoutenable du processus engagé finira, à un moment ou à un autre, par éclater.

Le graphique 26 est de ce point de vue sans ambiguïté : il montre la dégradation de la position extérieure nette américaine au cours des dernières décennies. Encore créanciers du reste du monde jusqu'au milieu des années 1980, les États-Unis en sont, vingt ans plus tard, largement débiteurs. Au milieu des années

2000, leur endettement extérieur rapporté à leur PIB est même pratiquement revenu sur le plus haut atteint quelque cent dix ans plus tôt alors qu'ils étaient encore, financièrement et commercialement parlant, en position d'économie émergente ! Les conclusions à tirer de cette observation sont toutefois loin d'être évidentes. Il y a un siècle, les États-Unis ont fait face sans difficultés particulières à leurs engagements. Par ailleurs et plus récemment, plusieurs pays ont vu le rapport de leur dette nette à leur PIB atteindre des niveaux bien plus élevés. Certains ont connu des difficultés (le Canada pendant les années 1990), d'autres pas (la dette extérieure nette de l'Australie approchait 50 % du PIB début 2000 et dépassait 55 % en 2005). Dire précisément à partir de quel seuil l'indicateur de dette extérieure nette doit inquiéter n'est donc pas simple. Là n'est pas la seule difficulté. On ne peut plus aujourd'hui raisonner sur la dette extérieure nette d'un pays en faisant abstraction du fait qu'elle est la différence entre deux grandeurs : un actif et un passif. Globalisation financière aidant, la taille des « bilans » des économies développées a, on l'a vu, considérablement progressé et le jeu d'un certain nombre de mécanismes s'en trouve affecté.

Graphique 26. Positions extérieures nettes



Sources : Bureau of Economic Analysis, FMI.

Un premier mécanisme, fréquemment cité pour justifier l'inquiétude suscitée par une dette extérieure nette élevée, est celui de la « boule de neige ». Lorsque la dette d'une entreprise

ou d'un particulier croît par rapport à son revenu, le poids de la charge des intérêts à payer augmente lui aussi. Assez vite, sauf à réduire fortement ses autres dépenses, l'agent risque d'être amené à emprunter simplement pour faire face à cette charge. Sa dette grossira alors de ce seul fait et d'autant plus rapidement que le coût du crédit est élevé. Un risque identique existe pour un pays : emprunter en permanence pour payer les intérêts de sa dette est toujours dangereux. En quoi la situation des États-Unis serait-elle, de ce point de vue, différente ? Une particularité modifie, dans leur cas, sinon la nature du problème du moins ses données. Depuis des décennies, ce pays se sert de son bilan avec le reste du monde plus comme une banque que comme un particulier ou une entreprise ordinaire : son passif est nettement moins rémunéré que son actif. Fait remarquable, cette particularité, traditionnelle, a subsisté alors même que la taille de son bilan augmentait. Les actifs internationaux détenus par les agents américains représentaient, au milieu des années 2000, près des trois quarts de leur PIB, contre moins d'un quart deux décennies plus tôt. Ces actifs n'en continuaient pas moins de rapporter, en moyenne, 150 points de base de plus que le passif international des agents américains. Ce trait, propre à l'économie américaine, a fait l'objet de nombreuses analyses¹. Il traduit la place originale occupée par les États-Unis dans la « division internationale de la prise de risque financier » [Brender et Pisani, 2001]. Du point de vue qui nous intéresse ici, il a une conséquence importante : il recule le seuil de dette nette à partir duquel l'effet « boule de neige » se déclenche. Normalement, on vient de le voir, cet effet joue dès que le pays est en position débitrice vis-à-vis de l'extérieur. Si toutefois il dégage une marge nette de 150 points de base sur un bilan dont l'actif — ses créances sur le reste du monde — représente 30 % de son PIB, sa charge d'intérêt ne sera pas positive tant que sa dette nette n'aura pas dépassé 8 % de son PIB (en supposant une rémunération moyenne des engagements du pays à l'égard du reste du monde de 5,5 %). Si le pays parvient, comme cela a été jusqu'à présent le cas pour les États-Unis, à maintenir cette

1. Cette particularité a, notons-le, été récemment « redécouverte » [Hausmann et Sturzenegger, 2005]. Rien ne garantit bien sûr que cet écart perdure [Higgins *et al.* 2006]. Notons d'ailleurs qu'à 1,5 % en 2006, il était nettement plus faible que sur les quarante dernières années en moyenne.

marge alors même que la taille de son bilan progresse avec la globalisation financière, ce seuil critique recule encore. Avec des actifs détenus sur le reste du monde dépassant 70 % du PIB — c'est le cas des États-Unis au milieu des années 2000 —, l'effet « boule de neige » ne joue qu'à partir d'un endettement net égal à 19 % du PIB, proche de celui observé en 2006.

La globalisation ne déplace pas seulement le seuil à partir duquel l'économie américaine risque d'être prise dans une spirale d'endettement extérieur : elle permet aussi d'enrayer plus facilement le développement d'une telle spirale. L'autre particularité, déjà évoquée, des États-Unis est en effet que ses agents, à la différence de ceux des régions émergentes, s'endettent en leur propre monnaie alors qu'une large part de leurs actifs sur le reste du monde est en monnaies étrangères. Dès lors, une dévaluation du dollar réduira leur endettement net : la valeur en dollars de leurs actifs internationaux augmentera sans que celle de leur passif ne soit modifiée. Cela leur donne un avantage précieux : ils ont la possibilité d'effacer, sans drame, par des dévaluations successives de leur monnaie, une partie non négligeable de leur dette [Cavallo et Tille, 2006]. Et cet avantage est d'autant plus grand que, globalisation aidant encore une fois, la taille de leur bilan est grande par rapport à celle de leur économie [Lane et Milesi-Ferretti, 2006]. Au milieu des années 2000, une baisse de 20 % du dollar réduisait ainsi de 15 points de PIB la dette extérieure nette des États-Unis, contre 5 points seulement une vingtaine d'années plus tôt (en supposant, dans les deux cas, les deux tiers des actifs des États-Unis sur le reste du monde libellés en devises étrangères). Si la position extérieure nette des États-Unis s'est peu dégradée depuis le début des années 2000, alors que jamais leurs déficits courants n'ont été aussi importants, c'est largement parce que, entre 2001 et 2005, le change effectif du dollar a baissé d'environ 20 % !

La globalisation financière retire ainsi à l'indicateur de position extérieure nette une partie de sa pertinence comme mesure de la soutenabilité de l'endettement extérieur américain. Là n'est pas son seul effet : plus une économie est globalisée, plus la pertinence logique de cet indicateur fait question. Dans le raisonnement rappelé plus haut, la dégradation de la position extérieure nette annonce un problème de financement : constatant cette dégradation, le reste du monde, inquiet de la solvabilité à venir des États-Unis, finit par ne plus vouloir leur prêter. Pour qu'il en

aille ainsi, il faudrait toutefois que le reste du monde prête effectivement aux États-Unis *pris et perçus comme un tout*. Tel n'est justement pas le cas. La dette nette sur laquelle on vient de raisonner est une grandeur abstraite : elle n'est la dette de personne et ne peut être détenue par personne. Ce qui existe et est détenu par le reste du monde est la dette brute des États-Unis, c'est-à-dire l'ensemble de leur passif. Le reste du monde a sur ces derniers une créance non de quelque 2 500 milliards de dollars — leur position extérieure nette à fin 2005 — mais de cinq fois plus (en 2005, le total des avoirs étrangers sur l'économie américaine dépassait 13 000 milliards de dollars). Raisonner sur une position nette fait oublier que le reste du monde prête non pas aux États-Unis, mais à leurs résidents. Il continuera de le faire tant que la situation financière de ceux dont il détient les dettes ne sera pas inquiétante. Pour savoir quelles limites ceci fixe à l'endettement extérieur américain, il faut donc s'interroger sur *la solvabilité des résidents américains qui empruntent auprès du reste du monde*.

La probabilité de voir une contrainte extérieure peser bientôt sur le financement de l'économie américaine apparaît alors faible : la solvabilité des résidents dont le bilan sert de support aux entrées de capitaux extérieurs est loin de pouvoir inquiéter. Les banques, en crise il y a une vingtaine d'années, sont redevenues prospères et sont aujourd'hui parmi les mieux dotées en capitaux propres. Les entreprises non financières ont, depuis 2001, fait un effort d'assainissement financier, leur charge d'endettement s'est fortement réduite et leur rentabilité est au plus haut. Quant à l'État fédéral, ses finances se sont certes dégradées. Rapporté au PIB, l'endettement public américain reste toutefois comparable à celui de la moyenne des États européens et est trois fois plus faible que celui de l'État japonais. Comment cette bonne santé des agents par qui l'argent du reste du monde entre aux États-Unis peut-elle se concilier avec l'accumulation continue d'endettement impliquée par les déficits courants américains ? La réponse est simple : pour l'essentiel, la dérive récente de ces déficits reflète un endettement accru des ménages. Or, à de rares exceptions près, ces derniers ne s'endettent pas directement à l'étranger. Certes, l'argent qui arrive aux États-Unis permet bien de financer leur endettement. Mais il le fait au terme d'une circulation plus ou moins longue. Si, par exemple, des ménages américains vendent des bons du Trésor à

des étrangers pour acheter des *Mortgage Backed Securities* (créances hypothécaires titrisées), une augmentation des créances du reste du monde sur le Trésor américain financera indirectement un accroissement des prêts accordés à d'autres ménages. La dette des résidents financièrement les plus fragiles — les ménages — étant largement détenue à l'intérieur des États-Unis, le reste du monde a peu de chances d'être le premier à s'inquiéter de leur situation financière et à entraver la poursuite de leur endettement : la Banque centrale et le système financier américains l'auront, *normalement*, fait avant !

La solvabilité des ménages américains en question

La progression accélérée de l'endettement des ménages américains depuis la fin des années 1990 n'est pas le fruit d'une soudaine insouciance, mais le résultat d'une politique monétaire relayée par de puissants mécanismes de transmission. Pour apprécier la soutenabilité des déséquilibres financiers internationaux actuels, il faut, en dernière analyse, apprécier la capacité des ménages américains à faire face à leurs engagements financiers.

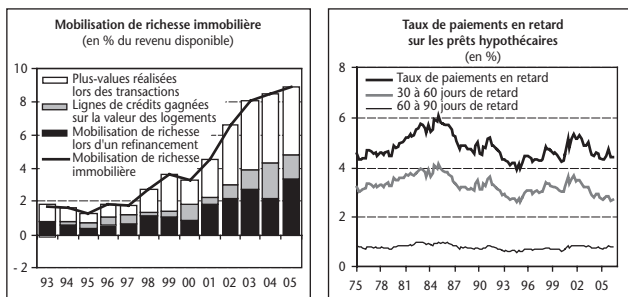
Une observation est ici importante : contrairement à une idée répandue, leur endettement n'a pas eu pour principal motif le financement d'une consommation accrue. Répondant au signal donné par la baisse du loyer de l'argent, les ménages américains ont avancé une partie des dépenses de leur cycle de vie habituellement financées à crédit : des achats de biens durables et, surtout, l'acquisition d'un logement. Entre 2000 et 2005, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB est passée de 4,5 % à près de 6,5 %. Or un ménage qui avance les dépenses d'investissement de son cycle de vie parce que les taux baissent n'a pas de raison de connaître, de ce seul fait, de difficultés financières. D'autant moins que le crédit au logement est encadré par des pratiques qui tendent à assurer la soutenabilité de chaque prêt individuel. Lorsqu'il s'endette à taux fixe pour trente ans — pratique habituelle aux États-Unis —, l'emprunteur se livre à un calcul sommaire et compare la charge, certaine, impliquée pour les trente prochaines années et le revenu dont il pense disposer pour y faire face. S'il fait ce calcul avec une certaine prudence — sous-estimer grossièrement le poids de cette

charge peut l'amener à revendre sa maison à perte —, sa dette a de grandes chances de se révéler soutenable. Les procédures relativement standardisées mises en œuvre, depuis les années 1990, par le système financier américain pour lier la taille des prêts à la valeur du logement acheté et au revenu de l'acquéreur, visent précisément à y contribuer. Pour le gros des prêts de ce type, seule une « erreur » grave sur les perspectives de revenu de l'acquéreur — une perte d'emploi dans les années qui suivent immédiatement l'emprunt — pourra être source de difficultés. Si les comportements individuels de ceux qui se sont endettés pour acheter un logement ont été prudents, leur agrégation doit conduire à un endettement soutenable, du moins tant que le marché du travail ne se détériore pas significativement.

Ce tableau, relativement rassurant, semble laisser de côté une fraction importante des emprunts contractés depuis le début de la décennie. Pour une part en effet, l'endettement hypothécaire a permis aux ménages d'« extraire des liquidités » d'un patrimoine immobilier en appréciation continue. La baisse de leur taux d'épargne financière depuis 2000 a eu certes pour contrepartie une hausse de l'investissement résidentiel, mais l'augmentation de leur propension à consommer a été plus forte encore. On est tenté d'en conclure que la majorité des ménages américains qui se sont endettés lorsque les taux ont baissé l'ont fait, non pour investir, mais pour consommer plus. Cette conclusion est erronée. Pour moitié au moins, la mobilisation de richesse immobilière qui a permis de financer un surcroît de consommation par un surcroît de dette a été non pas active mais passive. Un certain nombre d'Américains ont certes tiré parti de la hausse du prix de leur maison et de la baisse des taux d'intérêt pour emprunter plus et consommer. Ils ont « rechargé » un emprunt hypothécaire en cours ou en ont mis en place un nouveau, gagé par une maison dont ils étaient déjà propriétaire. Si cette extraction « active » est la plus susceptible de soutenir directement la consommation, les enquêtes disponibles montrent qu'une part seulement des sommes ainsi « extraites » sert effectivement à financer des dépenses de consommation [Canner *et al.*, 2002 ; Bucks *et al.*, 2006]. De plus, cette extraction active — *cash-out refinancing* et *home equity loans* — n'a représenté qu'un peu moins de la moitié des quelque 500 milliards de dollars de liquidités tirés en moyenne chaque année par les ménages de leur richesse immobilière entre 1999 et

2005 (graphique 27). L'autre moitié a pris une forme plus indirecte, passant par les ventes de maisons existantes. Le plus souvent, le produit d'une vente sert à financer l'acquisition d'une autre maison. Un ménage n'en peut pas moins extraire « passivement » des liquidités par ce biais. Ce sera le cas s'il acquiert une maison moins chère ou s'il contracte, pour l'acquérir, un emprunt suffisamment important pour qu'il n'ait pas à réinvestir la totalité des liquidités laissées par la vente. Au terme de ces transactions, les ménages disposeront d'un surcroît de liquidités d'autant plus élevé que la hausse des prix aura été forte. En 2005, les liquidités « extraites » par le biais des quelque 1 900 milliards de dollars de transactions sur maisons existantes — cinq fois le montant de celles sur maisons neuves ! — ont représenté environ 360 milliards de dollars. Ces sommes ont pu être utilisées pour consommer, placer ou rembourser un emprunt. L'évolution parallèle, depuis la fin des années 1990, des placements des ménages et de cette mobilisation passive de richesse immobilière laisse penser qu'une part de la richesse ainsi « extraite » n'a pas été dépensée.

Graphique 27. Mobilisation de richesse immobilière



La mobilisation de richesse immobilière est égale au total des nouveaux emprunts hypothécaires diminué du montant effectivement utilisé pour l'acquisition de logements neufs.

Sources : Thomson Datastream, Réserve fédérale, Federal Housing Finance Board, calculs des auteurs.

Si, jusqu'en 2003 au moins, le gros de l'endettement des ménages s'est fait sous la forme relativement rassurante d'emprunts à taux fixes d'une durée de vingt-cinq ou trente ans, la hausse des prix immobiliers a amené toutefois un nombre croissant d'entre eux à prendre plus de risques. Le nombre de ceux qui se sont endettés pour acheter des logements dans une logique purement spéculative a rapidement augmenté, comme d'ailleurs celui des ménages qui, pour acquérir leur logement, ont eu recours à des formes d'endettement plus audacieuses. Faute de pouvoir acheter la maison visée avec un emprunt classique à taux fixe, impliquant une annuité constante trop élevée par rapport à leur revenu, ils se sont endettés sous des formes « innovantes » avec une charge légère pendant les premières années, mais destinée à s'alourdir ensuite : emprunts à taux variables, emprunts initialement non amortissables voire à amortissement négatif... Fin 2006, l'encours des emprunts de ce type, nettement moins prudents, représentait un peu moins de 20 % du total de l'encours de crédit hypothécaire. Ils ne conduiront bien sûr pas tous à des défauts de paiements. Les institutions financières américaines évaluent aujourd'hui systématiquement le « sérieux financier » des ménages et la majorité de ceux qui ont eu recours aux prêts les plus risqués pour acquérir leur maison a des chances plus élevées que la moyenne d'être capable de faire face aux charges. Certains connaîtront néanmoins des difficultés, des maisons seront saisies et des institutions financières feront faillite. Mais la prudence normale d'une grande partie des ménages, jointe à l'amélioration des méthodes d'évaluation de leur solvabilité par les organismes financiers, devrait suffire à éviter une hausse inquiétante de la proportion des prêts à problème, *du moins tant que l'économie restera proche du plein-emploi.*

L'examen des indicateurs de détresse financière semble le confirmer (graphique 27). Malgré un endettement hypothécaire presque deux fois plus lourd qu'au milieu des années 1980, les taux des paiements en retard étaient, fin 2006, sur des niveaux historiquement bas ², nettement plus faibles que ceux observés vingt ans plus tôt. Plusieurs facteurs l'expliquent. D'abord, avec la baisse des taux à long terme, la charge de la dette des ménages

2. Les taux d'incidents de paiement sur les prêts de moins bonne qualité (*subprime*) ont toutefois significativement augmenté depuis la mi-2006.

est, rapportée à leur revenu disponible, loin d'avoir progressé autant que leur dette. D'autant que beaucoup de ménages ont profité de cette baisse pour améliorer la structure de leur passif en remplaçant des crédits à la consommation, très coûteux, par un endettement hypothécaire. Ensuite, la part des ménages américains propriétaires de leur logement a sensiblement progressé ces dernières années : en observant la seule évolution de la charge de leur dette, on néglige le fait que, pour ces anciens locataires, cette charge s'est substituée, en partie au moins, à un loyer. Enfin, au milieu des années 2000, l'économie américaine avait un taux de chômage proche de 4,5 %, inférieur donc de presque 3 points à celui observé au milieu des années 1980. Or, on l'a déjà souligné, la perte d'emploi est, pour les ménages, la principale cause de difficultés de paiements. Ceci étant, si l'endettement des ménages américains devait se poursuivre au même rythme — si leur encours de dette continuait tous les ans d'augmenter comme au milieu des années 2000 d'environ 13 % de leur revenu disponible —, il deviendrait rapidement insoutenable. Les taux à long terme ne baissant plus, la charge de cette dette progresserait de manière continue, comme elle le fait d'ailleurs depuis fin 2004. Et l'économie américaine étant revenue entre-temps au plein-emploi, il serait vain d'espérer qu'une nouvelle amélioration du marché du travail aide les ménages à faire face à une charge d'endettement toujours plus lourde.

En principe, le rythme de progression de l'endettement des ménages américains devrait donc se réduire sensiblement pendant la fin des années 2000. La Réserve fédérale, constatant que l'économie a surmonté les forces déflationnistes auxquelles elle était confrontée, a modifié, progressivement mais fortement, l'orientation de sa politique : au terme de dix-sept hausses de 25 points de base, ses taux directeurs sont passés de 1,0 % au début de l'été 2004 à 5,25 % fin juin 2006. Après être tombés à 4,2 % à l'été 2005, les taux à dix ans ont fini par remonter à 5,25 % à l'été 2006. Jointe à la vive progression des prix de l'immobilier, cette évolution du coût du crédit a rendu l'achat d'un logement beaucoup plus difficile pour les ménages américains. Au milieu de l'année 2006, le marché immobilier s'est retourné : les ventes de maisons neuves et anciennes ont chuté et la hausse, jusque-là très rapide, des prix s'est arrêtée. Parallèlement, la progression de l'endettement des ménages a

nettement ralenti : à la fin du troisième trimestre 2006, la croissance de leur encours de dette hypothécaire ne représentait plus que 7 % de leur revenu disponible, presque moitié moins qu'un an plus tôt.

Ce ralentissement ne suffira pas à faire que le gros de la dette accumulée soit servie sans problème. Pour qu'il en aille ainsi, il faut en effet aussi que l'économie américaine reste près du plein-emploi. Or la baisse du rythme d'endettement des ménages va s'accompagner d'une remontée de leur taux d'épargne qui va freiner la croissance de la demande privée : non seulement la contribution de l'investissement résidentiel à cette croissance va devenir négative, mais celle de la consommation va baisser. Si, par ailleurs, le successeur de G.W. Bush veut améliorer le solde du budget fédéral pour préparer l'État à faire face aux charges impliquées par le vieillissement de la population américaine, la demande intérieure va ralentir plus encore. L'économie américaine ne pourra dès lors éviter de s'écarter trop du plein-emploi, si une demande extérieure plus dynamique ne compense pas ce ralentissement. La reprise de la croissance en Europe, le maintien d'une forte croissance en Asie, la dépense progressive d'une partie des excédents pétroliers accumulés au milieu de la décennie devraient y contribuer. Dans tous les cas toutefois, il faudra que le dollar baisse pour permettre à l'économie américaine de croître à son rythme potentiel alors même que sa dépense intérieure ralentit. Mais la dépréciation requise sera d'autant moins forte que la demande du reste du monde progressera rapidement et que le potentiel de croissance de l'économie américaine sera faible. Sa baisse, esquissée depuis le milieu des années 2000, est, de ce point de vue, une bonne nouvelle : un léger ralentissement des gains de productivité du travail et du taux de croissance de la population active (lié en partie à une moindre immigration) semble avoir fait chuter la croissance potentielle de l'économie américaine en dessous de 3 %. Son maintien au plein-emploi est donc désormais un peu plus facile ! Une baisse du change effectif du dollar n'en reste pas moins nécessaire. Elle peut bien sûr résulter d'une remontée progressive du cours des monnaies asiatiques qui accompagnerait la réduction de leur pension à dégager des excédents. En développant ses infrastructures sociales, la Chine notamment devrait faire baisser peu à peu le taux d'épargne de ses ménages en même temps que la modernisation de son système financier

devrait lui permettre d'utiliser chez elle une part toujours plus importante de l'épargne nationale. Si tel n'est pas le cas, la seule voie possible pour maintenir l'économie américaine au plein-emploi sera celle d'une baisse du dollar contre les monnaies des autres pays occidentaux, contre l'euro en particulier. Le risque d'un bras de fer, entre autorités, sur les marchés des changes, deviendrait alors sérieux.

L'endettement élevé des ménages américains pose un dernier problème jusqu'ici laissé dans l'ombre. Fin 2006, cet endettement était soutenable parce que la plus grande partie des ménages n'a fait qu'avancer des dépenses de son cycle de vie en anticipant sur ses revenus à revenir. Le maintien du plein-emploi doit faire que ces anticipations se réalisent, mais il ne peut augmenter ce que sera, en moyenne, le revenu total de chaque ménage sur l'ensemble de son cycle de vie. Si les comportements des ménages, comme de ceux qui leur prêtent, restent raisonnablement prudents, leurs marges d'endettement supplémentaires sont désormais beaucoup plus faibles qu'au début des années 2000 et il faudra plusieurs années pour qu'elles se reconstituent. En attendant, la capacité de l'économie américaine à absorber des chocs déflationnistes s'est considérablement rétrécie : la vulnérabilité de l'économie mondiale à de tels chocs en est accrue d'autant. Elle ne diminuera qu'au fur et à mesure où les progrès des systèmes financiers du reste du monde réduiront le déséquilibre qui a fait des ménages américains l'emprunteur en dernier ressort de l'économie mondiale.

Conclusion

Les déséquilibres du début des années 2000 donnent une mesure des pressions déflationnistes auxquelles l'économie mondiale s'est trouvée confrontée. Elles ont été absorbées grâce à l'endettement de quelques pays occidentaux : ceux dotés de systèmes financiers permettant aux ménages de tirer parti des taux d'intérêt les plus bas observés depuis près d'un demi-siècle. Dans ces pays, les capacités d'endettement sont maintenant saturées et la politique économique comme les mécanismes financiers y freinent, pour un temps au moins, la progression de la demande. Les pressions déflationnistes, liées à la forte propension à l'épargne des régions émergentes dont le revenu croît rapidement, n'ont pas disparu pour autant : mettre en place les institutions sociales et financières nécessaires pour réduire l'excès d'épargne qui s'y dégage demande du temps.

Dans cet environnement, la zone euro est mal armée. Ses institutions, conçues à la fin des années 1980, sont tournées vers la maîtrise de l'inflation et de l'endettement public. Des grandes économies de la planète, elle est la seule où le maintien du plein-emploi n'est la responsabilité de personne. Sa gouvernance économique repose sur l'idée qu'une inflation basse et des déficits publics contenus garantissent un niveau élevé d'activité. Dans un monde où les forces déflationnistes sont rampantes, cette idée est illusoire : le plein-emploi passe par une gestion active de la demande. La politique monétaire ne peut y jouer son rôle sans un système financier moderne, permettant notamment une régulation continue du flux de crédit aux ménages. Or la recherche d'une convergence des conditions d'endettement, encore largement différentes au sein de la zone, a été négligée :

L'unification financière s'est arrêtée aux marchés, celle de la banque de détail et des produits d'emprunt qu'elle propose n'étant pas jugée prioritaire. Les conséquences de cette négligence sont claires : après 2000, la transmission de la baisse des taux directeurs de la Banque centrale a été faible et inégale au sein de la zone. Au point que, pour certains pays, ses effets sont passés par le seul canal du change. Que le cours des monnaies devienne l'objet d'un bras de fer entre autorités, et l'inadaptation des institutions de la zone euro ne manquera pas d'apparaître plus manifeste encore. Comment la Banque centrale et les gouvernements européens pourront-ils s'opposer efficacement à une volonté des Américains ou des Japonais d'affaiblir leur monnaie ? Rien n'a été vraiment prévu pour y parvenir et, à chaque alerte sur ce front, la cacophonie est éclatante ! De ces défauts de la construction monétaire européenne, l'analyse des déséquilibres financiers actuels invite aussi à prendre conscience !

Repères bibliographiques

- AGHION Ph., COHEN E. et PISANI-FERRY J. (2006), « Politique économique et croissance en Europe », *Conseil d'analyse économique*, complément B.
- AGLIETTA M. et MOATTI S. (2000), *Le FMI, de l'ordre monétaire au désordre financier*, Economica, Paris.
- AGLIETTA M., BRENDER A. et COUDERT V. (1990), *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Economica/Cepii, Paris.
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2006), « Indicators of financial integration in the Euro area », European Central Bank.
- BANQUE DE FRANCE, (2004), « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », *Bulletin de la Banque de France*, Banque de France, n° 128.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (2006), « Highlights of international banking and financial market activity », *Quarterly Review*, Bank of International Settlement.
- BENALAL N., DIAZ DEL HOYO J.L., PIERLUIGI B. et VIDALIS N. (2006), « Output growth differentials across countries, some stylised facts », *Occasional Paper Series*, European Central Bank, n° 45.
- BERNANKE B.S. (2005), « The global saving glut and the U.S. current account deficit », *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond.
- BLANCHARD O.J. et GIAVAZZI F. (2005), « Rebalancing growth in China : a three-handed approach », *Working Paper*, MIT Department of Economics, n° 05-32.
- BLANCHARD O.J., GIAVAZZI F. et SA F. (2005), « The U.S. current account and the dollar », *Working Paper*, MIT Department of Economics.
- BORDO M.D. (2006), « Globalization and imbalances in historical perspective », *Policy Discussion Paper*, Federal Reserve Bank of Cleveland, n° 13.
- BOUVERET A., MAESTIRI S. et STERDYNIAK H. (2006), « La valeur du yuan : les paradoxes du taux de change d'équilibre », *Revue de l'OFCE*, OFCE.

- BRENDER A. et PISANI F. (2001), *Les Marchés et la croissance*, Economica, Paris.
- (2004), *La Nouvelle Économie américaine*, Economica, Paris.
- BUCKS B.K., KENNICKELL A.B. et MOORE K.B. (2006), « Recent changes in U.S. family finances : evidence from the 2001 and 2004 survey of consumer finances », *Federal Reserve Bulletin*, Board of the Governors of the Federal Reserve System.
- CABALLERO R.J., FARHI E. et GOURINCHAS P.-O. (2006), « An equilibrium model of “global imbalances” and low interest rates », *Working Paper Series*, NBER, n° 11996.
- CANNER G., DYNAN K. et PASSMORE W. (2002), « Mortgage refinancing in 2001 and early 2002 », *Federal Reserve Bulletin*, Board of the Governors of the Federal Reserve System.
- CAVALLO M. et TILLE C. (2006), « Could capital gains smooth a current account rebalancing ? », *Staff Report*, Federal Reserve Bank of New York.
- CHAMON M. et PRASAD E. (2005), « Determinants of households saving in China », *mimeo*, International Monetary Fund.
- CHO S.-W. (2005), « Household wealth accumulation and portfolio choices in Korea », *Job Market Paper*, University of Minnesota.
- CLINE W.R. (2005), *The United States as a Debtor Nation*, Institute for International Economics, Center for Global Development, Washington.
- DAVIES J., SANDSTROM S., SHORROCKS A. et WOLFF E. (2006), « The world distribution of household wealth », *UNU-WIDER*.
- DOOLEY M.P., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An essay on the revived Bretton Woods system », *Working Paper*, NBER, n° 9971.
- FLANDREAU M. et SUSSMAN N. (2002), « Old sins : exchange clauses and European foreign lending in the 19th century », *Discussion Paper*, CEPR, n° 4248.
- GRUBER J.W. et KAMIN S.B. (2005), « Explaining the global pattern of current account imbalances », *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- HAUSSMANN R. et STURZENEGGER F. (2005), « U.S. and global imbalances : can Dark Matter prevent a big bang ? », *CID Working Paper Series*, Harvard University.
- HIGGINS M., KLITGAARD T. et TILLE C. (2005), « The income implications of rising U.S. international liabilities », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 11, n° 12.
- KOGA M. (2005), « The decline of Japan's saving rate and demographic effects », *Working Paper Series*, Bank of Japan.
- KOO J. et KISER S.L. (2001), « Recovery from a financial crisis : the case of South Korea », *Economic and Financial Review*, Federal Reserve Bank of Dallas.
- KOZICKI S. et SELLON G.H. JR (2005), « Longer-term perspective on the Yield curve and monetary

- policy », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- KUIJS L. (2006), « How will China's saving-investment balance evolve », *Research Paper*, World Bank.
- LANE Ph. et MILESI-FERRETTI G.M. (2003), « International financial integration », *Working Paper*, International Monetary Fund.
- (2006), « Exchange rate and external adjustment : does financial globalization matter ? », *IIIS Discussion Paper*, Trinity College Dublin.
- LUCAS R.E. Jr. (1990), « Why doesn't capital flow from rich to poor countries ? », *The American Economic Review*, American Economic Association, vol. 80, n° 2.
- MACFARLANE I. (2005), « What are the global imbalances ? », *Reserve Bank Bulletin*, Reserve Bank of Australia.
- MARRIS S. (1985), « Deficits and the dollar : the world economy at risk », *Institute for International Economics*.
- MERCER OLIVER WYMAN (2003), « Study on the financial integration of European markets », European Mortgage Federation.
- MORGAN D., RIME B. et STRAHAN P.E. (2001), « Bank integration and business volatility », *Research Paper*, The Financial Intermediation Research Society, n° 02-07.
- OBSTFELD M. et TAYLOR A. (2002), « Globalization and capital markets », *Working Paper*, NBER, n° 8846.
- PRASAD E. et RAJAN R. (2006), « Modernizing China's growth paradigm », *Policy Discussion Paper*, International Monetary Fund.
- PRASAD E., RAJAN R. et SUBRAMANIAN A. (2006), « Foreign capital and economic growth », International Monetary Fund.
- ROUBINI N. et SETSER B. (2004), « The US as a net debtor : the sustainability of the US external imbalances », Stern School of Business, New York University.
- STRAHAN P.E., (2006), « Bank diversification, economic diversification ? », *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, n° 10.
- SCHULARICK M. (2005), « A tale of two "globalizations" : capital flows from rich to poor in two eras of global finance », *Working Paper*, Free University of Berlin.
- TODD E. (2002), *Après l'empire, Essai sur la décomposition du système américain*, Gallimard, Paris.
- US TREASURY (2006), « Report on foreign portfolio holdings of U.S. securities », Department of the Treasury.
- WARNOCK F.E. et WARNOCK V. (2005), « International capital flows and U.S. interest rates », *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n° 840.
- WILLET T.D. et YONGBOK K. (2006), « Korea's post crisis exchange rate policy », *Korea's Economy*, The Korea Economic Institute, vol. 22.

Table des matières

Introduction	3
I Une marche chaotique vers la globalisation financière	
<hr/>	
Bretton Woods : une économie mondiale sans système financier	7
Les années 1970 : un bricolage dangereux	11
Les progrès de la libéralisation financière et les déséquilibres Nord-Nord des années 1980	14
□ Encadré : <i>Propension à dépenser, solde de la balance courante et transferts internationaux d'épargne, 15</i>	
La libéralisation financière prématurée des pays émergents et les crises des années 1990	19
II Les ressorts des déséquilibres des années 2000	
<hr/>	
D'une globalisation à l'autre	23
Les effets de la capacité d'absorption limitée des pays pétroliers	28
La réponse à la pression déflationniste des économies émergentes d'Asie	32
□ Encadré : <i>Propension à dépenser et capacité de prise de risque d'investissement, 34</i>	
Un nouveau mercantilisme	38

III La faiblesse financière des économies d'Asie

La place réduite des ménages dans la circulation financière	42
Des systèmes bancaires vulnérables	48
Le recours au levier du change	52

**IV Les économies occidentales face
aux pressions déflationnistes du début
des années 2000**

Des chocs déflationnistes absorbés surtout grâce à l'endettement des ménages	61
Une réponse puissante des ménages américains à la baisse des taux d'intérêt	68
La réponse contrastée des ménages européens	69
□ Encadré : <i>L'« énigme » des taux d'intérêt à long terme américains, 70</i>	

V La globalisation au secours du dollar

Le rôle des autorités monétaires asiatiques	82
Le rôle de la globalisation financière	87
Le rôle de la spéculation	93
□ Encadré : <i>Diversification des avoirs des pays émergents : quelles conséquences sur le cours de l'euro ?, 98</i>	

VI Les limites à l'endettement américain

Une contrainte extérieure ?	100
La solvabilité des ménages américains en question	108

Conclusion	115
-------------------	-----

Repères bibliographiques	117
---------------------------------	-----

Collection

R E P È R E S

dirigée par

JEAN-PAUL PIRIOU (de 1987 à 2004), puis par PASCAL COMBEMALE,

avec STÉPHANE BEAUD, ANDRÉ CARTAPANIS, BERNARD COLASSE, FRANÇOISE DREYFUS, YANNICK L'HORTY, PHILIPPE LORINO, DOMINIQUE MERLLIÉ, CHRISTOPHE PROCHASSON, MICHEL RAINELLI et YVES WINKIN.

ÉCONOMIE

- Aide publique au développement (L')**, n° 476, Olivier Charnoz et Jean-Michel Severino.
- Allocation universelle (L')**, n° 412, Philippe Van Parijs et Yannick Vanderborght.
- Balance des paiements (La)**, n° 359, Marc Raffinot et Baptiste Venet.
- Bourse (La)**, n° 317, Daniel Goyeau et Amine Tarazi.
- Budget de l'État (Le)**, n° 33, Maurice Baslé.
- Calcul économique (Le)**, n° 89, Bernard Walliser.
- Capitalisme financier (Le)**, n° 356, Laurent Batsch.
- Capitalisme historique (Le)**, n° 29, Immanuel Wallerstein.
- Chômage (Le)**, n° 22, Jacques Freyssinet.
- Commerce international (Le)**, n° 65, Michel Rainelli.
- Comptabilité nationale (La)**, n° 57, Jean-Paul Piriou.
- Concurrence imparfaite (La)**, n° 146, Jean Gabszewicz.
- Consommation des Français (La)** :
1. n° 279 ;
2. n° 280, Nicolas Herpin et Daniel Verger.
- Coût du travail et emploi**, n° 241, Jérôme Gautié.
- Croissance, emploi et développement**. *Les grandes questions économiques et sociales I*, n° 488, J.-P. Deléage, J. Gautié, B. Gazier, D. Guellac, Y. L'Horty et J.-P. Piriou.
- Croissance et richesse des nations**, n° 419, Pascal Petit.
- Démographie (La)**, n° 105, Jacques Vallin.
- Déséquilibres financiers internationaux (Les)**, n° 491, Anton Brender et Florence Pisani.
- Développement soutenable (Le)**, n° 425, Franck-Dominique Vivien.
- Développement économique de l'Asie orientale (Le)**, n° 172, Éric Bouteiller et Michel Fouquin.
- Différenciation des produits (La)**, n° 470, Jean Gabszewicz.
- Dilemme du prisonnier (Le)**, n° 451, Nicolas Eber.
- Économie des changements climatiques**, n° 414, Sylvie Fauchoux et Haitham Joumni.
- Économie bancaire**, n° 268, Laurence Schalom.
- Économie britannique depuis 1945 (L')**, n° 111, Véronique Riches.
- Économie de l'Afrique (L')**, n° 117, Philippe Hugon.
- Économie de l'éducation**, n° 409, Marc Gurgand.
- Économie de l'environnement (L')**, n° 252, Pierre Bontems et Gilles Rotillon.
- Économie de l'euro**, n° 336, Agnès Benassy-Quéré et Benoît Cœuré.
- Économie française 2007 (L')**, n° 463, OFCÉ.
- Économie de l'innovation**, n° 259, Dominique Guellec.
- Économie de la Chine (L')**, n° 378, Françoise Lemoine.
- Économie de la connaissance (L')**, n° 302, Dominique Foray.
- Économie de la culture (L')**, n° 192, Françoise Benhamou.
- Économie de la distribution**, n° 372, Marie-Laure Allain et Claire Chambole.
- Économie de la drogue**, n° 213, Pierre Kopp.
- Économie de la firme**, n° 361, Bernard Baudry.
- Économie de la propriété intellectuelle**, n° 375, François Lévêque et Yann Ménière.
- Économie de la qualité**, n° 390, Bénédicte Coestier et Stéphan Marette.
- Économie de la réglementation (L')**, n° 238, François Lévêque.
- Économie de la RFA (L')**, n° 77, Magali Demotes-Mainard.
- Économie de la Russie (L')**, n° 436, François Benaroya.
- Économie de l'Inde (L')**, n° 443, Jean-Joseph Boillot.
- Économie des coûts de transaction**, n° 407, Stéphane Saussier et Anne Yvrande-Billon.
- Économie des États-Unis (L')**, n° 341, Hélène Baudchon et Monique Fouet.
- Économie des fusions et acquisitions**, n° 362, Nathalie Coutinet et Dominique Sagot-Duvauroux.
- Économie des inégalités (L')**, n° 216, Thomas Piketty.
- Économie des logiciels**, n° 381, François Horn.
- Économie des organisations (L')**, n° 86, Claude Menard.
- Économie des relations interentreprises (L')**, n° 165, Bernard Baudry.
- Économie des réseaux**, n° 293, Nicolas Curien.
- Économie des ressources humaines**, n° 271, François Stankiewicz.
- Économie des ressources naturelles**, n° 406, Gilles Rotillon.
- Économie du droit**, n° 261, Thierry Kirat.
- Économie du Japon (L')**, n° 235, Évelyne Dourille-Feer.
- Économie du risque pays**, n° 421, Nicolas Meunier et Tania Sollogoub.
- Économie du sport (L')**, n° 309, Jean-François Bourg et Jean-Jacques Gouguet.
- Économie et écologie**, n° 158, Franck-Dominique Vivien.
- Économie expérimentale (L')**, n° 423, Nicolas Eber et Marc Willinger.
- Économie informelle dans le tiers monde**, n° 155, Bruno Lautier.

- Économie institutionnelle (L')**, n° 472, Bernard Chavance.
- Économie marxiste du capitalisme**, n° 349, Gérard Duménil et Dominique Lévy.
- Économie mondiale 2007 (L')**, n° 462, CEPII.
- Économie politique de l'entreprise**, n° 392, François Eymard-Duvernay.
- Économie postkeynésienne**, n° 384, Marc Lavoie.
- Efficience informationnelle des marchés financiers (L')**, n° 461, Sandrine Lardic et Valérie Mignon.
- Emploi en France (L')**, n° 68, Dominique Gambier et Michel Vernières.
- Enjeux de la mondialisation (Les)**. *Les grandes questions économiques et sociales III*, n° 490, C. Chavagneux, F. Milewski, J. Pisani-Ferry, D. Plihon, M. Rainelli et J.-P. Warnier.
- Éthique économique et sociale**, n° 300, Christian Arnsperger et Philippe Van Parijs.
- Ethnographie économique (L')**, n° 487, Caroline Dufy et Florence Weber.
- France face à la mondialisation**, n° 248, Anton Brender.
- France face aux marchés financiers (La)**, n° 385, Anton Brender.
- Grandes économies européennes (Les)**, n° 256, Jacques Mazier.
- Histoire de l'Europe monétaire**, n° 250, Jean-Pierre Patat.
- Incertitude dans les théories économiques (L')**, n° 379, Nathalie Moureau et Dorothee Rivaud-Danset.
- Industrie française (L')**, n° 85, Michel Husson et Norbert Holcblat.
- Inflation et désinflation**, n° 48, Pierre Bezbakh.
- Introduction aux théories économiques**, n° 262, Françoise Dubœuf.
- Introduction à Keynes**, n° 258, Pascal Combemale.
- Introduction à la macroéconomie**, n° 344, Anne Epaulard et Aude Pommeret.
- Introduction à la microéconomie**, n° 106, Gilles Rotillon.
- Introduction à l'économie de Marx**, n° 114, Pierre Salama et Tran Hai Hac.
- Investisseurs institutionnels (Les)**, n° 388, Aurélie Boubel et Fabrice Pansard.
- FMI (Le)**, n° 133, Patrick Lenain.
- Lexique de sciences économiques et sociales**, n° 202, Jean-Paul Piriou et Denis Clerc.
- Libéralisme de Hayek (Le)**, n° 310, Gilles Dostaler.
- Lire l'économétrie**, n° 460, Luc Behaghel.
- Macroéconomie**.
- Investissement (L')**, n° 278, Patrick Villieu.
- Macroéconomie**.
- Consommation et épargne**, n° 215, Patrick Villieu.
- Macroéconomie financière :**
1. **Finance, croissance et cycles**, n° 307 ;
 2. **Crises financières et régulation monétaire**, n° 308, Michel Aglietta.
- Marchés du travail en Europe (Les)**, n° 291, IRES.
- Marchés financiers internationaux (Les)**, n° 396, André Cartapanis.
- Mathématiques des modèles dynamiques**, n° 325, Sophie Jallais.
- Microéconomie des marchés du travail**, n° 354, Pierre Cahuc, André Zylberberg.
- Modèles productifs (Les)**, n° 298, Robert Boyer et Michel Freyssenet.
- Mondialisation et délocalisation des entreprises**, n° 413, El Mouhoub Mouhoud.
- Mondialisation et l'emploi (La)**, n° 343, Jean-Marie Cardebat.
- Monnaie et ses mécanismes (La)**, n° 295, Dominique Plihon.
- Multinationales globales (Les)**, n° 187, Wladimir Andreff.
- Mutations de l'emploi en France (Les)**, n° 432, IRES.
- Notion de risque en économie (La)**, n° 444, Pierre-Charles Pradier.
- Nouveau capitalisme (Le)**, n° 370, Dominique Plihon.
- Nouveaux indicateurs de richesse (Les)**, n° 404, Jean Gadrey et Florence Jany-Catrice.
- Nouvelle histoire économique de la France contemporaine :**
1. **L'économie préindustrielle (1750-1840)**, n° 125, Jean-Pierre Daviet.
 2. **L'industrialisation (1830-1914)**, n° 78, Patrick Verley.
 3. **L'économie libérale à l'épreuve (1914-1948)**, n° 232, Alain Leménorel.
 4. **L'économie ouverte (1948-1990)**, n° 79, André Gueslin.
- Nouvelle économie (La)**, n° 303, Patrick Artus.
- Nouvelle économie chinoise (La)**, n° 144, Françoise Lemoine.
- Nouvelle microéconomie (La)**, n° 126, Pierre Cahuc.
- Nouvelle théorie du commerce international (La)**, n° 211, Michel Rainelli.
- Nouvelles politiques de l'emploi (Les)**, n° 454, Yannick L'Horty.
- Nouvelles théories de la croissance (Les)**, n° 161, Dominique Guellec et Pierre Ralle.
- Nouvelles théories du marché du travail (Les)**, n° 107, Anne Perrot.
- Organisation mondiale du commerce (L')**, n° 193, Michel Rainelli.
- Paradis fiscaux (Les)**, n° 448, Christian Chavagneux et Ronen Palan.
- Partenariats public-privé (Les)**, n° 441, F. Marty, S. Trosa et A. Voisin.
- Politique agricole commune (La)**, n° 480, Jean-Christophe Bureau.
- Politique de la concurrence (La)**, n° 339, Emmanuel Combe.
- Politique monétaire (La)**, n° 479, Christian Bordes.
- Politiques de l'emploi et du marché du travail (Les)**, n° 373, DARES.
- Population française (La)**, n° 75, Jacques Vallin.
- Population mondiale (La)**, n° 45, Jacques Vallin.
- Productivité et croissance en Europe et aux États-Unis**, n° 483, Gilbert Cette.
- Produits financiers dérivés**, n° 422, Yves Jégourel.
- Protection sociale (La)**, n° 72, Numa Murard.
- Protectionnisme (Le)**, n° 322, Bernard Guillochon.
- Qualité de l'emploi (La)**, n° 456, CEE.
- Quel avenir pour nos retraites ?** n° 289, Gaël Dupont et Henri Sterdyniak.
- Régionalisation de l'économie mondiale (La)**, n° 288, Jean-Marc Siroën.
- Revenu minimum garanti (Le)**, n° 98, Chantal Euzéby.
- Revenus en France (Les)**, n° 69, Yves Chassard et Pierre Concialdi.
- Socio-économie des services**, n° 369, Jean Gadrey.

Système monétaire international (Le), n° 97, Michel Lelart.
Taux de change (Les), n° 103, Dominique Plihon.
Taux d'intérêt (Les), n° 251, A. Bénassy-Quéré, L. Boone et V. Coudert.
Taxe Tobin (La), n° 337, Yves Jegourel.
Théorie de la régulation (La), n° 395, Robert Boyer.

Théorie économique néoclassique (La) :
1. **Microéconomie**, n° 275,
2. **Macroéconomie**, n° 276, Bernard Guerrien.
Théories de la monnaie (Les), n° 226, Anne Lavigne et Jean-Paul Pollin.
Théories des crises économiques (Les), n° 56, Bernard Rosier et Pierre Dockès.

Théories du salaire (Les), n° 138, Bénédicte Reynaud.
Théories économiques du développement (Les), n° 108, Elsa Assidon.
Travail des enfants dans le monde (Le), n° 265, Bénédicte Manier.
Travail et emploi en Europe, n° 417, John Morley, Terry Ward et Andrew Watt.
Urbanisation du monde (L'), n° 447, Jacques Véron.

SOCIOLOGIE

Anthropologie des religions, n° 496, Lionel Obadia.
Bouddhisme en Occident (Le), n° 478, Lionel Obadia.
Capital social (Le), n° 458, Sophie Ponthieux.
Catégories socioprofessionnelles (Les), n° 62, Alain Desrosières et Laurent Thévenot.
Conditions de travail (Les), n° 301, Michel Gollac et Serge Volkoff.
Critique de l'organisation du travail, n° 270, Thomas Coutrot.
Culture matérielle (La), n° 431, Marie-Pierre Julien et Céline Rosselin.
Démocratisation de l'enseignement (La), n° 345, Pierre Merle.
Économie sociale (L'), n° 148, Claude Vienney.
Enseignement supérieur en France (L'), n° 429, Maria Vasconcellos.
Ergonomie (L'), n° 43, Françoise Darses et Maurice de Montmollin.
Étudiants (Les), n° 195, Olivier Galland et Marco Oberti.
Féminin, masculin, n° 389, Michèle Ferrand.
Formation professionnelle continue (La), n° 28, Claude Dubar.
Histoire de la sociologie :
1. **Avant 1918**, n° 109,
2. **Depuis 1918**, n° 110, Charles-Henry Cuiin et François Gresle.
Histoire du féminisme, n° 338, Michèle Riot-Sarcey.
Histoire du travail des femmes, n° 284, Françoise Battagliola.
Insécurité en France (L'), n° 353, Philippe Robert.
Intérim (L'), n° 475, Dominique Glaymann.

Introduction aux Science Studies, n° 449, Dominique Pestre.
Jeunes (Les), n° 27, Olivier Galland.
Jeunes et l'emploi (Les), n° 365, Florence Lefresne.
Méthode en sociologie (La), n° 194, Jean-Claude Combessie.
Méthodes de l'intervention psychosociologique (Les), n° 347, Gérard Mendel et Jean-Luc Prades.
Méthodes en sociologie (Les) : l'observation, n° 234, Henri Peretz.
Métiers de l'hôpital (Les), n° 218, Christian Chevandier.
Mobilité sociale (La), n° 99, Dominique Merlié et Jean Prévot.
Modernisation des entreprises (La), n° 152, Danièle Linhart.
Multiculturalisme (Le), n° 401, Milena Doytcheva.
Mutations de la société française (Les). *Les grandes questions économiques et sociales II*, n° 489, R. Castel, L. Chauvel, D. Merlié, É. Neveu et T. Piketty.
Notion de culture dans les sciences sociales (La), n° 205, Denys Cuhe.
Nouveau système français de protection sociale (Le), n° 382, Jean-Claude Barbier et Bruno Thérêt.
Personnes âgées (Les), n° 224, Pascal Pochet.
Pouvoir des grands (Le). *De l'influence de la taille des hommes sur leur statut social*, n° 469, Nicolas Herpin.
Santé des Français (La), n° 330, Haut comité de la santé publique.
Sciences de l'éducation (Les), n° 129, Éric Plaisance et Gérard Vergnaud.
Société du risque (La), n° 321, Patrick Peretti Watel.

Sociologie de Bordeaux, n° 492, Émile Victorio.
Sociologie de Durkheim (La), n° 154, Philippe Steiner.
Sociologie de Erving Goffman (La), n° 416, Jean Nizet et Natalie Rigaux.
Sociologie de Georg Simmel (La), n° 311, Frédéric Vandenberghe.
Sociologie de l'alimentation, n° 468, F. Régnier, A. Lhuissier et S. Gojard.
Sociologie de l'architecture, n° 314, Florent Champy.
Sociologie de l'argent (La), n° 473, Damien de Blic et Jeanne Lazarus.
Sociologie de l'art, n° 328, Nathalie Heinrich.
Sociologie de l'éducation, n° 169, Marlaïne Cacouault et Françoise Euvrard.
Sociologie de l'emploi, n° 132, Margaret Maruani et Emmanuèle Reynaud.
Sociologie de l'immigration, n° 364, Andrea Rea et Maryse Tripier.
Sociologie de l'organisation sportive, n° 281, William Gasparini.
Sociologie de la bourgeoisie, n° 294, Michel Pinçon et Monique Pinçon-Charlot.
Sociologie de la consommation, n° 319, Nicolas Herpin.
Sociologie de la famille, n° 494, Jean-Hugues Déchaux.
Sociologie de la lecture, n° 376, Chantal Horellou-Lafarge et Monique Segré.
Sociologie de la négociation, n° 350, Reynald Bourque et Christian Thuderoz.
Sociologie de la prison, n° 318, Philippe Combessie.
Sociologie de la ville, n° 331, Yankel Fijalkow.

Sociologie de Marx (La), n° 173, Jean-Pierre Durand.
Sociologie de Max Weber (La), n° 452, Catherine Colliot-Thélène.
Sociologie de Norbert Elias (La), n° 233, Nathalie Heinich.
Sociologie de Paris, n° 400, Michel Pinçon et Monique Pinçon-Charlot.
Sociologie des cadres, n° 290, Paul Bouffartigue et Charles Gadea.
Sociologie des changements sociaux (La), n° 440, Alexis Trémoulinas.
Sociologie des chômeurs, n° 173, Didier Demazière.
Sociologie des comportements sexuels, n° 221, Maryse Jaspard.
Sociologie des employés, n° 142, Alain Chenu.
Sociologie des entreprises, n° 210, Christian Thuderoz.

Sociologie des mouvements sociaux, n° 207, Erik Neveu.
Sociologie des organisations, n° 249, Lusin Bagla.
Sociologie des pratiques culturelles, n° 418, Philippe Coulangeon.
Sociologie des publics, n° 366, Jean-Pierre Esquenazi.
Sociologie des relations professionnelles, n° 186, Michel Lallement.
Sociologie des réseaux sociaux, n° 398, Pierre Mercklé.
Sociologie des syndicats, n° 304, Dominique Andolfatto et Dominique Labbé.
Sociologie du crime (La), n° 435, Philippe Robert.
Sociologie du droit, n° 282, Évelyne Séverin.
Sociologie du sida, n° 355, Claude Thiaudière.
Sociologie du sport, n° 164, Jacques Defrance.

Sociologie du travail (La), n° 257, Sabine Erbès-Seguin.
Sociologie économique (La), n° 274, Philippe Steiner.
Sociologie et anthropologie de Marcel Mauss, n° 360, Camille Tarot.
Sondages d'opinion (Les), n° 38, Hélène Meynaud et Denis Duclos.
Syndicalisme enseignant (Le), n° 212, Bertrand Geay.
Système éducatif (Le), n° 131, Maria Vasconcellos.
Théories sociologiques de la famille (Les), n° 236, Catherine Cicchelli-Pugeault et Vincenzo Cicchelli.
Travail et emploi des femmes, n° 287, Margaret Maruani.
Travailleurs sociaux (Les), n° 23, Jacques Ion et Bertrand Ravon.
Urbanisme (L'), n° 96, Jean-François Tribillon.
Violences contre les femmes (Les), n° 424, Maryse Jaspard.

SCIENCES POLITIQUES-DROIT

Aménagement du territoire (L'), n° 176, Nicole de Montricher.
Collectivités locales (Les), n° 242, Jacques Hardy.
Constitutions françaises (Les), n° 184, Olivier Le Cour Grandmaison.
Construction européenne (La), n° 326, Guillaume Courty et Guillaume Devin.
Décentralisation (La), n° 44, Xavier Greffe.
DOM-TOM (Les), n° 151, Gérard Belorgey et Geneviève Bertrand.
Droit d'auteur et copyright, n° 486, Françoise Benhamou et Joëlle Farchy.
Droit du travail (Le), n° 230, Michèle Bonnechère.
Droit international humanitaire (Le), n° 196, Patricia Buirette.
Droit pénal, n° 225, Cécile Barberger.
Droits de l'homme (Les), n° 333, Danièle Lochak.
Économie politique internationale, n° 367, Christian Chavagneux.
Évaluation des politiques publiques (L'), n° 329, Bernard Perret.
Femmes en politique, n° 455, Catherine Achin et Sandrine Lévêque.
Fonction publique (La), n° 189, Luc Rouban.

Gouvernance de la mondialisation (La), n° 403, Jean-Christophe Graz.
Groupes d'intérêt (Les), n° 453, Guillaume Courty.
Histoire de l'administration, n° 177, Yves Thomas.
Histoire des idées politiques en France au XIX^e siècle, n° 243, Jérôme Grondeux.
Histoire des idées socialistes, n° 223, Noëlline Castagnez.
Histoire du Parti communiste français, n° 269, Yves Santamaria.
Introduction à Castoriadis, n° 471, Jean-Louis Prat.
Introduction à la philosophie politique, n° 197, Christian Ruby.
Introduction à Marx, n° 467, Pascal Combemale.
Introduction au droit, n° 156, Michèle Bonnechère.
Islam (L'), n° 82, Anne-Marie Delcambre.
Justice en France (La), n° 116, Dominique Vernier.
Notion de société civile (La), n° 482, Gautier Pirotte.
Nouvelle Constitution européenne (La), n° 380, Jacques Ziller.
ONG (Les), n° 386, Philippe Ryfman.
ONU (L'), n° 145, Maurice Bertrand.
Philosophie de Marx (La), n° 124, Étienne Balibar.

Politique de la famille (La), n° 352, Jacques Commaille, Pierre Strobel et Michel Villac.
Postcommunisme en Europe (Le), n° 266, François Baofin.
Régime politique de la V^e République (Le), n° 253, Bastien François.
Régimes politiques (Les), n° 244, Arlette Heymann-Doat.
Socialisme libéral (Le), n° 466, Serge Audier.
Sociologie de la communication politique, n° 493, Philippe Riutort.
Sociologie de la vie politique française, n° 402, Michel Offerlé.
Sociologie des finances publiques, n° 481, Marc Leroy.
Sociologie des relations internationales, n° 335, Guillaume Devin.
Sociologie du phénomène Le Pen, n° 428, Jacques Le Bohec.
Sociologie historique du politique, n° 209, Yves Déloye.
Syndicalisme en France depuis 1945 (Le), n° 143, René Mouriaux.
Théories de la république (Les), n° 399, Serge Audier.
Union européenne (L'), n° 170, Jacques Léonard et Christian Hen.
Utopies et utopistes, n° 484, Thierry Paquot.

HISTOIRE

Affaire Dreyfus (L'), n° 141, Vincent Duclert.

Archives (Les), n° 324, Sophie Coeuré et Vincent Duclert.

Catholiques en France depuis 1815 (Les), n° 219, Denis Pelletier.

Chronologie de la France au xx^e siècle, n° 286, Catherine Fhima.

État et les cultes (L'), 1789-1905-2005, n° 434, Jacqueline Lalouette.

Franç-maçonneries (Les), n° 397, Sébastien Galceran.

Front populaire (Le), n° 342, Frédéric Monier.

Guerre froide (La), n° 351, Stanislas Jeannesson.

Harkis (Les), n° 442, Tom Charbit.

Histoire de l'Algérie coloniale, 1830-1954, n° 102, Benjamin Stora.

Histoire de l'Algérie depuis l'indépendance, 1. 1962-1988, n° 316, Benjamin Stora.

Histoire de l'immigration, n° 327, Marie-Claude Blanc-Chaléard.

Histoire de l'URSS, n° 150, Sabine Dullin.

Histoire de la guerre d'Algérie, 1954-1962, n° 115, Benjamin Stora.

Histoire de la Turquie contemporaine, n° 387, Hamit Bozarslan.

Histoire des États-Unis depuis 1945 (L'), n° 104, Jacques Portes.

Histoire des sciences biomédicales, n° 465, Jean-Paul Gaudillière.

Histoire du Maroc depuis l'indépendance, n° 346, Pierre Vermeren.

Histoire du parti socialiste, n° 222, Jacques Kergoat.

Histoire du radicalisme, n° 139, Gérard Baal.

Histoire en France (L'), n° 84, Collectif.

Histoire politique de la III^e République, n° 272, Gilles Candar.

Histoire politique de la IV^e République, n° 299, Éric Duhamel.

Introduction à la socio-histoire, n° 437, Gérard Noiriel.

Introduction à l'histoire de la France au xx^e siècle, n° 285, Christophe Prochasson.

Judaïsme (Le), n° 203, Régine Azria.

Pierre Mendès France, n° 157, Jean-Louis Rizzo.

Politique étrangère de la France depuis 1945 (La), n° 217, Frédéric Bozo.

Protestants en France depuis 1789 (Les), n° 273, Rémi Fabre.

Question nationale au xix^e siècle (La), n° 214, Patrick Cabanel.

Régime de Vichy (Le), n° 206, Marc Olivier Baruch.

Santé au travail (Le), n° 438, S. Buzzi, J.-C. Devinck et P.-A. Rosental.

GESTION

Analyse financière de l'entreprise (L'), n° 153, Bernard Colasse.

Audit (L'), n° 383, Stéphanie Thiéry-Dubuisson.

Calcul des coûts dans les organisations (Le), n° 181, Pierre Mévellec.

Capital-risque (Le), n° 445, Emmanuelle Dubocage et Dorothee Rivaud-Danset.

Comptabilité anglo-saxonne (La), n° 201, Peter Walton.

Comptabilité en perspective (La), n° 119, Michel Capron.

Contrôle budgétaire (Le), n° 340, Nicolas Berland.

Contrôle de gestion (Le), n° 227, Alain Burlaud et Claude J. Simon.

Culture d'entreprise (La), n° 410, Éric Godelier.

Éthique dans les entreprises (L'), n° 263, Samuel Mercier.

Fondements de la comptabilité (Les), n° 485, Bernard Colasse.

Gestion des ressources humaines (La), n° 415, Anne Dietrich et Frédérique Pigeyre.

Gestion financière de l'entreprise (La), n° 183, Christian Pierrat.

Gestion prévisionnelle des ressources humaines (La), n° 446, Patrick Gilbert.

Gouvernance de l'entreprise (La), n° 358, Roland Perez.

Introduction à la comptabilité d'entreprise, n° 191, Michel Capron et Michèle Lacombe-Saboly.

Logistique (La), n° 474, Pascal Lièvre.

Management de la qualité (Le), n° 315, Michel Weill.

Management de projet (Le), n° 377, Gilles Garel.

Management international (Le), n° 237, Isabelle Huault.

Méthodologie de l'investissement dans l'entreprise, n° 123, Daniel Fixari.

Modèle japonais de gestion (Le), n° 121, Annie Bourguignon.

Normes comptables internationales (Les), n° 457, Chrystelle Richard.

Outils de la décision stratégique (Les) :
1 : Avant 1980, n° 162,
2 : Depuis 1980, n° 163,
José Allouche et Géraldine Schmidt.

Responsabilité sociale d'entreprise (La), n° 477, Michel Capron et Françoise Quairel-Lanoizelée.

Sociologie du conseil en management, n° 368, Michel Villette.

Stratégies des ressources humaines (Les), n° 137, Bernard Gazier.

Théorie de la décision (La), n° 120, Robert Kast.

Toyotisme (Le), n° 254, Koichi Shimizu.

CULTURE-COMMUNICATION

Argumentation dans la communication (L'), n° 204, Philippe Breton.

Bibliothèques (Les), n° 247, Anne-Marie Bertrand.

Culture de masse en France (La) :
1. 1860-1930, n° 323, Dominique Kalifa.

Diversité culturelle et mondialisation, n° 411, Armand Mattelart.

Économie de la presse, n° 283, Patrick Le Floch et Nathalie Sonnac.

Histoire sociale du cinéma français, n° 305, Yann Darré.

Histoire de la société de l'information, n° 312, Armand Mattelart.

Histoire des théories de l'argumentation, n° 292, Philippe Breton et Gilles Gauthier.

Histoire des théories de la communication, n° 174, Armand et Michèle Mattelart.

Histoire de la philosophie, n° 95, Christian Ruby.

Industrie des médias (L'), n° 439, Jean Gabszewicz et Nathalie Sonnac.

Industrie du disque (L'), n° 464, Nicolas Curien et François Moreau.

Introduction aux sciences de la communication, n° 245, Daniel Bougnoux.

Introduction aux Cultural Studies, n° 363, Armand Mattelart et Érik Neveu.

Marché de l'art contemporain (Le), n° 450, Nathalie Moureau et Dominique Sagot-Duvaureau.

Médias en France (Les), n° 374, Jean-Marie Charon.

Mondialisation de la culture (La), n° 260, Jean-Pierre Warnier.

Musée et muséologie, n° 433, Dominique Poulot.

Presse des jeunes (La), n° 334, Jean-Marie Charon.

Presse magazine (La), n° 264, Jean-Marie Charon.

Presse quotidienne (La), n° 188, Jean-Marie Charon.

Programmes audiovisuels (Les), n° 420, Benoît Danard et Remy Le Champion.

Psychanalyse (La), n° 168, Catherine Desprats-Péquignot.

Révolution numérique et industries culturelles, n° 408, Alain Le Diberder et Philippe Chantepie.

Sociologie du journalisme, n° 313, Erik Neveu.

Télévision (La), n° 405, Régine Chaniac et Jean-Pierre Jézéquel.

Tests d'intelligence (Les), n° 229, Michel Huteau et Jacques Lautrey.

Classiques

R E P È R E S

La formation du couple. Textes essentiels pour la sociologie de la famille, Michel Bozon et François Héran.

Invitation à la sociologie, Peter L. Berger.

Un sociologue à l'usine. Textes essentiels pour la sociologie du travail, Donald Roy.

Dictionnaires

R E P È R E S

Dictionnaire de gestion, Élie Cohen.

Dictionnaire d'analyse économique, microéconomie, macroéconomie, théorie des jeux, etc., Bernard Guerrien.

Guides

R E P È R E S

L'art de la thèse. Comment préparer et rédiger un mémoire de master, une thèse de doctorat ou tout autre travail universitaire à l'ère du Net, Michel Beaud.

Comment se fait l'histoire.

Pratiques et enjeux, François Cadiou, Clarisse Coulomb, Anne Lemonde et Yves Santamaría.

La comparaison dans les sciences sociales. Pratiques et méthodes, Cécile Vigour.

Les ficelles du métier. Comment conduire sa recherche en sciences sociales, Howard S. Becker.

Guide de l'enquête de terrain, Stéphane Beaud et Florence Weber.

Guide des méthodes de l'archéologie, Jean-Paul Demoule, François Giligny, Anne Lehoërff et Alain Schnapp.

Guide du stage en entreprise, Michel Villette.

Manuel de journalisme. Écrire pour le journal, Yves Agnès.

Voir, comprendre, analyser les images, Laurent Gervereau.

Manuels

R E P È R E S

Analyse macroéconomique 1.

Analyse macroéconomique 2. 17 auteurs sous la direction de Jean-Olivier Hairault.

Comprendre le monde.

Une introduction à l'analyse des systèmes-monde, Immanuel Wallerstein.

Déchiffrer l'économie, Denis Clerc.

L'explosion de la communication. Introduction aux théories et aux pratiques de la communication, Philippe Breton et Serge Proulx.

Une histoire de la comptabilité nationale, André Vanoli.

Histoire de la psychologie en France. XIX^e-XX^e siècles, J. Carroy, A. Ohayon et R. Plas.

La mondialisation de l'économie. Genèse et problèmes, Jacques Adda.



Composition Facompo, Lisieux (Calvados)

Dépôt légal : mai 2007