

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'en 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 les 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

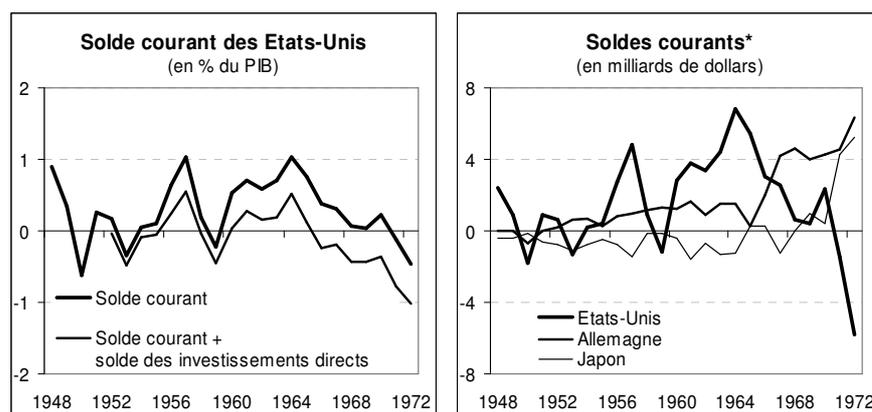
Au lendemain de la guerre de 1939-1945, le souci central est de permettre un renouveau du commerce international mis à mal par le conflit et les désordres économiques qui l'ont précédé. Ce souci conduit à l'organisation, décidée à Bretton Woods, d'un véritable système

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

monétaire international [Aglietta et Moatti, 2000]. Pour la première fois, ce système repose sur un accord 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 en effet 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.

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.

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 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

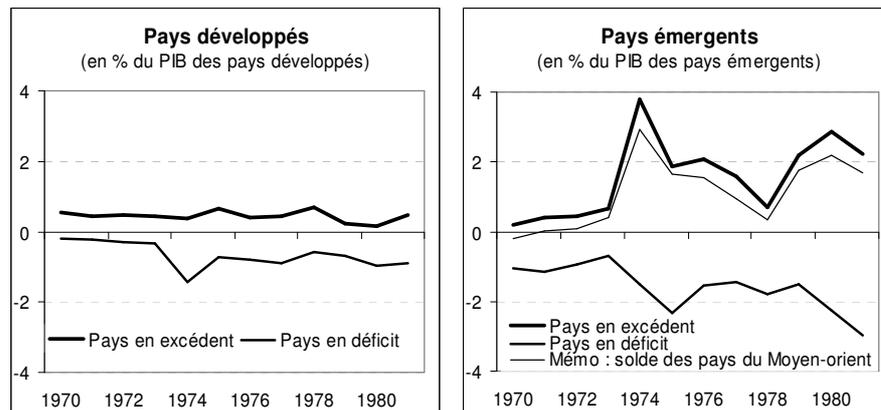
Au début des années 1970, la hausse spectaculaire du prix du pétrole met brutalement l'économie mondiale devant un problème financier imprévu. Elle conduit en effet à un prélèvement sur le revenu des pays importateurs de pétrole au profit des pays exportateurs.

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 puissants – 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'eurodollar 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 : CEPPII-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.

Propension à dépenser, solde de sa 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 :

$$D = C + I + G.$$

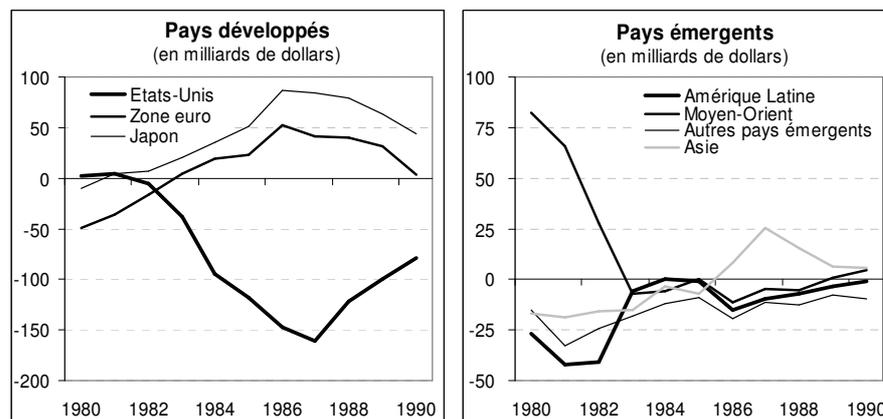
Les progrès de la libéralisation financière et les déséquilibres Nord-Nord des années 1980

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 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.

Graphique 3. Soldes courants au cours des années 1980



Sources : FMI, calculs des auteurs.

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 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

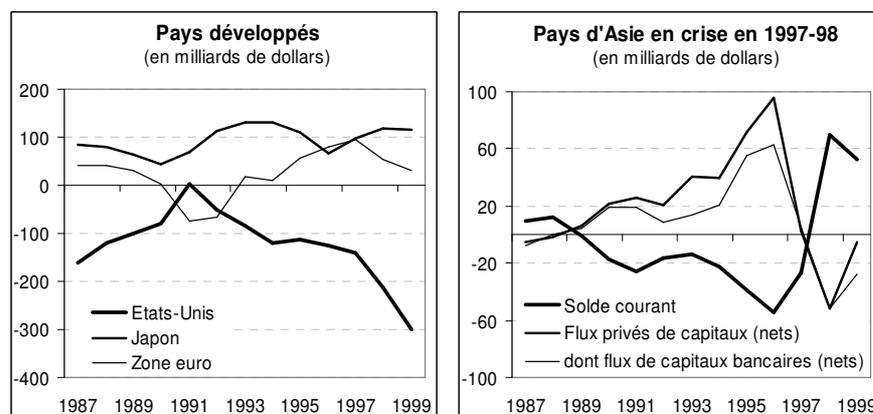
Une nouvelle phase de la libéralisation financière s'ouvre avec les années 1990 et une nouvelle configuration de déséquilibres financiers internationaux apparaît. Les régions

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.

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.

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.

Graphique 4. Soldes courants sur la période 1987-1999



Sources : FMI, IFI.

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 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 de l'actuel déséquilibre financier international.