

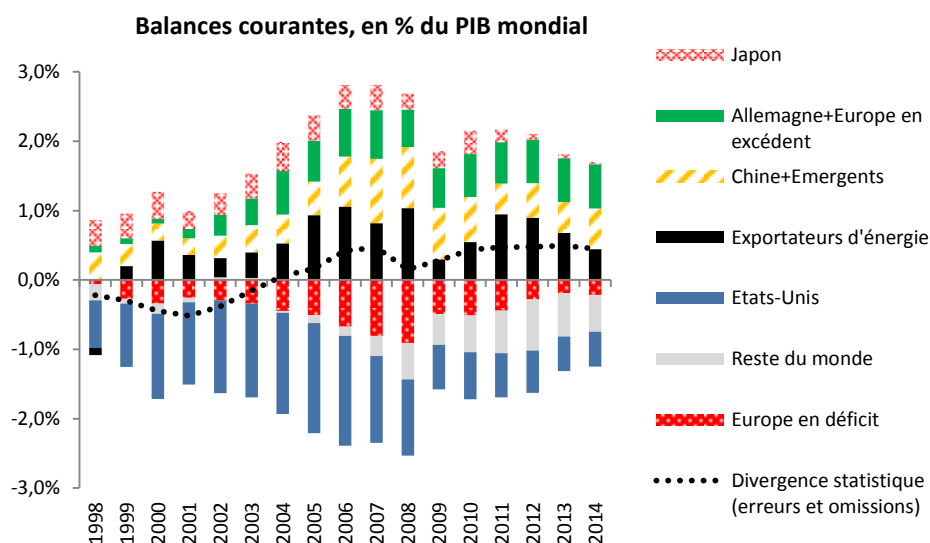
## Déséquilibres mondiaux : une grille d'analyse pertinente ?

Vendredi 23 octobre 2015

Le présent flash expose les termes du débat relatif au déséquilibre des balances courantes autour d'une question centrale : dans quelle mesure permet-il de comprendre l'évolution récente de l'économie mondiale ?

### 1. Une abondance d'épargne mondiale ? L'hypothèse de la « *Global Saving Glut* »...

Depuis plusieurs années, l'économie mondiale est marquée par d'importants « **déséquilibres macroéconomiques** »<sup>1</sup>. Parmi ces derniers, l'évolution des **balances courantes**<sup>2</sup> est souvent mise en avant avec, d'une part, l'importance du déficit nord-américain et, d'autre part, la progression des excédents dans plusieurs pays (Chine, certains pays émergents et exportateurs d'énergie, Allemagne).

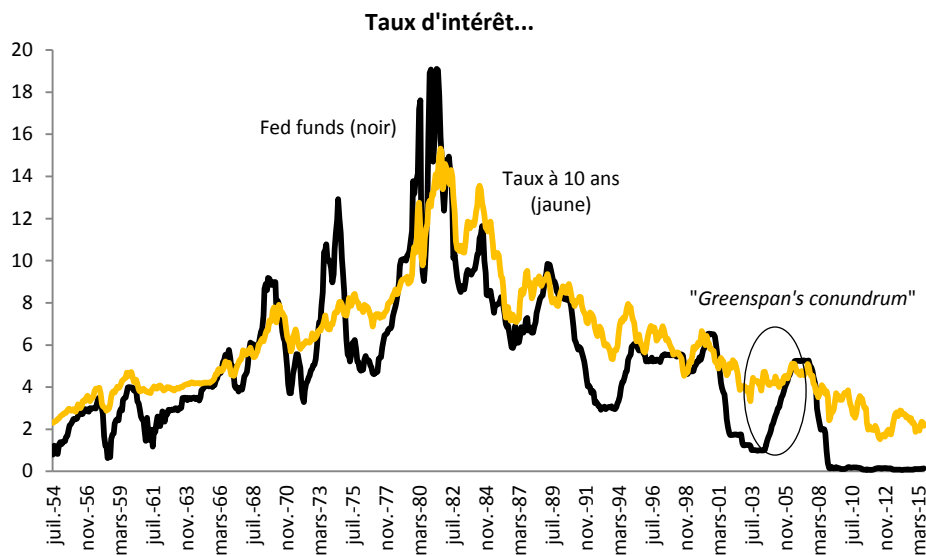


Ces déséquilibres sont à l'origine d'un débat lancé par Ben Bernanke<sup>3</sup> qui note que les pays émergents et en développement sont passés d'un solde extérieur globalement déficitaire à un excédent extérieur en raison d'un **écart croissant entre l'épargne et l'investissement**. Cette **abondance d'épargne mondiale** (« *Global Saving Glut* ») se serait, dans une large mesure, orientée vers les Etats-Unis, stimulant le prix des actifs et le dollar à la fin des années 90 et exerçant une nette pression baissière sur les taux d'intérêt. Ceci aurait engendré des « effets de richesse » pour les ménages nord-américains qui, en augmentant leur consommation, renforçaient la tendance à la baisse de l'épargne nationale et au creusement du déficit extérieur. Si la fin de la bulle internet en 2000 s'est traduite par une « correction » boursière d'ampleur, elle n'a pas remis en cause la tendance au dynamisme de l'épargne par rapport à l'investissement chez les émergents. Cette tendance permettrait d'expliquer à la fois **l'assouplissement des conditions de financement** aux Etats-Unis (et donc en partie le boom du crédit et la bulle immobilière) ainsi que « **l'énigme de Greenspan** » (« *Greenspan's conundrum* ») : alors que la Fed s'engageait en 2004 dans un cycle de hausse des **taux à court terme**, les **taux longs** se montraient insensibles à cette action, ce qui est contraire à la théorie et à la pratique. En effet, la courbe des taux est généralement croissante dans le cas d'un resserrement monétaire, reflétant la hausse de la prime de risque ; par ailleurs, il existe une forte corrélation empirique entre les taux courts et les taux longs. Pour Bernanke, seule l'hypothèse de la « *Global Saving Glut* » peut expliquer un tel **découplage**, favorisé par le statut international du dollar.

<sup>1</sup> Concept large regroupant des indicateurs tels que l'endettement (ménages, administrations), le chômage, les prix...

<sup>2</sup> Compte opérationnel d'un pays qui décrit les transactions avec le reste du monde (biens et services, revenus et transferts).

<sup>3</sup> Alors Gouverneur au sein de la Réserve fédérale, avant d'en devenir le Président de février 2006 à janvier 2014. Voir le discours « *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit* », prononcé le 10 mars 2005 à Richmond, Virginie.



Source : Afep à partir de Réserve fédérale.

## 2. ... dont la validité est fortement contestée...

L'hypothèse de l'abondance d'épargne connaît un certain succès chez les observateurs. Pourtant, sa validité fait l'objet de **fortes contestations** : dans une étude publiée en 2011 par la Banque des règlements internationaux<sup>4</sup>, deux économistes (Claudio Borio et Piti Disyatat) la remettent en question en avançant des arguments de nature empirique et méthodologique. D'un point de vue **empirique**, ils relèvent plusieurs **contradictions** entre l'hypothèse de Bernanke et l'évolution des indicateurs, parmi lesquelles l'absence de corrélation entre le taux d'épargne mondial et les taux d'intérêt (baisse des seconds alors que le premier variait dans les deux sens), la dépréciation du dollar du début du 21<sup>e</sup> siècle (incohérente avec l'attrait supposé des actifs nord-américains) et l'existence historique de booms du crédit dans des pays en excédent extérieur (le Japon d'avant-crise, la Chine de la fin 90...). D'un point de vue **méthodologique**, Borio et Disyatat estiment que cette hypothèse repose sur un **postulat implicite qui assimile l'épargne au financement** dans un cadre d'analyse où seuls comptent les facteurs « réels » et où la monnaie n'est qu'un « *voile qui recouvre un troc* » (l'expression célèbre de Say). Elle est donc contestée par les auteurs, qui rappellent que nous vivons dans une **économie « monétaire »** où toute activité nécessite un financement *ex ante* (alors que l'épargne est, en comptabilité nationale, un solde *ex post* qui correspond au revenu non consommé) : par conséquent, l'étude de la balance courante ne permet pas de déterminer la part de l'investissement domestique financé par le reste du monde<sup>5</sup>. Au niveau multilatéral, ceci implique que **les pays en excédent ne « financent » pas à proprement parler ceux en déficit**. Enfin, le raisonnement sur les balances courantes se faisant selon le **principe de résidence** et sur des **flux nets**, il ne capture qu'une fraction des flux de capitaux (bruts) internationaux. Pour les auteurs, ceci conduit à attribuer, à tort, un rôle prépondérant aux émergents dans le financement du boom nord-américain d'avant-crise, alors qu'une analyse par les flux de capitaux suggère que c'est l'Europe qui en a assuré l'essentiel (dont la Grande Bretagne, au solde extérieur déficitaire).

\*\*\*

*Outil d'analyse traditionnel en macroéconomie, le solde courant fait l'objet d'une attention particulière de la part du FMI qui cherche à éviter les positions « excessives » (déficit ou excédent). En ce sens, il reste une référence pour la politique économique. Toutefois, il convient de ne pas surestimer son pouvoir explicatif dans la mesure où il repose sur un cadre conceptuel de moins en moins adapté à l'économie moderne, qui est à la fois « mondialisée et financière ». Ceci plaide donc pour une approche complémentaire voire, dans certains cas, alternative, en termes d'indicateurs mobilisés (flux bruts de capitaux entrants et sortants, évolution du prix des actifs, déséquilibres financiers...) afin de donner leur place aux facteurs monétaires. Enfin, toute réflexion sur ces questions doit nécessairement se faire au niveau mondial compte tenu des interdépendances existant entre les pays.*

<sup>4</sup> « Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? », C. Borio et P. Disyatat, BIS Working Papers n° 346, mai 2011.

<sup>5</sup> Une balance courante équilibrée signifie que la production domestique est égale à la dépense domestique et non que l'épargne domestique « finance » l'investissement domestique (qui peut provenir de multiples sources, internes et externes).