



Vers des limites financières à la croissance

**Une analyse des déséquilibres
des paiements internationaux**

**Par Jean-Claude Berthelemy,
Denis Besnainou,
Anton Brender,
Pierre Ewencyk**

	Pages
PRÉSENTATION	3
INTRODUCTION	9
CHAPITRE I : La formation des excédents et des déficits courants	11
I - Les balances courantes des cinq économies dominantes	14
II - Effets d'acquis et de modification de structure	25
III - Les coûts de financement des déficits et les gains résultant des excédents	37
CHAPITRE II : Le financement des déficits courants	41
I - Le cadre d'analyse : une « maquette » cohérente des relations financières internationales	44
II - Quatre types d'opérations financières	46
III - Prêts public/public : un cinquième des relations financières internationales	53
IV - Financements entre secteurs privés : des opérations spécialisées	58
V - Les financements bancaires	60
VI - L'interbancaire : la hiérarchie des places financières	65
CHAPITRE III : Le circuit international du dollar	75
I - Les fonctions internationales du dollar	76
II - Le circuit du dollar	85
CHAPITRE IV : Conclusions et perspectives	105
I - Contexte et nécessité des ajustements financiers : la « grande transition »	107
II - Modalités et limites des ajustements financiers : un report dans le temps et dans l'espace	110
III - Trois scénarios d'évolution de l'économie mondiale	117
English summary	122

Présentation

Le second choc pétrolier de 1979 provoque un nouveau déséquilibre financier international d'ampleur comparable à celui de 1973 : le surplus financier de l'OPEP serait en 1980 du même montant, en dollars constants, qu'en 1974.

Mais les effets à moyen terme seront probablement différents. Pour démontrer ceci, le numéro 3 de la revue du CEPIL aborde successivement quatre questions : d'où sont venus les excédents et les déficits de la période 1967-1977 qui encadre le premier choc pétrolier ? Par quels canaux les excédents de certains pays ont financé les déficits des autres ? Quel a été le rôle du dollar, la monnaie internationale ? Sur quels scénarios débouche-t-on après le second choc pétrolier ?

1 - La formation des excédents et déficits courants de balance des paiements

L'analyse des balances des paiements courants des cinq plus grandes économies occidentales de 1967 à 1977 montre les rôles dominants du déficit énergétique et de l'excédent manufacturier mais aussi l'influence non négligeable des échanges de produits agricoles et de services, des revenus de capitaux, et des transferts dus au tourisme ou à l'épargne des travailleurs immigrés.

Le cas américain est particulièrement atypique. Malgré le sursaut provoqué par la dépréciation du dollar, l'excédent manufacturier reste très faible. La dégradation précipitée du déficit énergétique n'est que partiellement couverte par les ventes de produits agricoles et les revenus rapatriés des investissements à l'étranger.

A l'opposé, l'Allemagne et le Japon paient rapidement et amplement leur facture pétrolière par un excédent manufacturier massif et croissant. Une analyse plus fine souligne des différences : l'Allemagne bénéficie d'une spécialisation acquise durant les années 50 et 60 alors que le Japon continue d'améliorer la sienne durant les années 70. L'Allemagne a un fort déficit sur les services (tourisme, transferts de revenus des immigrés) et le Japon sur l'agriculture.

Le Royaume-Uni a des soldes faibles et inertes en tous domaines sauf dans le fret et l'assurance où il conserve une forte position.

La France est différente selon qu'on la regarde en photographie ou en mouvement. En photographie, en moyenne sur les années 1967-1977, ses excédents et déficits ressemblent à ceux de la Grande-Bretagne. En mouvement, la France a une croissance rapide et améliore nettement son solde manufacturier, ceci bien davantage par dynamique de spécialisation que par effet d'acquis ; de ce point de vue, elle ressemble davantage au Japon qu'à l'Allemagne.

Les intérêts reçus et versés sont à la jonction des flux réels et des flux financiers. Les taux d'intérêts apparents payés sur la dette extérieure sont plus élevés pour les petits pays industrialisés et les nouveaux pays industriels que pour les Etats-Unis et le Tiers-Monde pauvre. Inversement le Moyen-Orient OPEP et le Japon reçoivent une meilleure rémunération de leurs prêts extérieurs que les pays de la CEE.

2 - Le financement des déficits courants

Dans un domaine aussi crucial que les relations financières internationales, les données disponibles auprès des meilleures sources (le FMI) sont malheureusement incohérentes : pour l'ensemble du monde la somme des excédents n'est pas égale à la somme des déficits. Le CEPII a procédé à une mise en cohérence des flux financiers, cumulés pour l'ensemble de la période 1967-1977, pour douze zones (Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne, Japon, reste de la CEE, reste de l'OCDE, Moyen-Orient OPEP, reste de l'OPEP, nouveaux pays industrialisés, autres pays en voie de développement, Est). Pour chacune de ces zones, trois agents ont été distingués : opérateurs privés, banques, institutions publiques.

Ceci permet d'étudier de façon systématique les relations internationales entre ces agents, par exemple entre les banques américaines et les banques extérieures ou entre les institutions publiques de l'OPEP et le système bancaire international.

Le financement des déficits courants ne représente en apparence qu'environ le cinquième des relations financières internationales. En fait il est la résultante de circuits complexes et imbriqués de quatre types : 1) les opérations directes d'institutions publiques à institutions publiques restent très importantes : 21 % du total (détentions de bons du trésor US par l'OPEP, l'Allemagne, etc., aide publique au développement, organisations internationales, etc.). Ce fait est essentiel comme il apparaîtra dans l'élaboration des scénarios (chapitre 4) ; 2) les relations des banques privées avec les institutions publiques et les agents privés non bancaires :

37 % du total ; 3) les relations interbancaires (33 %) ; 4) et les financements entre secteurs privés (crédits commerciaux privés, euro-obligations, etc.) ne sont pas négligeables : 9 % du total.

La principale zone créditrice a été le Moyen-Orient OPEP (60 % de la capacité mondiale de prêt) qui a recouru pour ses placements, au système bancaire privé (33 %), aux prêts publics (39 %) et aux financements privés (28 %). Suit l'Allemagne (18 % de la capacité mondiale de prêt) qui pour plus de la moitié (57 %) a effectué des financements publics (augmentation de ses créances sur les Etats-Unis par accroissement des réserves en dollars...).

La principale zone débitrice a été celle des « autres pays industrialisés » (dont l'Europe du Sud), 25 % du besoin mondial d'emprunt sur 1967-1977. Puis les pays de l'Est (22 %), les « autres PVD » (17 %) et les « nouveaux pays industrialisés » (16 %).

Les Etats-Unis ont été emprunteurs nets (16 %) mais ce solde de 37 milliards de DTS recouvre deux flux importants de sens inverse : d'un côté, les institutions publiques ont emprunté massivement (68 mds de DTS) et de l'autre les banques privées américaines ont prêté des fonds considérables à l'étranger (28 mds de DTS), issus de l'épargne privée intérieure du pays. Une fraction notable de l'épargne américaine a donc trouvé des placements plus rentables hors du territoire, souvent par le canal des filiales étrangères des banques américaines, tandis que les banques centrales étrangères ont accumulé des créances mal rémunérées sur le trésor public américain. Tel est le cœur du circuit international du dollar.

3 - Le circuit International du dollar

Le dollar conserve tous les attributs de la monnaie internationale par excellence, moins en raison de la puissance économique intrinsèque de l'économie américaine que faute de substituts.

Plus de la moitié du commerce mondial est libellée et payée en dollars et cette proportion croît avec les bonds du prix du pétrole. Font exceptions les pays de la CEE qui exigent que leurs exportations soient payées dans leur propre monnaie : le dollar n'est utilisé que pour 21 % des ventes britanniques, 9 % de celles de la France et 5 % de celles de l'Allemagne (1977).

Les encaisses privées en dollars semblent maintenues au minimum nécessaire aux transactions commerciales.

Enfin le dollar est un placement financier, essentiellement des banques centrales qui accumulent des réserves officielles en dollars. Les réserves sont placées en bons du trésor américain par les principaux pays industrialisés, mais les autres pays n'hésitent pas à les faire fructifier sur le marché de l'eurodollar.

Ainsi se constitue le circuit du dollar : les dollars sont créés par le déficit de la balance des paiements courants américains apparu vers 1967 et par les crédits bancaires privés américains qui satisfont une forte demande de crédits, notamment de la part des pays en voie de développement. Ces dollars aboutissent tôt ou tard dans les réserves des banques centrales, puisque les opérateurs privés ne gardent que le minimum nécessaire à leur commerce. Une partie de ces réserves va alimenter le marché de l'eurodollar, ce qui nourrit une croissance autonome et incontrôlée de la liquidité mondiale.

Par contraste le deutschemark n'a pas toutes les qualités d'une monnaie internationale majeure. Seuls 15 % du commerce mondial sont libellés en DM (en fait les ventes allemandes !). Mais le DM est de plus en plus demandé comme monnaie de placement sous forme d'avoirs privés étrangers en monnaie allemande (9 % des actifs monétaires en Allemagne), ou d'euro-DM ou de réserves publiques (10 % des réserves officielles de change fin 1979). Le bouclage de ce circuit secondaire du DM s'effectue ainsi : les autorités monétaires allemandes afin d'éviter une trop forte dépréciation du dollar par rapport au DM, doivent acheter des dollars et vendre des DM et satisfont ainsi avec réticence la demande de diversification d'actifs financiers.

4 - Esquisses de trois scénarios

Les ajustements financiers des années 1970 se sont situés dans le contexte d'une « grande transition » de l'économie mondiale qui est loin d'être achevée. Les pays occidentaux hésitent entre un nouveau bond en avant technologique et la préservation des structures de production et de consommation, de revenus et de pouvoirs. Certains pays du Sud ont tiré parti de leurs bas salaires, de l'abondance des capitaux internationaux et de l'ouverture des marchés pour se lancer dans une industrialisation rapide mais vulnérable. Le prix du pétrole est devenu plus élevé et quasiment imprévisible.

Après le premier choc pétrolier, les ajustements inéluctables ont été, dans une large mesure, repoussés dans l'espace et dans le temps. Report dans l'espace : les grands pays industrialisés, Etats-Unis exceptés,

ont visé par priorité le rééquilibrage de leurs paiements courants (voire l'excédent dans le cas allemand et japonais), en freinant leur croissance. Les déficits qui constituent la contrepartie nécessaire de l'excédent de l'OPEP se sont donc concentrés sur les pays en voie d'industrialisation rapide, l'Europe du Sud, les pays de l'Est. Report dans le temps : ces pays en voie d'industrialisation rapide ont soutenu leur croissance en s'endettant. Dans certains cas, une fois déduit des exportations de quoi payer les importations d'énergie et d'équipement qui sont indispensables à la croissance, il ne reste qu'à peine de quoi faire face au paiement des intérêts sur la dette.

La montée du chômage à l'Ouest, celle de l'endettement au Sud (et à l'Est), la fragilité persistante des relations monétaires internationales sont trois raisons qui font que le second choc pétrolier n'entraînera pas les mêmes réactions que le premier. Trois scénarios peuvent être esquissés.

- *La stagflation cumulative : les risques de rupture*

Les enchaînements commencent comme après le premier choc pétrolier : les pays industriels les plus forts tendent à rééquilibrer rapidement leurs paiements extérieurs par une exportation agressive et une déflation interne. Des pays en voie d'industrialisation rapide ne trouvent plus de créanciers privés et sont à leur tour conduits à casser leur croissance, avec de graves risques socio-politiques. Les issues de ce processus cumulatif dans lequel le surplus de l'OPEP (« ex ante ») ne trouverait pas de contrepartie pourraient être une spirale inflationniste entre le prix du pétrole et les prix industriels qui mettrait à mal ce qui reste de système monétaire international, une escalade protectionniste tout à fait dans cette logique du « chacun pour soi », des tensions socio-politiques majeures à la périphérie des grands pays industrialisés, au Sud et même à l'Ouest.

- *Le recyclage public des pétrodollars vers les pays en voie d'industrialisation rapide : le risque de fragmentation*

Il existe à côté du système bancaire privé, deux autres circuits de recyclage, l'un entre agents privés, l'autre entre institutions publiques, nationales ou internationales. Il apparaît logique que les institutions publiques soient amenées à prendre une part croissante du double risque que constitue la garantie d'une rémunération réelle des pétrodollars (risque monétaire) et la menace d'insolvabilité de pays en voie de développement (risque financier). Les organisations internationales (Banque Mondiale, FMI, banques régionales) pourraient jouer un rôle important si les moyens leur en sont rapidement donnés par les Etats membres. Une évo-

lution probable est celle de relations bilatérales de plus en plus intenses entre certains pays industrialisés et certains pays en voie d'industrialisation rapide d'Amérique Latine, d'Asie ou d'Europe du Sud : en contrepartie du risque monétaire et financier assumé par « l'aîné », les pays « cadets » seraient amenés à accepter des liens commerciaux et industriels privilégiés.

Le risque de fragmentation du Sud serait important ainsi que celui d'une accentuation des disparités entre grandes économies occidentales qui ont un acquis très différent de relations économiques avec cette minorité de pays en voie d'industrialisation rapide.

• *Un endettement concerté des pays occidentaux pour soutenir la croissance et la restructuration : un scénario normatif*

La solution la plus favorable à long terme serait que les grands pays industrialisés empruntent à l'OPEP *pour leur propre compte* tant que l'OPEP conservera un excédent significatif. Ceci permettrait de soutenir la croissance interne, de financer une partie de l'inévitable restructuration industrielle et de créer une demande vigoureuse d'importations en provenance du Sud. Mais les difficultés seraient sévères. Chacune des grandes économies occidentales devrait maîtriser son inflation par d'autres moyens que le freinage de la croissance et la pression du chômage. Chacune devrait accepter les sacrifices d'une ample restructuration énergétique et industrielle. Chacune devrait admettre la perspective d'un déficit durable des paiements courants, à commencer par l'Allemagne et le Japon qui ont eu jusqu'à présent le réflexe inverse. Et tous ensemble devraient agir de façon concertée pour que ces déficits consentis dans une perspective de restructuration interne et de solidarité internationale ne provoquent pas de perturbations monétaires majeures. Les pays de la CEE, grâce au potentiel de stabilité du système monétaire européen, pourraient jouer un rôle exemplaire.

Christian Sautter

Introduction

La présente étude est centrée sur une analyse au niveau mondial des évolutions de balances des paiements entre 1967 et 1977. Par delà la simple description de ces évolutions, on a cherché à s'interroger sur l'importance des phénomènes financiers internationaux pour le fonctionnement à venir de l'économie mondiale : dans quelle mesure peut-on envisager l'apparition, à moyen terme, d'une contrainte financière à la croissance de l'économie et des échanges mondiaux ?

Dans un premier temps, on décrira les conséquences des évolutions « réelles » sur les principaux soldes courants observés. L'analyse a porté plus particulièrement sur les pays dont les monnaies sont l'objet de transactions internationales importantes : Etats-Unis, Iles Britanniques, France, RFA, Japon (1). Ces pays sont également ceux pour lesquels les matériaux statistiques disponibles permettent une analyse relativement fine, plus difficile pour les autres pays.

On étudiera ensuite les circuits de financement des déficits — et de placement des excédents — qui sont associés à ces balances courantes. En principe, les balances de paiements représentent la trace statistique de toutes transactions économiques, financières et monétaires internationales. Aussi, constituent-elles un matériau privilégié pour étudier la montée, au cours des années soixante-dix, des déséquilibres financiers internationaux. En pratique, cependant, les statistiques de balances des paiements sont incomplètes et, surtout, incompatibles globalement. Chaque balance est, par construction, équilibrée, au besoin par une ligne d'erreurs et omissions toujours plus importante ; par contre, pour chacun des postes des balances de paiements — y compris pour des flux aussi agrégés que les soldes courants — les statistiques mondiales apparaissent totalement incohérentes : le total des ventes n'est pas égal au total des achats, pas plus que le total des prêts n'est égal au total des emprunts. A cet égard, le chapitre II de cette étude apparaît donc central. On y présente, en effet, le résultat d'un effort d'harmonisation des flux financiers internationaux, à partir duquel on peut observer :

1) la répartition des soldes résultant des opérations qui relèvent de la sphère réelle de l'économie mondiale — opérations courantes et investissements directs ;

(1) Auxquels il faudrait ajouter la Suisse, si ce n'est que le Franc Suisse est actuellement un instrument monétaire international très particulier et très restreint.

2) la répartition des capacités de prêt et des besoins d'emprunt d'un pays en fonction des agents institutionnels qui les créent ou les supportent ;

3) les différents circuits internationaux de financement des pays déficitaires par les pays à excédent : circuits directs tels que des prêts d'entreprise à entreprise, ou de gouvernement à gouvernement, mais également circuits indirects tels que les prêts et emprunts bancaires ou l'accumulation et le placement de réserves de change par les banques centrales. Dépassant ainsi le pur travail d'harmonisation statistique, on rétablit l'articulation nécessaire entre les flux de financement provoqués par les évolutions réelles de l'économie mondiale et les déséquilibres monétaires et financiers qui en découlent.

Il apparaîtra alors en effet que, loin de constituer seulement un point de passage obligé entre les excédents de certains pays et les déficits des autres, les circuits financiers internationaux sont d'une grande complexité, complexité qui ne peut s'expliquer qu'à la lumière d'une compréhension des phénomènes monétaires sous-jacents. C'est pourquoi on sera amené, au chapitre III à démonter les mécanismes du circuit du dollar, qui constitue aujourd'hui encore la base des relations monétaires internationales. La crise de ces relations apparaît comme résultant de l'ambiguïté du statut international du dollar : monnaie prépondérante pour le règlement des transactions et le financement des déficits, le dollar est remis en cause — par le deutschemark notamment — comme instrument de réserve (du moins, on le verra, par les agents privés).

En soi, cette analyse du problème monétaire pourrait apparaître constituer un domaine d'étude relativement autonome : on pourra toutefois d'autant mieux apprécier l'importance des forces en jeu à ce niveau que les masses qui leur correspondent — les flux internationaux de financement — auront été décrits auparavant.

On pourra alors, dans le chapitre IV, tirer les conclusions, pour l'avenir à moyen terme de l'économie mondiale, des phénomènes observés. On verra ainsi dans quelles conditions l'accumulation des déséquilibres financiers sur toute la décennie qui vient de s'achever pourrait être à l'origine d'une contrainte à la croissance de l'économie mondiale dans les années 1980.