Des équilibres instables

Danielle Schweisguth, Mathieu Plane, Christophe Blot, Marion Cochard, Sabine Le Bayon

▶ **To cite this version:**

Danielle Schweisguth, Mathieu Plane, Christophe Blot, Marion Cochard, Sabine Le Bayon. Des équilibres instables. Revue de l'OFCE, 2007, 101, pp.165 - 191. 10.3917/reof.101.0165 . hal-03462074

HAL Id: hal-03462074

https://sciencespo.hal.science/hal-03462074

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

DES ÉQUILIBRES INSTABLES *

Département analyse et prévision de l'OFCE

Le déficit courant des États-Unis se dégrade continuellement depuis 1991 et a atteint un niveau record de 6,6 % du PIB en 2006. Il résulte en premier lieu d'un déséquilibre interne entre l'épargne nationale et l'investissement. La propension à consommer des ménages américains favorisée par l'envolée des cours boursiers à la fin des années 1990 puis le développement du marché hypothécaire ont modifié l'arbitrage entre consommation et épargne au détriment de cette dernière. Par ailleurs, les finances publiques ont pâti de la guerre en Irak et des plans de baisse d'impôt successifs. Mais, ce déficit constitue également la contrepartie de l'excès d'épargne du reste du monde et en particulier des pays asiatiques. Depuis la crise financière de 1997, ceux-ci sont contraints de dégager des excédents commerciaux car ils ne peuvent s'endetter en monnaie étrangère. Ils empêchent ainsi le dollar de se déprécier en jouant contre les forces du marché afin de maintenir leurs taux de change artificiellement bas. Ce sont à la fois les interventions de change des banques centrales asiatiques et les phénomènes de marché comme le yen carry trade *qui soutiennent le dollar et exercent une pression à la baisse sur les taux d'intérêt longs mondiaux. La globalisation financière a ainsi favorisé le financement des déséquilibres à moindre coût. L'apparition de nouveaux acteurs tels que les* hedge funds *et le développement des instruments de couverture permettant de mutualiser les risques ont permis aux entreprises de refinancer leur dette à moindre coût et d'accroître leur rentabilité grâce au levier de l'endettement. En même temps, ce mouvement a contribué à l'émergence de nouveaux risques du fait d'un endettement croissant notamment des entreprises et des ménages. Les crédits aux entreprises atteignent aujourd'hui un niveau historiquement élevé, supérieur au pic de l'an 2000. Ceci amplifie le risque de* credit crunch *en cas de retournement des marchés boursiers ou immobiliers. Si la soutenabilité du déficit courant américain devait être mise à mal, on assisterait à la fois à un décrochage du dollar et à un krach obligataire qui pourraient dégénérer en une crise de grande ampleur. Mais un rééquilibrage en douceur n'est pas non plus exclu, en particulier si la Chine ou l'Europe se mettaient à croître de façon plus autonome.*

* Ont contribué à cette étude spéciale : Christophe Blot, Marion Cochard, Sabine Le Bayon, Mathieu Plane et Danielle Schweisguth.

Les très bonnes performances de la croissance mondiale en 2006 reposent sur une somme de déséquilibres imbriqués qui se compensent les uns les autres et débouchent sur un équilibre global aux fondations fragiles. La situation est d'autant plus précaire qu'elle a nourri un ensemble d'opérations financières jusqu'ici rentables mais qui pourraient rapidement s'avérer beaucoup plus risquées que prévues. Les turbulences financières qui ont éclaté au mois de février 2007 ont illustré l'instabilité des équilibres et montré qu'un simple grain de sable dans les rouages bien huilés de la finance internationale pourrait remettre en cause le schéma actuel de la croissance par un débouclage en chaîne des positions spéculatives.

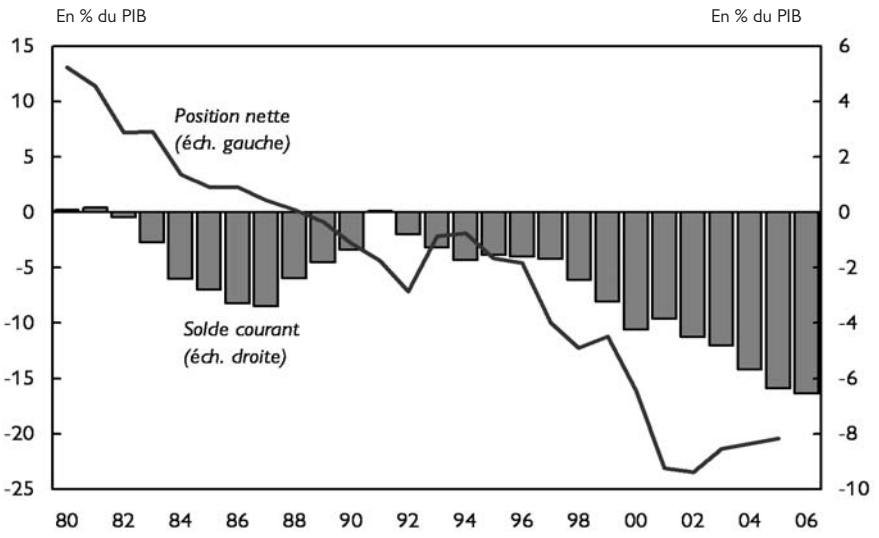
Qu'il s'agisse du déficit courant des États-Unis ou de l'excès d'épargne des pays asiatiques, les déséquilibres et leurs conséquences sur les marchés boursiers, immobiliers, obligataires et des changes sont bien identifiés (voir le schéma à la fin de l'étude) et nécessiteront tôt ou tard une correction. La question essentielle est alors celle des ajustements et du nouvel équilibre mondial qui pourrait en découler. Les interdépendances financières sont aujourd'hui telles que la probabilité d'un krach isolé est moindre que celle d'une correction généralisée. Mais, sous la condition d'une action volontaire et coordonnée, le rééquilibrage pourrait être vertueux et entraîner l'économie mondiale sur un nouveau sentier de croissance.

Un déséquilibre épargne/investissement à l'échelle mondiale

Le déficit courant des États-Unis atteint des records…

Souvent évoquée comme la principale source de déséquilibre mondial, la balance courante américaine est presque systématiquement déficitaire depuis 1982. Après une amélioration à la fin des années 1980, le solde courant n'a cessé de se dégrader depuis 1991, pour atteindre un niveau record de 6,6 % du PIB en 2006 (graphique 1). Ce déficit a pesé fortement sur la position extérieure nette américaine, qui s'est creusée de plus de 20 points de PIB entre 1994 et 2001. Depuis 2003, la dépréciation du dollar et la hausse des prix des actifs étrangers détenus par les résidents américains ont permis d'améliorer la position extérieure nette des États-Unis malgré le creusement du déficit courant.

1. Solde courant et position extérieure nette des États-Unis



Source : FMI.

Comptablement, le déficit courant correspond à la capacité ou au besoin de financement de la nation. On a alors :

$$(X\text{-}M) = (S_{privé} + S_{public}) - I$$

où $(X\text{-}M)$ désigne le solde des biens et services et par approximation le solde courant. $S_{privé}$ et S_{public} représentent les épargnes privée et publique (solde budgétaire) et I, l'investissement privé total de la nation. Il apparaît alors clairement qu'un déficit courant ne résulte pas uniquement d'un problème commercial mais qu'il peut être lié à un décalage interne entre l'épargne nationale et l'investissement.

… tiré par la faiblesse chronique de l'épargne…

On peut voir dans le déficit courant américain la conséquence du creusement de l'écart entre épargne et investissement américains. Cette approche financière du solde courant se révèle particulièrement pertinente depuis la fin des années 1990. Le développement de la « nouvelle économie » a probablement conduit l'ensemble des agents à surestimer la croissance potentielle américaine. Les entreprises américaines ont alors investi massivement en s'endettant.

Par ailleurs, l'envolée des cours de bourse a donné l'illusion d'un accroissement de la richesse des détenteurs d'actifs financiers. Cette réévaluation des revenus futurs par les ménages américains à la fin des

années 1990 a déformé leur arbitrage entre consommation et épargne par un effet de richesse. La hausse de la consommation qui en a résulté a accentué le décrochage du taux d'épargne des ménages, à l'œuvre depuis le début des années 1990. Ce mouvement s'est par ailleurs vu renforcé par le développement du marché hypothécaire, qui a facilité l'accès au crédit des ménages américains, amplifiant ainsi l'impact de la politique monétaire accommodante menée par la Réserve fédérale à partir de janvier 2001.

Enfin, la dégradation rapide des finances publiques américaines a pesé sur le déficit d'épargne depuis le début des années 2000, avec le retour des déficits jumeaux en 2002. La guerre en Irak et les plans de baisse d'impôt successifs ont poussé les dépenses budgétaires à la hausse et amoindri les recettes de l'État, conduisant à une baisse sensible de l'épargne publique. Le besoin de financement de l'État s'élevait à 3,7 % du PIB en 2005 alors que les finances publiques dégageaient un excédent de 1,6 % en 2000. En baisse en 2006, le déficit budgétaire constitue néanmoins encore la principale source de déséquilibre entre épargne et investissements américains.

… et une demande intérieure vigoureuse

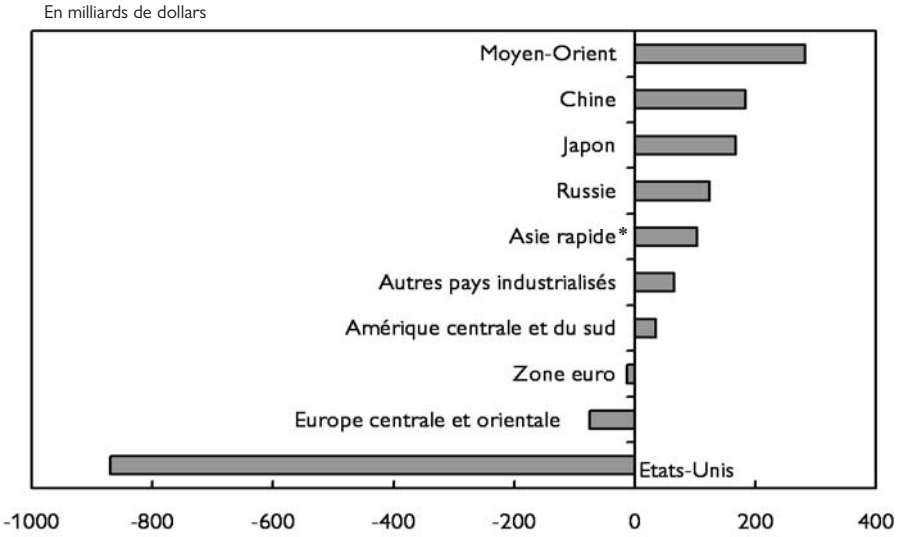
Outre la hausse du prix du pétrole, les États-Unis ont souffert de l'ouverture croissante du marché des biens et services, comme la plupart des économies développées. Tirées par le dynamisme de la consommation et de l'investissement (privés comme publics) d'une part, et d'autre part par la hausse du contenu en importations de la demande intérieure, les importations américaines ont fortement creusé le déficit commercial à partir des années 1990.

Par ailleurs, l'orientation sectorielle des exportations américaines vers des produits plus bas de gamme que les pays de la zone euro a contribué à la baisse de 10 % des parts de marché des États-Unis au cours des cinq dernières années malgré une évolution plus favorable du dollar dans la période récente.

Un déficit, des excédents

Il est également possible de faire une autre lecture où le déficit courant américain n'est plus la source du déséquilibre mais la conséquence de multiples déséquilibres à l'échelle mondiale. Puisque par construction, les déficits des uns sont les excédents des autres, il vient que la dégradation continue du solde des transactions courantes aux États-Unis depuis 1991 doit refléter les excédents enregistrés dans

2. Les soldes des transactions courantes en 2006



* Les pays de l'Asie rapide sont la Corée du Sud, Hong-Kong, Singapour, Taiwan, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.
Source : FMI.

d'autres pays. C'est effectivement ce qu'illustre le graphique 2 représentant les soldes courants des principaux pays et zones géographiques en 2006.

Avec un déficit de 870 milliards de dollars, soit 6,6 % du PIB, les États-Unis ont la situation la plus dégradée [1]. Comparativement, les déficits extérieurs des PECO et de la zone euro sont d'une ampleur bien plus faible (respectivement 75 et 13 milliards de dollars). Les principales autres régions du monde sont en excédent. En raison d'un effet pétrole, les pays du Moyen-Orient et la Russie ont respectivement dégagé un surplus de 124 et 282 milliards de dollars. Ce facteur a contribué à aggraver le déséquilibre américain. Une autre contrepartie importante du déficit courant américain se situe en Chine, au Japon et dans les autres pays asiatiques. L'excès d'investissement relativement à l'épargne aux États-Unis ne serait donc que le miroir d'un excès d'épargne des pays asiatiques. C'est l'idée avancée en 2005 par Ben Bernanke, l'actuel gouverneur de la Réserve fédérale, lorsqu'il évoquait le *global saving glut*. De fait, le déficit américain s'est creusé conjointement à l'amélioration de la balance courante des pays asiatiques (tableau). Il faut noter que le déficit courant enregistré dans la zone euro en 2006 n'a pas le caractère structurel [2] de celui des États-Unis.

1. En % du PIB, le déficit espagnol atteint – 8,8 %.
2. L'agrégation masque nécessairement des situations structurelles particulières telles que les déficits réguliers enregistrés par le Royaume-Uni et l'Espagne.

Si les relations de cause à effet sont sans doute plus subtiles que ce simple jeu de vases communicants ne le laisse supposer, il reste que la situation américaine ne peut être analysée sans porter un regard attentif sur l'évolution du contexte macroéconomique mondial.

Évolution des soldes courants

En milliards de dollars

	1990	1995	2000	2006
États-Unis	– 79	– 114	– 415	– 869
Japon	44	111	120	167
Zone euro	– 3	53	– 43,5	– 13
Autres pays industrialisés	– 70	– 6	33	65
Asie rapide	3	– 28,5	62,5	103
Chine	12	2	20,5	184
PECO	– 4,5	– 7	– 32	– 75
Moyen-orient	4,5	4	67	282
Amérique centrale et du sud	– 0,8	– 37	– 49	35

La somme des excédents et des déficits n'est pas ici égale à zéro dans la mesure où tous les pays ne sont pas pris en compte et où subsistent également des erreurs et omissions.
Source : FMI.

Ainsi, juste avant la crise asiatique de 1997, les pays d'Asie en développement rapide étaient en déficit de plus de 28 milliards de dollars. On observe de fait un tournant dans les stratégies de développement de ces pays [3]. Alors que la théorie standard prévoit qu'au cours de la phase de rattrapage, les pays en développement soient en situation de déficit extérieur de façon à financer les investissements nécessaires à leur croissance, la crise asiatique a fondamentalement changé la donne. Les stratégies de croissance ont été réorientées et fondées sur la nécessité de dégager des excédents vis-à-vis du reste du monde afin d'accumuler des réserves de change. En effet, les crises financières et de change de la fin des années 1990 en Asie mais aussi en Amérique latine ont traduit les limites d'un système fondé sur une plus ou moins forte fixité des changes, l'existence de déficits courants généralement financés par une dette en devises étrangères et la libéralisation des mouvements de capitaux. Sous la contrainte d'une mobilité croissante des capitaux, il devenait nécessaire d'échapper au risque d'attaques spéculatives sur le marché des changes en favorisant les excédents commerciaux. La politique de change est désormais un pilier de cette

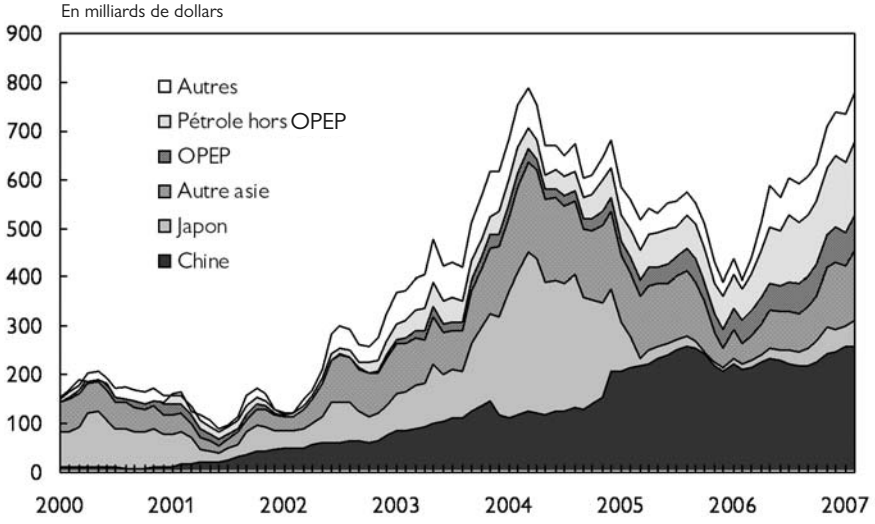
3. À l'exception des PECO, on observe une situation similaire dans les autres pays en développement qui par effet de contagion ont été touchés par des crises financières du même type.

nouvelle stratégie puisqu'en limitant l'appréciation de leurs monnaies, les pays asiatiques ont pu favoriser leur commerce extérieur. Sans avoir été touché par la crise, c'est aussi clairement le choix qui a été effectué par la Chine [4].

Le corollaire de cette nouvelle stratégie de croissance est la nécessité d'accumuler des réserves de changes, ce qui a contribué à financer le déficit courant des États-Unis. En termes de flux, les variations de réserves ont fortement augmenté à partir de 2002 et sont actuellement légèrement inférieures à 800 milliards de dollars (graphique 3). À eux seuls, la Chine et le Japon disposent d'un stock de réserves dépassant 1900 milliards en 2006.

Il est très difficile de connaître précisément la composition par produits et devises des portefeuilles détenus par les banques centrales. Néanmoins, une étude de la Banque des règlements internationaux (BRI) [5] suppose que la part de ces réserves détenue sur des supports libellés en dollars se situerait autour de 60 % en mars 2006. Par ailleurs, les banques centrales ont généralement tendance à privilégier des placements non risqués si bien qu'elles ont massivement acheté des obligations d'état, favorisant le maintien des taux d'intérêt longs à un niveau modéré, en particulier aux États-Unis.

3. Variations des réserves de change mondiales



Source : Instituts d'émission.

4. Dans le cas de la Chine, le maintien d'un contrôle des changes lui a justement permis d'échapper aux turbulences financières.

5. Voir P. Wooldridge (2006) : « The Changing Composition of Official Reserves », *BIS Quarterly Review*, septembre.

De 2001 à 2003, dans le sillage de l'assouplissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, on observe une première phase de baisse des taux obligataires aux États-Unis. Une fois digérées les conséquences de l'éclatement de la bulle Internet, du scandale financier de l'affaire Enron et des attentats du 11 septembre, la Réserve fédérale entame, en juin 2004, un cycle de hausse de taux qui aurait dû se répercuter sur les rendements à long terme. Mais le mouvement a en fait été contrebalancé par l'accumulation massive de réserves de change en particulier de la Banque du Japon et des banques centrales asiatiques, la Chine et les pays producteurs de pétrole prenant le relais à partir de la fin de l'année 2004. En conséquence, les rendements des obligations ont atteint des niveaux particulièrement bas, notamment aux États-Unis. L'accumulation de réserves de changes dans les pays asiatiques n'est pas le seul facteur ayant conduit à cette déconnexion entre les rendements obligataires et leurs fondamentaux. Le contexte macroéconomique japonais y a également contribué.

Sans pouvoir être comparée à la situation des autres pays asiatiques, les achats de devises de la Banque du Japon répondent aux mêmes motifs : limiter l'appréciation de leur monnaie. En effet, touché par la déflation, le Japon a mené une politique très active, à la hauteur de la crise dans laquelle était plongée l'économie nippone, jouant à la fois sur le taux de change et sur les taux d'intérêt. Le principal taux directeur est inférieur à 1 % depuis juillet 1995, la Banque du Japon ayant même pratiqué une politique de taux zéro entre février 1999 et juillet 2006 [6]. À de nombreuses occasions et notamment en 2003 et 2004, les interventions de change ont été nombreuses et massives. Elles ont permis de limiter les effets désinflationnistes de l'appréciation du yen. Les interventions de change ont nettement diminué à partir d'avril 2005. Le Japon n'était pas sorti de la déflation mais les agents privés ont pris le relais de la Banque du Japon en exploitant le différentiel de taux d'intérêt entre le Japon et les États-Unis. Ces stratégies de portage ou *carry trade* (encadré 1) ont largement contribué à la dépréciation du yen depuis la fin de l'année 2004.

Le déséquilibre de la balance des paiements américaine résulte également du différentiel de croissance entre les États-Unis et le Japon. Si la déflation n'a réellement débuté qu'en 1998, le Japon s'est retrouvé en récession dès 1993-1994 à la suite de l'éclatement de la bulle boursière et immobilière. Aussi, entre 1992 et 2006, le différentiel de croissance annuelle s'est en moyenne élevé à 2,3 points. Sans connaître une telle différence, l'écart moyen de croissance par rapport à la zone euro sur la période 1992-2006 est néanmoins de 1,3 point. Si comme nous l'avons souligné, la zone euro ne s'est pas retrouvée dans une situation structurelle d'excédent extérieur, il n'en demeure pas moins

6. Une première tentative de sortie de la politique de taux zéro avait été tentée en août 2000 mais a dû être avortée en mars 2001 en raison d'une rechute de l'économie japonaise.

qu'elle a systématiquement dégagé un excédent commercial vis-à-vis des États-Unis depuis 1993. Dans ces conditions, que ce soit vis-à-vis de la zone euro ou du Japon, l'écart de demande interne s'est traduit par une croissance plus forte des importations américaines pesant sur les échanges extérieurs.

Si les origines internes du déficit courant américain ne peuvent être négligées, la situation actuelle reflète également la stratégie de développement menée par de nombreux pays en voie de développement — en particulier les pays d'Asie — ainsi que le déséquilibre de croissance entre les États-Unis, la zone euro et le Japon.

1. *Yen carry trade* : une nouvelle bulle spéculative ?

Le *yen carry trade*, anglicisme parfois traduit par « opérations de portage », est tenu pour responsable de la dépréciation du yen depuis près de deux ans. Le *yen carry trade* consiste à emprunter une somme en yen à bas taux pour la placer sur des actifs étrangers plus rémunérateurs : obligations, mais aussi actions ou même actifs immobiliers. Ce mécanisme entraîne une vente de yen qui pousse la monnaie nippone à la baisse. Les investisseurs peuvent donc être doublement rémunérés : ils empochent de façon certaine le différentiel de taux d'intérêt, et accroissent d'autant leurs gains que le yen s'est déprécié lorsqu'ils remboursent leur emprunt. Le tableau ci-dessous donne les performances annuelles moyennes des stratégies de *yen carry trade* sur un an (calculées sur la base du différentiel de taux à trois mois).

On constate que les performances de ces stratégies ont été très lucratives depuis 2005, et en moyenne nettement supérieures au seul différentiel de taux. Le yen s'est en effet déprécié vis-à-vis de l'ensemble des monnaies qui offraient un rendement obligataire sensiblement supérieur aux taux d'intérêts nippons. Par ailleurs, les performances sur les trois premiers mois de 2007 sont en moyenne meilleures que celles des années précédentes (15,3 % contre 11,1 % en 2006 et 8,7 % en 2005) ce qui est de nature à encourager la poursuite des stratégies de *yen carry trade*. Les décisions d'investissement reposent à la fois sur les anticipations de change et de taux d'intérêt, les deux étant bien entendu

Yen carry trade, une stratégie très lucrative

	Performance moyenne sur 12 mois, *en %*			Différentiel de taux à 3 mois
	2005	2006	2007	Mars 2007
Dollar US	3,4	9,4	7,4	4,6
Euro	5,7	11,8	18,9	3,2
Livre sterling	4,0	8,8	14,1	4,9
Bath thaïlandais	3,9	15,7	25,1	3,9
Won coréen	17,8	17,4	11,5	4,3
Dollar australien	14,6	4,3	14,9	5,8
Dollar néo-zélandais	11,3	10,3	15,2	7,2
Moyenne	8,7	11,1	15,3	4,8

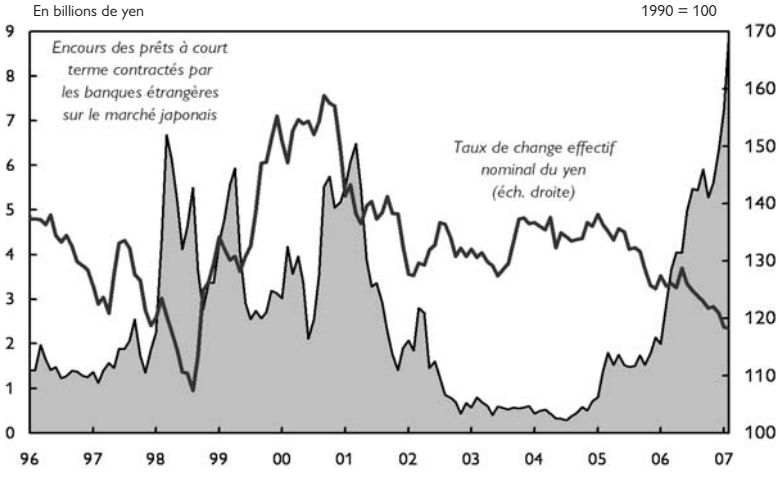
Sources : Datastream, calculs OFCE.

liées. Ces stratégies sont cependant risquées, car le retournement sur le marché des changes peut être très violent en cas de débouclage en chaîne des positions de *yen carry trade*. Si les perspectives de gains diminuent, les investisseurs auront moins recours au *yen carry trade* et le yen aura alors tendance à s'apprécier. Plus ils tarderont à solder leurs positions et plus ils perdront sur le change, d'où une prime au plus rapide qui entraîne des réactions en chaîne. Une accumulation de positions ouvertes comporte des risques non négligeables pour la stabilité des changes, à l'instar de l'épisode d'octobre 1998 où le yen s'était apprécié de près de 25 % en l'espace de quelques semaines. La crise russe suivie de la faillite du fond LTCM (suite à un défaut de paiement sur les emprunts russes) avaient entraîné un retrait des positions à risque des investisseurs, et donc un retour massif de liquidités vers le Japon précipitant la hausse du yen.

Quels sont les montants investis ?

Existe-t-il réellement une bulle spéculative « vendeuse » sur le yen ? La question est de nature à inquiéter la Banque du Japon qui ne voit pas d'un très bon œil le développement de ces pratiques. Il est difficile d'évaluer le montant total des positions de *yen carry trade*. Les données de la balance des paiements japonaise nous indiquent que le montant des prêts en yen octroyés par les banques japonaises aux investisseurs étrangers atteignent début 2007 près de 13 000 milliards de yen (soit environ 110 milliards de dollars). Mais ces prêts peuvent aussi servir à des investissements productifs pour un montant qui reste inconnu. La banque du Japon fournit également l'encours de crédits à court terme accordés à des banques étrangères sur le marché monétaire japonais (graphique). Les banques étrangères se procurent ainsi des yen à bas taux *via* leurs filiales implantées au Japon, et rapatrient ces fonds pour proposer à leurs clients des crédits à taux très intéressants. Dans cette configuration, c'est l'emprunteur final qui assume en premier lieu le risque de change, même lorsqu'il s'agit d'un particulier qui cherche à acheter un bien immobilier. Cet encours de crédits a fortement augmenté depuis un an pour s'établir à près de 9 000 milliards de yen fin février 2007, soit approximativement 75 milliards de dollars. Il représente désormais plus de 35 % du total des prêts, contre moins de 10 % en janvier 2006.

Encours de prêts à court terme contracté par des banques étrangères sur le marché monétaire japonais et taux de change effectif du yen



Source : Banque du Japon.

Les japonais peuvent également être à l'origine du *yen carry trade* lorsqu'ils achètent des actifs étrangers mieux rémunérés que les placements en yen. Ces flux sont répertoriés dans la balance des paiements : les achats nets d'obligations étrangères par les investisseurs japonais étaient très élevés début 2006 (autour de 13 000 milliards de yen, soit 110 milliards de dollars) mais sont devenus négatifs fin 2006. Mais les banques japonaises ne sont pas les seules autorisées à prêter en yen, les banques étrangères le font aussi, mais ces prêts n'apparaissent pas dans la balance des paiements japonaise. Il faut alors regarder les données de la BRI qui nous renseignent sur le montant des prêts transfrontaliers en yen par les banques étrangères. Cependant, les prêts accordés à des résidents ne sont pas répertoriés. Nous disposons donc encore une fois d'une information incomplète. Enfin, les produits dérivés peuvent également servir à faire du *yen carry trade*. La CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) répertorie le nombre de contrats *future* traités sur le marché CME (*Chicago Mercantile Exchange*). Les positions non commerciales (considérées comme spéculatives) vendeuse « short » de yen ont atteint début 2007 des niveaux historiquement élevés. Il existe aussi des données sur les *swaps* de change. Ces instruments peuvent être détournés de leur fonction première (couverture de change pour les entreprises exportatrices ou importatrices) pour alimenter les stratégies de *yen carry trade*. Le volume des ces opérations était de 9 510 milliards de dollars fin juin 2006 contre 6 500 milliards deux ans plus tôt.

Les risques pour l'économie mondiale

Pour résumer, l'accélération des opérations sur les marchés dérivés de change ainsi que la forte croissance de l'encours de crédits contractés par les banques étrangères sur le marché japonais laissent à penser que le phénomène de yen *carry trade* s'est fortement accru depuis un an, mais il est très difficile de connaître le montant exact des sommes investies. Cependant le mini-krach boursier du 26 février à Shanghai montre que la tension est palpable sur les marchés des changes, les investisseurs étant à l'affût de la moindre nouvelle susceptible de modifier les anticipations. Alors que le marché boursier chinois décrochait de 9 % en une journée suite au franchissement du seuil psychologique des 3000 points et à des rumeurs concernant la taxation des plus-values boursières, entraînant dans son sillage une correction boursière mondiale, le yen s'est apprécié de 5 % en une semaine sous l'effet du débouclage des positions de *yen carry trade*. Ainsi la hausse de l'aversion au risque est un facteur qui peut être à l'origine d'un mouvement massif de retour de capitaux vers le Japon. Mais le facteur clé qui détermine l'intérêt de ces stratégies est la politique monétaire de la banque du Japon. Or le retour en déflation de l'économie japonaise en février 2007 laisse peu d'alternatives à la banque du Japon : on voit mal comment elle pourrait justifier la poursuite du durcissement de sa politique monétaire, même si l'économie se redresse. Cette statistique permet de dégager l'horizon des investisseurs (au moins à court terme), qui ont repris les opérations de *yen carry trade* comme en témoigne le retour du yen aux niveaux atteints avant le mini-krach.

Ce phénomène inquiète la banque du Japon dans la mesure où une appréciation brutale du yen serait très dommageable pour les exportateurs japonais, et risquerait de compromette la reprise de l'économie qui repose encore trop peu sur la demande intérieure. Mais un retour massif des capitaux vers le Japon provoquerait aussi une contraction de la liquidité mondiale et donc une hausse globale des taux d'intérêt. Dans un contexte de marchés immobiliers très tendus aux États-Unis et dans certains pays européens, une telle hausse pourrait accélérer la chute des prix des logements et compromettre le scénario d'un atterrissage en douceur. Elle risquerait également de précipiter l'économie américaine dans une récession plus marquée, ce qui aurait nécessairement des répercussions sur la croissance mondiale.

La déplaisante arithmétique de la dette extérieure

Les États-Unis peuvent-ils continuer à accumuler des déficits qui seront financés par l'épargne du reste du monde ? L'insoutenabilité de la dette externe des États-Unis est régulièrement dénoncée pour justifier la nécessité d'un ajustement. Théoriquement, la soutenabilité est déduite de l'approche intertemporelle du compte courant. La dette est soutenable dès lors que la somme actualisée des flux d'exportations futures est supérieure à celle des importations. En pratique, il n'existe pas de seuil précis pour la dette ou le déficit permettant d'affirmer que la situation est devenue insoutenable. Il est cependant possible de calculer l'ajustement nécessaire du déficit courant qui permettrait de stabiliser la dette extérieure nette des États-Unis. Par définition, la dette à une date (t) est égale à la somme de la dette à la date précédente et du déficit courant observé en (t) soit, en % du PIB :

$$b_t = \left(\frac{1}{1+g}\right) b_{t-1} + d_t$$

où b désigne la position extérieure nette en % du PIB, g le taux de croissance nominal et d le déficit courant en % du PIB. Le solde courant permettant de stabiliser la dette au niveau actuel s'obtient alors à partir de la relation suivante :

$$\left(\frac{g}{1+g}\right) b = d$$

Sachant que le taux nominal de croissance tendancielle de l'économie américaine est de 5,8 %, il vient toute chose égale par ailleurs que le déficit stabilisant le niveau actuel de la dette nette à 20 % du PIB est de l'ordre de 1,2 %. L'ajustement nécessaire du solde courant serait alors de 5 points de PIB. Étant donné l'ampleur de la correction nécessaire, on peut s'étonner de l'absence de crise majeure en réaction à l'accumulation de ces déficits.

Comment pourrait s'opérer un tel ajustement ? La croissance joue un rôle ambigu puisqu'elle contribue à accroître le déficit en même temps qu'elle améliore la soutenabilité de la dette existante. Dans ces conditions, une dépréciation franche et durable du dollar peut sembler inéluctable. Certaines estimations [7] font état d'une dépréciation de l'ordre de 40 à 90 %. Cette estimation constitue incontestablement un mouvement de grande ampleur. À titre de comparaison, le retour à l'équilibre du solde courant entre 1987 et 1991 s'est accompagné d'une dépréciation nominale du dollar de 42 %, en terme de taux de change effectif. Le déficit n'était pourtant initialement que de 3,4 % du PIB. Par rapport à l'euro, la baisse du billet vert a dépassé 100 %. Un point essentiel est donc de savoir quelles sont les monnaies qui supporteront l'essentiel de l'ajustement.

7. O. Blanchard, F. Giavazzi et F. Sa (2005) : « The U.S. Current Account Deficit and the Dollar », *NBER Working Paper 11137*.

Jusqu'ici, la solidité de la croissance américaine a été un élément essentiel permettant de maintenir la confiance dans la capacité des États-Unis à honorer leurs engagements. Mais il faut également ajouter le rôle de la globalisation financière. En favorisant les mouvements de capitaux, la libéralisation financière a permis une plus grande déconnection entre l'épargne et l'investissement à l'échelle mondiale et a de ce fait assuré à moindre frais le financement des déficits extérieurs.

Déséquilibres financés au prix de risques accentués

La globalisation financière est un élément essentiel qui a favorisé le financement des déséquilibres à moindre coût puisqu'elle a permis la participation d'un nombre croissant d'acteurs sur les marchés financiers internationaux. Dans de nombreux pays, il est devenu plus simple pour les résidents d'acheter des titres étrangers et pour les non-résidents d'acquérir des titres domestiques. Ce processus ne s'est pas résumé à l'accès d'un plus grand nombre de pays aux marchés des capitaux. Il s'est aussi accompagné un peu partout dans le monde d'un mouvement de libéralisation et de déréglementation financière visant à accroître la concurrence et à développer les systèmes financiers nationaux. Ce faisant, l'approfondissement des marchés financiers a participé à l'augmentation de l'endettement de nombreux agents.

Entreprises : la dette à la fête

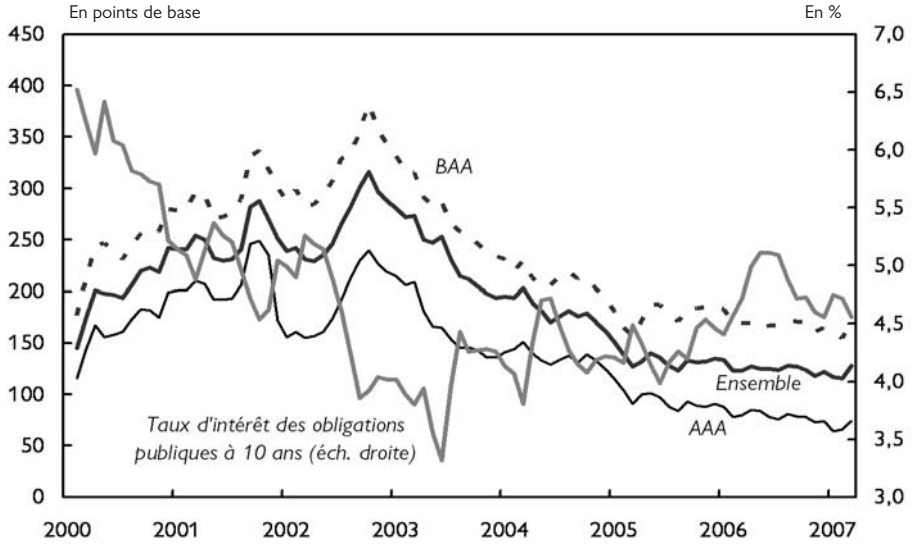
Avec une concurrence accrue entre les grandes places financières de la planète, le développement rapide des instruments de couverture permettant de mutualiser les risques de taux et de défaut et une liquidité abondante sur les marchés financiers, les banques et les marchés obligataires ont permis aux entreprises à la fois de refinancer leur dette à un moindre coût et d'accroître leur rentabilité grâce au levier de l'endettement.

Affichant des bilans lourdement endettés suite à l'explosion de la bulle Internet, les entreprises américaines et européennes ont été contraintes de se désendetter brutalement au début des années 2000 de façon à digérer au plus vite les excès passés. Si cette politique a pesé sur l'investissement entre 2001 et 2003, cet amaigrissement forcé leur a permis de renouer avec des situations financières stables à partir de 2004, d'autant qu'elles ont été soutenues par des politiques

monétaires réactives. Avec des bilans rétablis et un contexte monétaire favorable, les entreprises ont à nouveau repris le chemin du crédit. Le faible coût de ce dernier est lié à la fois à des taux longs bas mais surtout à de faibles primes de signature sur les obligations privées (graphique 4). La solidité actuelle des bilans des entreprises, illustrée par le très bas niveau des taux de défaut en particulier dans les catégories les plus spéculatives, leur permet de bénéficier d'une bonne qualité de signature du crédit.

Des emprunts bancaires bon marché par rapport à un coût des fonds propres relativement élevé (rachat d'actions aux États-Unis et politique de dividendes généreuse en Europe) a conduit les entreprises à recourir au crédit dès 2004 aux États-Unis et à partir de 2005 dans la zone euro. Outre le financement de l'investissement, les crédits ont été utilisés par les entreprises pour restructurer leurs bilans, mais aussi dans le cadre de fusions-acquisitions. Plus généralement, profitant d'un coût du crédit très bas, les entreprises ont utilisé le levier de l'endettement (encadré 2) pour améliorer leur rentabilité et poursuivre leur croissance externe, ce qui a soutenu les performances boursières. Les fonds d'investissement se sont aussi engouffrés dans la brèche, utilisant l'effet de levier pour racheter des entreprises, dans l'optique de les revendre avec une plus-value conséquente.

4. *Spreads corporate* et taux d'intérêt des obligations publiques à 10 ans à l'échelle mondiale



Source : Moody's.

Financées à plus de 75 % par l'endettement, les fusions-acquisitions apparaissent certes moindres qu'au début des années 2000, mais leur montant est tout de même important et relativement équitablement réparti entre les opérations réalisées par des entreprises et par des sociétés financières (dont font partie les fonds d'investissement). En revanche, les montants des fusions acquisitions restent inférieurs de moitié dans la zone euro à ceux observés aux États-unis.

2. L'effet de levier d'endettement

Le faible coût du crédit a favorisé le développement de l'effet de levier, le coût de la dette étant inférieur à la rentabilité économique (ratio entre le résultat d'exploitation après impôt et la somme des fonds propres et de la dette). Le recours à l'endettement permet, à bénéfice inchangé, de réduire la part des fonds propres au passif des entreprises, augmentant ainsi la rentabilité des fonds propres (ou rentabilité financière ou ROE, *Return on equity*) toutes choses égales par ailleurs. L'avantage de ce mécanisme est double. D'abord, plus le ratio des dettes sur fonds propres est élevé (*ie* le levier financier d'endettement), plus la rentabilité financière est importante. Ensuite, l'avantage fiscal est non négligeable, puisque les charges d'intérêt sont déductibles.

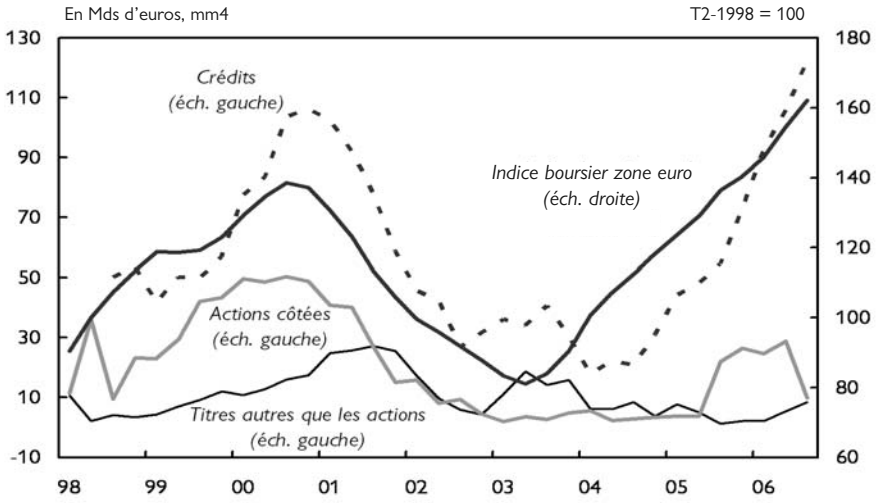
Cependant, il faut préciser que cet effet de levier ne crée pas de valeur et que, si le recours à l'endettement permet d'obtenir une rentabilité des fonds propres supérieure à la rentabilité économique (qui correspond au taux de rentabilité des fonds propres avec un endettement nul), cette pratique augmente la volatilité du ROE et accroît le risque financier, notamment si les emprunts sont souscrits à taux variables.

Une rentabilité amplifiée par l'effet de levier

Dans un contexte de faiblesse du coût du crédit, les sociétés non financières ont eu de plus en plus recours au financement par l'endettement, ce qui s'est traduit par une accélération de la croissance des crédits, en particulier dans la zone euro (graphique 5). La remontée dans la zone euro des taux d'intérêt à court et long terme appliqués par les IFM (Institutions financières et monétaires) aux sociétés non financières (SNF) depuis septembre 2005 n'a pas entamé l'appétit des entreprises pour le crédit. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux SNF dans la zone euro a atteint 13,2 % en janvier 2007, ce qui le rapproche de son plus haut historique de début 2001 (15 %). Ce recours au levier de l'endettement a modifié la structure de financement des entreprises au profit de la dette et au détriment des fonds propres. Aux États-Unis, le recours au crédit bancaire n'a pas accéléré en 2005 et 2006, contrairement à la zone euro, mais le financement par émissions obligataires y a été beaucoup

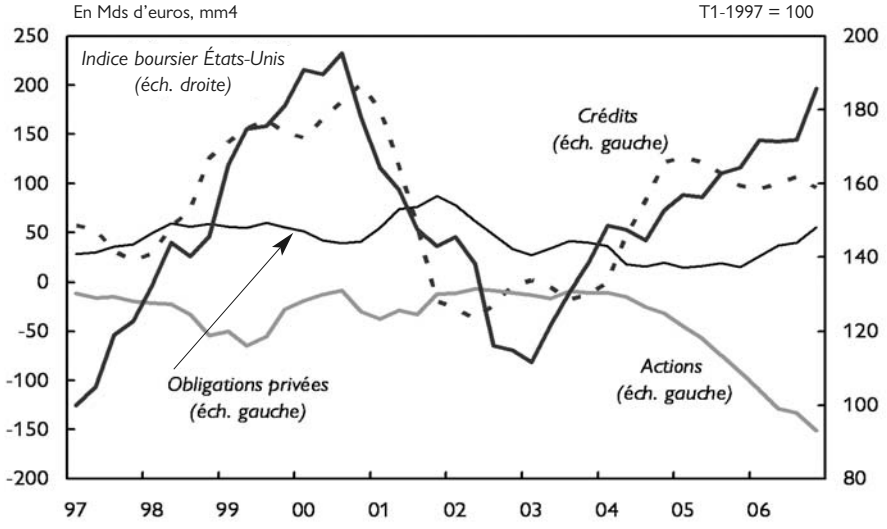
plus fort que dans la zone euro. Au final, la dette globale des entreprises américaines a progressé sur cette période. Comme dans le même temps, les rachats d'actions ont fortement augmenté, on observe les mêmes effets de levier sur la structure de financement des entreprises américaines, la part des fonds propres ayant baissé comme dans la zone euro (graphique 6).

5. Variations nettes du passif des SNF de la zone euro et indice boursier



Source : Banque centrale européenne (BCE).

6. Variations nettes du passif des SNF des États-Unis et indice boursier

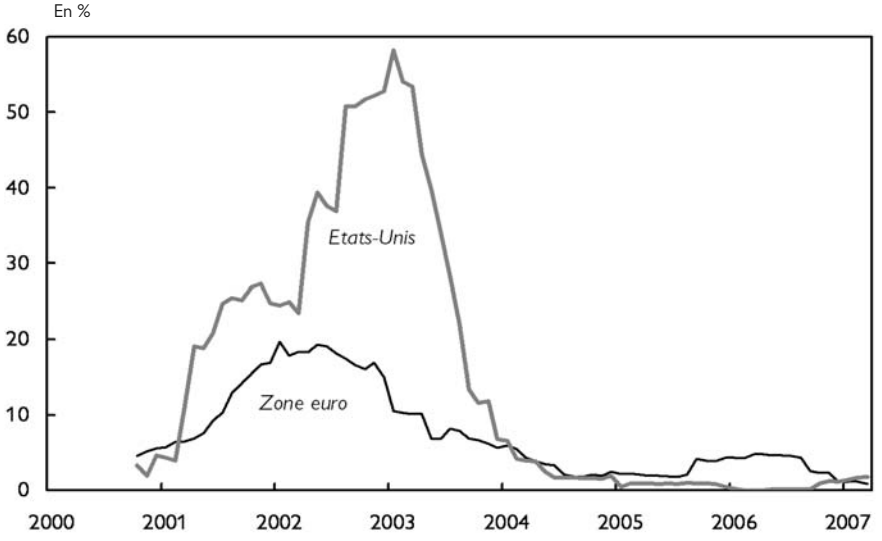


Source : Réserve fédérale américaine.

L'augmentation du levier d'endettement accroît certes le rendement anticipé, mais aussi le risque de variabilité du rendement et le risque de faillite, ce qui fait que les actionnaires vont exiger une rentabilité plus élevée. Jusqu'à présent, l'utilisation du levier de l'endettement dans la zone euro et aux États-Unis ne s'est pas traduite par une augmentation des taux de défaut des entreprises, qui bien au contraire connaissent des niveaux historiquement bas de part et d'autre de l'Atlantique en particulier pour les entreprises classées dans la catégorie « spéculative » (graphique 7). Cela traduit une solidité de la structure financière des bilans des entreprises. Le recours à l'endettement n'est donc pas utilisé dans le but d'afficher uniquement une rentabilité élevée des fonds propres mais comme une opération d'optimisation des coûts et d'amélioration de la rentabilité économique, le coût réel du crédit étant inférieur à celui du financement par émissions d'actions.

Tant que le coût du crédit reste inférieur à la rentabilité économique, cet effet de levier soutiendra les cours boursiers en augmentant la rentabilité des fonds propres. Cet effet de levier pourrait rapidement se retourner contre les actionnaires en cas de redressement brutal des taux d'intérêt et/ou de dégradation rapide de la qualité de signature du crédit des entreprises. En effet, si le coût de la dette devient supérieur à la rentabilité économique alors l'effet de levier aura un effet négatif sur la rentabilité des fonds propres, ce qui se répercutera immédiatement sur les cours boursiers.

7. Taux de défaut sur les obligations spéculatives



Source : Moody's.

Les interventions des fonds d'investissement...

L'effet de levier a aussi alimenté les opérations de capital-investissement, comme en témoigne la forte croissance des rachats d'entreprises avec effet de levier par les fonds d'investissement. Aussi appelés LBO (*leverage buy-out*), ce sont des opérations d'acquisition d'entreprises réalisées par des fonds d'investissement par endettement principalement. Le principe est le suivant : ces fonds acquièrent une entreprise grâce à un minimum de capitaux propres et surtout par le biais d'emprunts qui sont gagés sur les actifs ou les flux financiers attendus de l'entreprise achetée (trésorerie, dividendes...) dans le but de la revendre plus chère. Pour valoriser l'entreprise, soit le fonds découpe l'entreprise en tirant profit de la vente de certains actifs, soit il tente d'améliorer sa situation opérationnelle par le biais d'investissements, en vue d'obtenir des résultats probants à moyen terme. Le retour sur investissement est réalisé quand l'entreprise est finalement revendue, en général entre deux et cinq ans après. Le fonds rembourse alors le solde de l'emprunt et empoche une plus-value. Le terrain de chasse de ces fonds d'investissement a d'abord été constitué de petites et moyennes entreprises dont les actifs s'étaient peu appréciés, mais ils s'intéressent de plus en plus à des sociétés importantes cotées en Bourse et dont les titres apparaissent sous-valorisés.

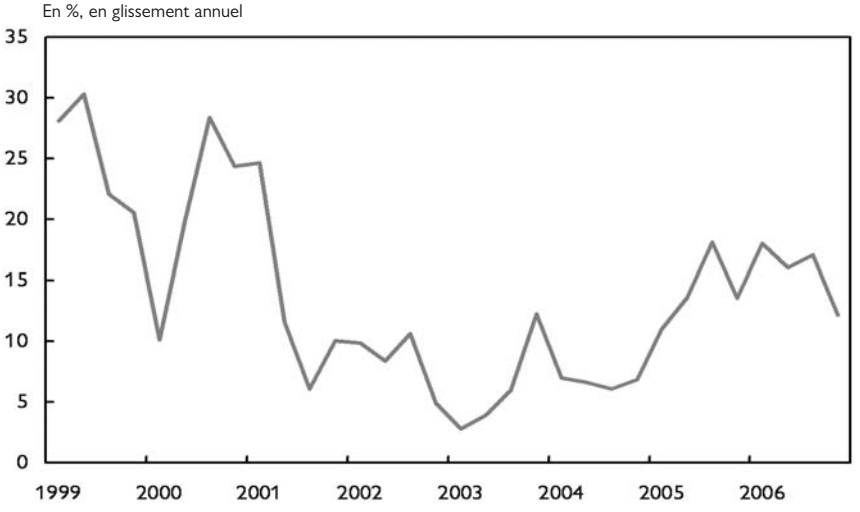
Ce phénomène n'est pas nouveau. Il a été particulièrement développé dans les années 1980 aux États-Unis. Mais le *boom* observé depuis 2005 concerne aussi la zone euro. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2006, ces opérations auraient représenté 80 milliards d'euros dans la zone euro [8], soit environ 20 % du montant des fusions-acquisitions sur cette période. On peut avoir une idée de l'évolution des prêts accordés à ces fonds par le biais des statistiques portant sur les Autres intermédiaires financiers (AIF) auxquels ils appartiennent [9]. Si la progression de l'encours des prêts bancaires aux AIF est actuellement moins élevé qu'au début des années 2000, elle a été en moyenne de 15 % depuis le début 2005, contre 7 % entre 2002 et 2004, une période relativement léthargique sur ce marché (graphique 8).

Outre le fait que ces opérations de LBO augmentent l'endettement des fonds concernés, elles conduisent aussi en général à une hausse de la dette des entreprises achetées, et par ce biais participent à l'augmentation du passif des entreprises non financières en général.

8. Voir l'encadré sur « Les évolutions récentes des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier dans la zone euro » dans le bulletin mensuel de la BCE de décembre 2006.

9. Le champ de ces AIF est certes plus large, mais il n'en reste pas moins un bon indicateur.

8. Évolution de l'encours de prêts bancaires accordés aux AIF *
dans la zone euro



* Autres intermédiaires financiers.
Source : Banque centrale européenne.

Au fur et à mesure que les entreprises peu valorisées sont reprises par des fonds, il reste de moins en moins d'entreprises potentiellement rentables. Deux stratégies sont alors possibles pour ces fonds : soit couper dans les investissements de l'entreprise rachetée, au risque d'anémier sa croissance à moyen terme, ce qui nécessite de la revendre le plus rapidement possible pour réaliser tout de même une plus-value ; soit prendre de plus gros risques.

... intensifient le risque d'un *credit crunch*...

Le développement de l'effet de levier dans un contexte monétaire très accommodant a soutenu la croissance des marchés boursiers et amélioré la rentabilité des entreprises. Si une hausse des taux survenait, les entreprises comme les investisseurs endettés à taux variables seraient frappés de plein fouet. Dans le sillage de conditions monétaires plus restrictives, le retournement des marchés boursiers et/ou le ralentissement de l'économie mondiale pourrait avoir des effets dévastateurs. Le risque de faillite ou de défaut des fonds d'investissement ne serait pas négligeable, les flux financiers attendus pour rembourser la dette s'avérant inférieurs aux prévisions et les actifs de l'entreprise se dépréciant.

Dans ce cas, les banques seraient directement exposées, *via* les prêts qu'elles ont accordés à ces fonds. Elles le seraient d'autant plus que la

forte concurrence entre les établissements bancaires ces dernières années a eu pour conséquence une plus grande facilité d'emprunt et de ce fait semble-t-il une sous-évaluation des risques potentiels. Cependant, avec le développement de la titrisation (qui permet de céder une partie des prêts bancaires) et des marchés de dérivés de crédit (qui permettent aux banques de couvrir leurs positions), les banques transfèrent désormais une part croissante du risque de crédit. Une hausse des taux de défaut se traduirait certes en partie par des pertes pour les banques mais aussi pour ceux qui supportent *in fine* le risque. La titrisation des crédits accordés par les banques étant de plus en plus sophistiquée, les dettes sont ainsi divisées en un nombre élevé de tranches, avec des rémunérations qui peuvent être très élevées quand le risque encouru par l'investisseur l'est aussi. Ces derniers seraient donc les premiers touchés par un retournement. S'il est malaisé de déterminer qui sont exactement ces investisseurs, une partie non négligeable des titres les plus risqués adossés à des dettes de fonds d'investissement sont détenus par des *hedge funds* (encadré 3). Ce sont donc souvent des fonds spéculatifs qui supportent le risque final le plus élevé, et donc leurs clients.

3. Les *hedge funds* : des acteurs désormais incontournables

Des acteurs tels que les *hedge funds* ont pris une place de plus en plus importante dans le nouveau paysage de la finance mondialisée. Ils géraient en 2006 un encours de plus de 1 400 milliards de dollars. Néanmoins, ce chiffre ne donne qu'un aperçu de l'ensemble des postions prises par les *hedge funds* dans la mesure où ils recourent principalement à des stratégies dites de gestion alternative basées sur les ventes à découvert, l'arbitrage, les effets de levier et les prises de positions spéculatives sur les produits dérivés. Ce marché a d'ailleurs connu un essor considérable ces dernières années et concentré l'essentiel des innovations financières. Entre juin 2004 et 2006, l'encours notionnel * des contrats de gré à gré est passé de 220 000 à près de 370 000 milliards de dollars. La somme des valeurs de marché des contrats s'élèverait à plus de 10 000 milliards de dollars selon la BRI).

* Le montant notionnel d'un contrat correspond à la valeur théorique de référence utilisée pour le calcul des gains et des pertes associés au contrat. Pour un *Swap* de taux d'intérêt, il permet de déterminer les paiements d'intérêt que devront effectuer les co-contractants.

Ces instruments financiers sont à l'origine de nouvelles fragilités financières et donc porteurs de nouveaux risques. D'une part, la mutualisation n'est pas vraiment réalisée dans la mesure où les intervenants les plus actifs sur les marchés dérivés sont des fonds spéculatifs sur lesquels se concentrent maintenant une part importante des risques. Dans le même temps, ce sont les agents pour lesquels la réglementation financière est la moins développée. Les obligations d'information

pour les *hedge funds* sont effectivement réduites si bien qu'il est difficile de savoir précisément quel est leur degré d'exposition.

En plus des risques inhérents aux prêts accordés pour financer des opérations de LBO, les banques ont souvent placé de l'argent dans des fonds d'investissement ou des *hedge funds* prenant part à des rachats par effet de levier.

L'enchaînement de réactions dépressives n'est pas à exclure. Après plusieurs années d'euphorie et de faible aversion pour le risque surviendrait une nette correction : une baisse des indices boursiers, avec à la clé un actif déprécié et des difficultés de remboursement pour les opérations récentes de LBO, des taux de défaut entraînant des pertes pour les banques et de ce fait un renchérissement du crédit, provoquant un effondrement des opérations à effet de levier, amplifiant de ce fait la baisse des bourses.

Le durcissement des conditions de financement se traduirait par une moindre activité réelle et pèserait durablement sur l'économie mondiale.

... alimenté aussi par les risques pesant sur les ménages et le marché immobilier

La situation financière des ménages semble relativement peu exposée en Europe à un éventuel resserrement des conditions monétaires, à l'exception de quelques pays comme l'Espagne où les ménages sont endettés à taux variables et où les prix immobiliers sont clairement surévalués, faisant planer le risque d'un ajustement profond et durable sur ce marché. Les banques sont donc *a priori* peu exposées sur ce segment de ce coté de l'Atlantique. Ce n'est évidemment pas le cas aux États-Unis où le développement des contrats exotiques fait peser de gros risques sur la solvabilité des ménages (voir dans ce dossier « La fin de l'*American dream* »), risques qui seraient amplifiés par un ralentissement prononcé de l'économie américaine, une remontée du chômage et une baisse des prix immobiliers plus marquée que celle observée en 2006. La titrisation, très développée aussi sur ce marché, limiterait certes l'impact sur les banques d'une hausse des taux de défaut des ménages, mais elle se répercuterait sur différents investisseurs, que ce soit des fonds d'investissement, des *hedge funds* ou des fonds de pension et pourrait par ce biais se répercuter sur le marché européen [10].

10. Voir l'étude spéciale : « Immobilier : fissures et craquements », *Revue de l'OFCE*, n° 99, octobre 2006.

Il est certain que les mouvements de globalisation et de libéralisation financière facilitent à la fois l'intermédiation entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement ainsi que le transfert des risques. Mais ce faisant, ils ont alimenté la spéculation à l'échelle mondiale, renforcé les interdépendances entre les différents intervenants et les différents marchés et de fait créé de nouvelles sources de fragilités financières. On sait aujourd'hui peu de choses de la résilience du système financier à un choc majeur. Étant donné l'ampleur des déséquilibres structurels, il est légitime de s'interroger sur l'éventualité d'une crise économique et financière profonde qui affecterait durablement l'économie mondiale.

Des ajustements périlleux

Tous les ingrédients semblent aujourd'hui réunis pour que puisse se déclencher une crise financière majeure dans la mesure où se conjuguent des déséquilibres macroéconomiques structurels et financiers. La phase de libéralisation et d'innovations financières qui a permis de financer les déficits a en même temps créé les conditions favorables à un krach de grande ampleur. Dans ce contexte, il est tentant de céder au catastrophisme et d'envisager le pire. Il existe cependant de bonnes raisons de croire que l'ajustement se fera à moindre coût mais elles sont conditionnées à l'action qu'entreprendront les acteurs publics pour favoriser le rééquilibrage en douceur de la croissance mondiale.

Krachs en chaîne…

Les turbulences observées sur les marchés (principalement boursiers et changes) en février 2007 ont suscité de fortes craintes pendant près d'une semaine. Elles ont illustré la forte interdépendance des marchés puisque partant de la bourse de Shanghai, la panique s'est emparée des principales places financières mondiales. Ces soubresauts ont montré qu'un évènement *a priori* anodin pouvait être le catalyseur d'une crise de confiance généralisée. Les sources de tension sont actuellement nombreuses ; elles constituent autant d'éléments déclencheurs d'une crise à l'échelle internationale.

La flambée du pétrole a pris fin en août 2006 mais pourrait être de nouveau attisée en cas de résurgences des tensions notamment en Iran. Dans ces conditions l'inflation repartirait à la hausse aux États-Unis où on observe déjà une accélération de l'inflation sous-jacente. Ce type

d'évènement serait de nature à modifier les anticipations des investisseurs financiers et par ce biais à initier un mouvement de hausse des taux d'intérêt et une baisse des marchés boursiers. On peut également imaginer qu'à l'instar de ce qui s'est passé en 1998 avec LTCM, la faillite d'un *hedge funds* soit à l'origine d'un début de panique sur les marchés. La prise croissante de risques des fonds d'investissement dans les opérations de LBO est un autre facteur susceptible d'alimenter une panique financière. Un ralentissement conjoncturel plus marqué aux États-Unis conduirait sans doute à une hausse des défaillances d'entreprises. La rentabilité de l'opération de LBO diminuant, les fonds se retrouveraient dans l'incapacité de rembourser leurs créanciers.

Tous ces éléments conduisent peu ou prou aux mêmes types de conséquences. Le surcroît d'inflation ou la prise de conscience que les risques sont sous-estimés induirait une élévation concomitante des taux d'intérêt de long terme et des *spreads*. On a souvent souligné la faiblesse des rendements des obligations d'état ainsi que celle des *spreads* aussi bien ceux relatifs aux entreprises que ceux associés aux pays émergents. Un ajustement à la hausse se réaliserait si les taux de défaut venaient à augmenter subitement. Comme la prise de conscience de la sous-évaluation des risques est souvent tardive et intervient une fois le risque avéré, les corrections qui suivent sont brutales. La hausse des taux d'intérêt s'accompagnerait en outre d'une révision à la baisse des perspectives de croissance amplifiée par la procyclicité des marchés. En effet, la baisse des profits anticipés ne manquerait pas de faire chuter les principaux indices boursiers.

Les doutes sur la soutenabilité du déficit courant américain se feraient alors plus forts. Ce scénario combinerait simultanément un décrochage du dollar, un krach obligataire et une correction des marchés boursiers. L'ajustement serait d'autant plus rapide que les banques centrales asiatiques pourraient souhaiter une plus grande diversification de leurs réserves et que le débouclage des opérations de *carry trade* renforcerait les mouvements baissiers des marchés. En effet, les positions spéculatives sont telles qu'une inversion de la tendance à la dépréciation du yen serait automatiquement amplifiée par les investisseurs souhaitant limiter la baisse soudaine des rendements. *A priori*, l'ajustement serait notable vis-à-vis du yen. La réduction du déficit courant des États-Unis devrait logiquement entraîner une appréciation des monnaies asiatiques et dans une moindre mesure de l'euro. Cependant, des résistances à l'appréciation des monnaies sont possibles de la part des pays d'Asie et en particulier de la Chine, dont la monnaie ne fluctue pas librement sur les marchés. La zone euro étant toujours rétive à l'adoption d'une politique de change, l'appréciation de la monnaie européenne s'avérerait plus forte et pénalisante que nécessaire. Si la dépréciation du dollar est sans doute inévitable en vue de réduire le déficit courant américain, encore faut-il que le mouvement

ne soit pas excessif de façon à ne pas pénaliser lourdement les partenaires commerciaux des États-Unis. Un éventuel surajustement du taux de change alimenterait également l'inflation importée aux États-Unis et par voie de conséquence la hausse des taux d'intérêt.

Le durcissement des conditions de crédit pénaliserait automatiquement l'investissement et en particulier l'investissement immobilier. Les défauts de paiement seraient accrus et les prix pourraient significativement baisser quel que soit le diagnostic que l'on porte sur l'état actuel des marchés immobiliers : bulle ou *boom*. L'endettement croissant des ménages mais aussi parfois des entreprises pourrait rapidement devenir insoutenable. La hausse des charges d'intérêt associée à la baisse de la valeur des garanties immobilières et boursières ne manquerait pas d'accroître les défauts de paiement des ménages, des entreprises et des établissements financiers. Ainsi, c'est la stabilité du système financier qui serait mise en péril par les krachs obligataire et immobilier. En l'absence d'une réponse adaptée des autorités monétaires, le rationnement du crédit continuerait de plonger l'économie mondiale dans la récession.

L'épicentre de cette crise se situerait inévitablement aux États-Unis dans la mesure où c'est le point focal où se concentrent les déséquilibres. Mais l'interdépendance des marchés et l'augmentation du risque systémique propagerait rapidement l'onde de choc à l'ensemble de l'économie mondiale. La description de ces enchaînements illustre la précarité des équilibres actuels ainsi que l'imbrication des marchés et des facteurs de tension. Il est clair que ce scénario repose sur un ensemble d'enchaînements incertains et suppose l'absence de mécanismes correcteurs et de réponses des politiques économiques qui pourraient alors œuvrer pour un ajustement en douceur et le rééquilibrage de la croissance mondiale.

… ou rééquilibrages en douceur ?

Le système financier n'a pourtant donné aucun signe de faiblesse. Il a même témoigné de sa capacité à digérer sans grandes difficultés le passage du pétrole de 20 dollars par baril en février 2002 à plus de 70 dollars durant l'été 2006. De même, les 6,4 milliards de dollars de pertes enregistrées par le fonds Amaranth en septembre 2006 sont presque passées inaperçues. L'équilibre mondial résiste donc à beaucoup d'épreuves.

L'ajustement nécessaire du compte courant américain est bien trop élevé pour ne reposer que sur la baisse de la croissance aux États-Unis ou sur la dépréciation du dollar. En prime, on ne voit pas comment des importations mondiales déprimées par une récession de grande ampleur

pourraient tirer les exportations des États-Unis et faciliter la correction du déficit. Les dommages collatéraux d'un tel scénario sont trop élevés. L'intérêt des banques centrales asiatiques est de maintenir la faiblesse de leurs monnaies et non d'accentuer une quelconque dépréciation du dollar. Souhaiter une plus grande diversification de leurs réserves n'implique pas de se désengager totalement des placements en dollars.

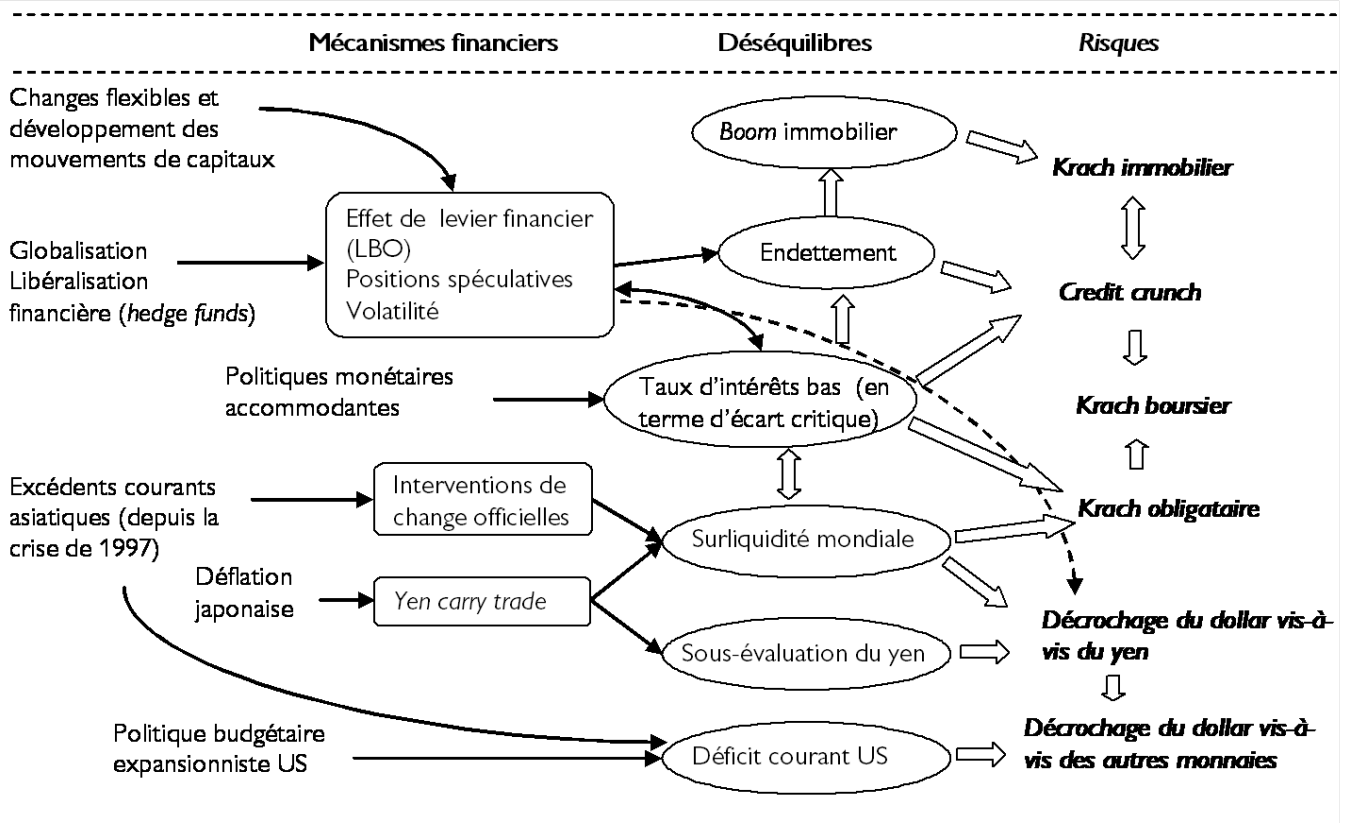
Ensuite, la faiblesse de la volatilité et des primes de risque traduit tout autant la procyclicité des investisseurs et une plus grande appétence pour le risque que la stabilité macroéconomique. À quelques exceptions près, l'inflation mondiale est stabilisée. Si des accélérations passagères ne sont pas à exclure, le retour à un contexte inflationniste généralisé est peu crédible. La croissance mondiale est solide depuis plusieurs années et de moins en moins volatile. Le ralentissement américain actuel ne pèserait pas sur la conjoncture internationale. La croissance est en bonne voie au Japon et dans la zone euro, elle est toujours aussi dynamique dans le reste de l'Asie et en particulier en Chine.

Le découplage de la croissance pourrait d'ailleurs être l'élément moteur d'un nouvel équilibre, facilitant un ajustement en douceur des déséquilibres internationaux. Puisque le déficit américain résulte à la fois d'un déséquilibre entre épargne et investissement à l'échelle interne et mondiale, il est nécessaire que tout le monde prenne part à l'ajustement. La baisse des déficits publics et la remontée de l'épargne des ménages aux États-Unis sont des ingrédients indispensables à condition que d'autres pays acceptent de tirer la croissance mondiale et consentent à leur tour à des déficits courants. La croissance de la zone euro et du Japon devrait donc permettre d'absorber une part plus grande des exportations en provenance des États-Unis. Dans un contexte où leurs monnaies seraient plus fortes, cela n'est possible qu'avec une croissance tirée par l'investissement et la consommation plutôt que par les exportations. Il n'y a pas de raisons pour que le monde ne change pas de locomotive mais cela implique une volonté politique forte qui passerait inévitablement par des politiques économiques ambitieuses.

L'autre clé d'un rééquilibrage en douceur peut être trouvée en Chine. Sans remettre totalement en cause un modèle de développement qui a fait ses preuves, la Chine pourrait jouer un rôle important si la croissance reposait sur une consommation plus dynamique, permettant de réduire les excédents courants. Les besoins sont sans aucun doute très loin d'être satisfaits, les marges de manœuvre sont donc larges. L'évolution du yuan continuera de fait d'être un enjeu majeur des relations économiques internationales, le taux de change représentant un instrument puissant de politique économique pour la Chine.

Tout en constituant un carburant nécessaire à la croissance, les développements financiers seront toujours porteurs de risques nouveaux qui ne seront jamais totalement annihilés et qui sont même amplifiés par l'accumulation de positions spéculatives et la vitesse des retournements de marché. Les progrès de la régulation internationale permettront donc d'éviter le déclenchement de crises financières désastreuses. Il est donc indispensable d'améliorer la transparence des institutions financières ainsi que les méthodes d'évaluation et de contrôle des risques.

Schéma


Mécanismes financiers
Déséquilibres
Risques
Changes flexibles et développement des mouvements de capitaux
Globalisation Libéralisation financière (hedge funds)
Effet de levier financier (LBO) Positions spéculatives Volatilité
Politiques monétaires accommodantes
Excédents courants asiatiques (depuis la crise de 1997)
Déflation japonaise
Politique budgétaire expansionniste US
Interventions de change officielles
Yen carry trade
Boom immobilier
Endettement
Taux d'intérêts bas (en terme d'écart critique)
Surliquidité mondiale
Sous-évaluation du yen
Déficit courant US
Krach immobilier
Credit crunch
Krach boursier
Krach obligataire
Décrochage du dollar vis-à-vis du yen
Décrochage du dollar vis-à-vis des autres monnaies