

**Déséquilibres de balance courante,
« appétit pour l'épargne »
et « grève de l'investissement »**

(Version provisoire)

Gilles MOËC **Laure FREY**

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

Débat économique n° 1

Les *Débats économiques* reflètent les idées personnelles de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Ce document est disponible sur le site internet de la Banque de France « www.banque-france.fr ».

Déséquilibres de balance courante, « appétit pour l'épargne » et « grève de l'investissement »

Gilles MOËC

Laure FREY

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

L'économie mondiale est actuellement caractérisée par des déséquilibres de balance courante de plus en plus amples et polarisés, dans un contexte de taux d'intérêt de long terme historiquement bas, se situant en dessous des niveaux d'équilibre approchés par la croissance potentielle et l'inflation tendancielle. Une analyse globale, proposée par Ben Bernanke, attribue ces deux phénomènes à un seul facteur commun : un appétit particulier pour l'épargne en dehors des États-Unis.

En termes de diagnostic, notre approche est plus pessimiste que celle de « l'appétit pour l'épargne », dans la mesure où le trait le plus saillant de l'état actuel de l'économie mondiale n'est pas tant un « appétit pour l'épargne » qu'une « grève de l'investissement », en dépit du bas niveau des taux d'intérêt de long terme.

Ceci affecte également l'économie des États-Unis où l'investissement des sociétés non financières demeure contenu par rapport aux profits, renforçant ainsi le phénomène de perte graduelle de base productive dans les secteurs ouverts à l'échange international qui pourrait être reliée aux investissements directs sortants massifs réalisés par les entreprises américaines. Jusqu'à aujourd'hui, un tel modèle pouvait être considéré comme soutenable. En effet, en dépit de la dégradation marquée de la position extérieure des États-Unis, la balance des revenus d'investissement a continué à présenter un solde positif grâce à un écart favorable entre le taux de rendement des actifs détenus par des américains à l'étranger et celui des actifs détenus par des étrangers aux États-Unis. Toutefois, le taux d'équilibre au-delà duquel le solde des revenus d'investissement devient négatif et se traduit donc par un prélèvement sur les ressources intérieures est quasiment atteint.

De graves difficultés en termes de soutenabilité de la dette extérieure américaine peuvent donc survenir, ce qui renforce la probabilité d'un scénario de sortie fondé sur un ajustement marqué et brutal des taux de change, avec toutes ses conséquences secondaires potentiellement néfastes. Récemment, des analyses optimistes ont mis l'accent sur les effets de valorisation, au travers desquels une partie significative de la dette extérieure américaine serait effacée par une dépréciation du dollar. Nous suggérons qu'un tel choc de taux de change est susceptible de déclencher une augmentation des taux d'intérêt américains, ce qui rend l'ajustement par le change moins indolore du point de vue américain qu'il n'y paraît à première vue. Par ailleurs, du point de vue de l'économie mondiale, un tel choc pourrait être potentiellement plus néfaste que les épisodes précédents d'ajustement important du dollar, puisque le montant des actifs américains détenus par le reste du monde rapporté au PIB mondial a triplé depuis le milieu des années quatre-vingt.

En revanche, en ce qui concerne les autres scénarios de sortie, notre approche est plus optimiste : dans la mesure où les politiques économiques ont bien eu une influence significative sur la mise en place de la combinaison actuelle de bas taux d'intérêt et de déséquilibres des balances courantes, leur réorientation pourrait déclencher un processus ordonné de résolution de ces déséquilibres qui pourrait s'avérer moins perturbateur qu'un ajustement déterminé par le marché.

Cette note est organisée de la manière suivante : la partie 1 présente un résumé rapide des principaux mécanismes de l'hypothèse de « l'appétit pour l'épargne » ainsi que de ses implications ; la partie 2 discute la pertinence de cette hypothèse au regard du comportement d'investissement et d'épargne dans diverses grandes régions économiques ; la partie 3 se concentre sur l'équilibre épargne/investissement dans le secteur des entreprises non financières, plus particulièrement aux États-Unis, et discute l'hypothèse d'une transition vers une « économie de rente » et enfin la partie 4 présente divers mécanismes d'ajustement possibles de la combinaison des déséquilibres de balance courante et des bas taux d'intérêt.